

商业物业经营

署名人: **樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

海宁皮城

002344

强烈推荐

坚定看好确定性成长逻辑, Q1 业绩预增 70%以上再超预期

公司公告 2012 年年报: 1、2012 年, 公司实现营收 22.62 亿元, 同比增 21.82%; 实现归属净利润 7.05 亿元, 同比增 33.69%; 每股 EPS1.26 元, ROE 26.83%;

2、2013 年 1-3 月归属上市公司净利润业绩预告: 同比增 70% - 100%。

投资要点:

- **2012 年公司收入质量进一步改善。**2012 年, 公司来自于租赁业务 (含综合管理服务费) 的收入为 9.54 亿元, 占比 42.37%, 较 2011 年提高 4.71 个百分点; 来自于商铺销售的收入为 3.66 亿元, 占比 16.26%, 同比下降 4.28 个百分点; 来自于住宅销售的收入为 5.04 亿元, 占比 22.37%, 同比提高 1.58 个百分点。
- **2012 年公司业绩持续快速成长, 我们预计租赁业务贡献 EPS 0.89 元 (同比增 43%, 利润占比 70%), 商铺销售贡献 EPS 0.14 元, 住宅销售贡献 EPS 0.20 元, 酒店+商品销售贡献 EPS 0.02 元。业绩持续高增长原因: ①**商铺及配套物业租赁收入大幅增加: 老市场提租+新市场开业** (成都市场、佟二堡二期裘皮市场、海宁五期先后于 2012 年 9 月开业); ②**住宅业务收入确认增加+毛利率提高。**2012 年公司住宅项目结算收入 5.04 亿 (同比增 31.13%), 毛利率 54.03%, 同比提高 20.52 个百分点 (2012 年结算的住宅均价较 2011 年有所提高)。**
- **Q1 业绩预增 70% - 100%再超预期, 我们预计公司 2013 年 Q1 EPS 约为 0.34 元, 其中租赁业务是公司业绩高增长的主因 (预计 Q1 租赁业务 EPS 为 0.30 元, 同比增 76.5%), 维持全年业绩 1.90 元 (其中租赁业务贡献 EPS 1.30 元, 同比增长 48%) 的预测不变。原因: ①**新市场的 2013 年全年业绩贡献** (武汉市场、海宁五期、成都市场、佟二堡二期裘皮市场); ②**老市场提租** (2012 年秋冬季公司各市场的皮衣销售情况良好, 预计 2013 年 6 月的提租为大概率事件); ③**成都市场商铺销售收入结算, 预计该部分收入 4.67 亿元, 毛利率 88% (较高)。****
- **观点重申: 海宁皮城①是零售板块里的稀缺品种** (受电商冲击小+全国化扩张初期+业绩增长确定、增速快); ②**低估值高成长, 有望演绎大行情, 目前公司 2013、2014 年 PE 分别为 18.9 倍、15.8 倍, 相较 2013 年 51%、2014 年 20% 的业绩增速, 估值仍不高, 随着公司内生提租+外延扩张的不断推进, 公司股价有望演绎大行情; ③**坚定看好公司的业绩确定性成长逻辑, 下跌即买入良机!****
- **持续“强烈推荐”:** 海宁皮城作为模式稀缺, 且低估值高成长的典型代表, **是我们未来 3 年最看好的投资标的, 自持续推荐以来, 公司股价表现优异。**维持公司 2013-2015 年业绩分别为 1.90 元 (增速 51%)、2.28 元 (增速 20%) 的目标不变, 坚定看好, 目标价 41 元, 持续“强烈推荐”!
- **风险提示:** 异地扩张过程中的市场开发风险; 经济衰退导致的租金下降

6-12 个月目标价: 41.00 元

当前股价: 35.90 元

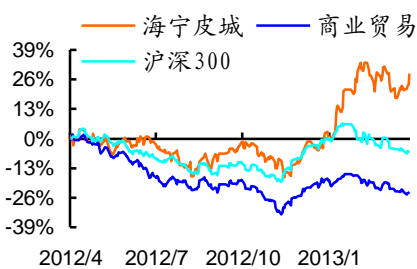
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2197.60
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	502
流通市值(亿)	180
EPS	0.82
每股净资产(元)	4.76
资产负债率	51.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	6.31%	30.40%	38.18%
商业贸易	-1.33%	-6.70%	-6.48%
沪深 300	-1.50%	-5.03%	5.51%



相关报告

- 海宁皮城_ (深度报告) 确定性高成长典范, 估值切换是后续上涨最大动力 2012-06-18
- 海宁皮城_海宁本部市场销售火爆, 客流量同比增 10% 2012-12-06
- 海宁皮城_12 年持续快速成长, 13 年业绩将进一步提速 2013-02-19
- 海宁皮城_稀缺品种+低估值高成长, 演绎大行情 2013-03-08

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2262	2819	3223	4035
收入同比(%)	22%	25%	14%	25%
归属母公司净利润	705	1062	1275	1679
净利润同比(%)	34%	51%	20%	32%
毛利率(%)	59.9%	63.3%	64.9%	64.9%
ROE(%)	24.2%	26.8%	24.3%	24.3%
每股收益(元)	1.26	1.90	2.28	3.00
P/E	28.53	18.92	15.77	11.97
P/B	6.91	5.06	3.83	2.90
EV/EBITDA	16	11	10	8

