

商业物业经营

署名人: **樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 41.00元

当前股价: 35.90元

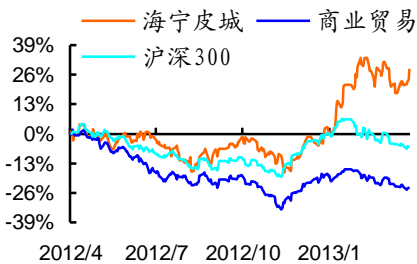
评级调整: 维持

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_春节各市场客流再超预期, 13年公司提租亦有望超预期 2013-02-25
- 海宁皮城_稀缺品种+低估值高成长, 演绎大行情 2013-03-08
- 海宁皮城_坚定看好确定性成长逻辑, Q1业绩预增 70%以上再超预期 2013-04-22

请务必阅读正文之后的免责条款部分

海宁皮城

002344

强烈推荐

高毛利率租赁业务有望驱动 Q2 业绩进一步提速, 持续强烈推荐

公司公告 2013 年一季报, 实现营收 5.95 亿元, 同比增 51.39%; 实现归属净利润 1.98 亿元, 同比增 88.47%; 每股 EPS0.35 元, ROE6.58%, 同比增 2.2 个百分点; 公司预告 2013 年上半年归属净利润 5.66 亿 - 6.55 亿, 同比增 90% - 120%。

投资要点:

- 在零售行业 Q1 业绩普遍低预期的环境下, 公司靓丽的一季报再次验证我们对海宁皮城零售板块里稀缺品种的判断。公司 Q1 业绩 0.35 元, 略高于我们此前预期的 0.34 元, 高毛利率的商铺租赁业务高增长是公司 Q1 业绩高增长的主因。
- Q1 公司收入、利润质量均进一步改善。据测算, Q1 公司 5.95 亿元总收入中, 商铺租赁业务(含综合管理服务, 下同)约贡献 3.25 亿元(收入占比进一步提升到 54.6%, 2012 年租赁业务收入占比为 42.37%), 地产约结算 0.2 亿元, 商铺出售约结算 1.6 亿元。从利润方面看, Q1 公司 0.35 元 EPS 中, 租赁业务约贡献 EPS 0.31 元(利润占比进一步提升到 88.6%, 2012 年租赁业务利润占比为 69.8%), 地产约贡献 EPS0.01 元, 商铺出售约贡献 EPS0.03 元。公司的收入结构与利润质量均进一步改善。
- Q1 公司综合毛利率同比大幅提升至 67.03%, 创历史新高(同比增加 7.99 个百分点, 环比增加 7.14 个百分点)。原因为公司高达 88% 毛利率的租赁业务, 其收入占比在 Q1 大幅提升。
- Q2 公司高毛利率的租赁业务+成都商铺结算将驱动公司业绩进一步提速, 我们预计公司 Q2 业绩增速 100% 以上。原因: ①新市场的增量租金贡献(武汉市场、海宁五期、成都市场、佟二堡二期裘皮市场); ②老市场提租效应的显现(老市场 2012 年 6 月提租后在 2013 年上半年将贡献增量租金); ③成都市场商铺销售收入结算, 成都商铺总销售收入 4.67 亿元, 毛利率高达 90%, 预计 Q2 会结算一部分。基数的原因会使得公司 2013 年下半年利润增速有所放缓。
- 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、15.7 倍, 相较 2013 年 51%、2014 年 20% 的业绩增速, 估值仍便宜, 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%)、3.00 元(增速 32%)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

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

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
2013-04-22	海宁皮城_坚定看好确定性成长逻辑,Q1 业绩预增 70% 以上再超预期

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2627	5795	6832	9418	营业收入	2262	2819	3223	4035
现金	1353	4005	4868	7139	营业成本	907	1035	1133	1416
应收账款	94	127	139	175	营业税金及附加	296	282	328	363
其它应收款	210	193	265	328	营业费用	109	124	135	161
预付账款	22	35	33	41	管理费用	73	90	103	121
存货	852	1430	1521	1729	财务费用	-42	-111	-184	-249
其他	96	5	6	5	资产减值损失	6	5	5	5
非流动资产	3588	2418	2542	2652	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	5	3	4
固定资产	439	357	270	177	营业利润	917	1399	1706	2221
无形资产	18	18	18	17	营业外收入	59	48	50	52
其他	3130	2043	2255	2458	营业外支出	4	6	7	5
资产总计	6214	8213	9374	12070	利润总额	973	1442	1749	2268
流动负债	3078	4094	3925	4886	所得税	249	346	420	533
短期借款	4	0	0	0	净利润	724	1096	1329	1735
应付账款	552	553	627	800	少数股东损益	19	34	54	56
其他	2523	3540	3298	4085	归属母公司净利润	705	1062	1275	1679
非流动负债	113	0	0	0	EBITDA	985	1395	1633	2089
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	1.90	2.28	3.00
其他	113	0	0	0					
负债合计	3191	4094	3925	4886	主要财务比率				
少数股东权益	116	150	204	260	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	560	560	560	560	成长能力				
资本公积	999	999	999	999	营业收入	21.8%	24.7%	14.3%	25.2%
留存收益	1348	2411	3686	5365	营业利润	26.5%	52.5%	21.9%	30.2%
归属母公司股东权益	2908	3970	5245	6924	归属于母公司净利润	33.7%	50.8%	20.0%	31.7%
负债和股东权益	6214	8213	9374	12070	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