资料来源: 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

报告日期	报告标题
2011-08-24	海宁皮城(深度报告之一)_外延扩张与内涵提租并举,皮革领域里的“苏宁电器”
2011-10-28	海宁皮城_外延扩张积极推进,全年业绩高速增长已成定局
2011-11-17	海宁皮城_外延扩张再下一城,成都项目 2013 年将显著贡献业绩
2012-02-28	海宁皮城_业绩符合预期,提租效应+新增项目将带动 2012 年业绩快速增长
2012-03-09	海宁皮城_佟二堡二期招商超预期,验证公司强大市场集聚能力
2012-04-18	海宁皮城_“内增外延”成就行业龙头,12 年重点关注 3 个新项目
2012-04-24	海宁皮城_商铺租金增加+住宅项目结算助力公司一季度快速增长
2012-05-03	海宁皮城_成都项目招商超预期,五期项目将再续辉煌
2012-05-04	海宁皮城_五期市场招商细则公告,租金水平再超预期
2012-05-22	海宁皮城_五期市场招商完美结束,100% 招租率再超预期
2012-06-18	海宁皮城(深度报告之二)_确定性高成长典范,估值切换是后续上涨最大动力
2012-07-31	海宁皮城_全年业绩高成长确定,估值切换是后续上涨最大动力
2012-08-29	海宁皮城_上半年完美收官,下半年精彩继续
2012-09-03	海宁皮城_哈尔滨项目正式签约,全国化扩张快速推进
2012-09-19	海宁皮城_斜桥加工区项目拿到土地,预计 13 年 3 季度开业
2012-10-15	海宁皮城_佟二堡三期项目拿到土地,外延扩张步伐提速
2012-10-25	海宁皮城_Q3 净利润增速下滑属正常现象,估值切换是后续上涨最大动力
2012-12-06	海宁皮城_海宁本部市场销售火爆,客流量同比增 10%
2012-12-26	海宁皮城_新模式、新区域、新探索
2013-01-21	海宁皮城_五期市场 5-7 楼定位皮装批发区,预计将招租火爆
2013-02-19	海宁皮城_12 年持续快速增长,13 年业绩将进一步提速
2013-02-25	海宁皮城_春节各市场客流再超预期,13 年公司提租亦有望超预期
2013-03-08	海宁皮城_稀缺品种+低估值高成长,演绎大行情

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2627	5795	6832	9418
现金	1353	4005	4868	7139
应收账款	94	127	139	175
其它应收款	210	193	265	328
预付账款	22	35	33	41
存货	852	1430	1521	1729
其他	96	5	6	5
非流动资产	3588	2418	2542	2652
长期投资	0	0	0	0
固定资产	439	357	270	177
无形资产	18	18	18	17
其他	3130	2043	2255	2458
资产总计	6214	8213	9374	12070
流动负债	3078	4094	3925	4886
短期借款	4	0	0	0
应付账款	552	553	627	800
其他	2523	3540	3298	4085
非流动负债	113	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	113	0	0	0
负债合计	3191	4094	3925	4886
少数股东权益	116	150	204	260
股本	560	560	560	560
资本公积	999	999	999	999
留存收益	1348	2411	3686	5365
归属母公司股东权益	2908	3970	5245	6924
负债和股东权益	6214	8213	9374	12070

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1348	1465	928	2255
净利润	724	1096	1329	1735
折旧摊销	110	106	111	116
财务费用	-42	-111	-184	-249
投资损失	-5	-5	-3	-4
营运资金变动	530	505	-344	641
其它	32	-126	19	16
投资活动现金流	-1155	1080	-249	-233
资本支出	1205	22	22	22
长期投资	-87	-1099	228	214
其他	-37	4	2	4
筹资活动现金流	-155	107	184	249
短期借款	0	-4	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	-154	111	184	249
现金净增加额	38	2652	863	2271

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2262	2819	3223	4035
营业成本	907	1035	1133	1416
营业税金及附加	296	282	328	363
营业费用	109	124	135	161
管理费用	73	90	103	121
财务费用	-42	-111	-184	-249
资产减值损失	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	3	4
营业利润	917	1399	1706	2221
营业外收入	59	48	50	52
营业外支出	4	6	7	5
利润总额	973	1442	1749	2268
所得税	249	346	420	533
净利润	724	1096	1329	1735
少数股东损益	19	34	54	56
归属母公司净利润	705	1062	1275	1679
EBITDA	985	1395	1633	2089
EPS (元)	1.26	1.90	2.28	3.00

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	21.8%	24.7%	14.3%	25.2%
营业利润	26.5%	52.5%	21.9%	30.2%
归属于母公司净利润	33.7%	50.8%	20.0%	31.7%
获利能力				
毛利率	59.9%	63.3%	64.9%	64.9%
净利率	31.2%	37.7%	39.6%	41.6%
ROE	24.2%	26.8%	24.3%	24.3%
ROIC	-49.1%	-51.2%	-69.6%	-62.8%
偿债能力				
资产负债率	51.3%	49.8%	41.9%	40.5%
净负债比率	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	0.85	1.42	1.74	1.93
速动比率	0.58	1.07	1.35	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.39	0.37	0.38
应收账款周转率	24	23	22	24
应付账款周转率	1.84	1.87	1.92	1.98
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.90	2.28	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	2.62	1.66	4.03
每股净资产(最新摊薄)	5.19	7.09	9.37	12.36
估值比率				
P/E	28.53	18.92	15.77	11.97
P/B	6.91	5.06	3.83	2.90
EV/EBITDA	16	11	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

樊俊豪: 连锁零售、文娱轻工行业分析师，中山大学金融学硕士，通过 CFA 二级考试，1 年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011 年加盟中投证券。**2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、苏宁电器、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份、物产中大、新华都、天音控股、中顺洁柔等。

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳，百货零售行业分析师，中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所，3 年机构销售从业经验，1 年行业研究经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434