

**商业物业经营**

署名人: **樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

**6个月目标价:** 46.00元

当前股价: 40.66元

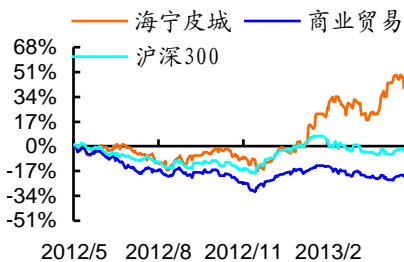
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2282.87
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	502
流通市值(亿)	204
EPS	0.35
每股净资产(元)	5.55
资产负债率	50.2%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	22.10%	24.34%	68.16%
商业贸易	4.38%	-5.68%	8.84%
沪深300	5.43%	-6.48%	19.05%



**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**

**成立全资担保公司, 全方位服务市场商户, 上调目标价**

**公司公告:** 全资子公司海宁皮革城担保有限公司已于近日注册成立, 注册资本 1 亿元。经营范围: 主营融资性担保业务; 兼营非融资性担保业务, 与担保业务有关的财务顾问、咨询中介服务, 按规定以自有资金进行投资。

**投资要点:**

- **成立担保公司, 是公司全方位服务市场商户, 增强公司商户凝聚力的一次有力尝试。** 皮革行业产销季节性强、经营用款高峰集中且企业固定资产相对不足, 融资难一直是制约公司许多商户发展的重要因素。通过设立担保公司, 一方面能完善海宁皮城中小商户的金融服务体系, 缓解中小商户融资担保难、成本高的矛盾, 促进商户健康发展; 另一方面, 担保公司将主要针对皮革城租户开展担保业务, 可进一步提高海宁皮城对商户的凝聚力。
- **公司目前自有现金充裕, 设立担保公司无需借助贷款或融资, 可提高资金使用效率, 也能缓解公司的资金闲置压力。** 截至 2013 年一季度, 公司账上共有现金 15.56 亿元, 同时每年能产生现金流十多亿元, 公司的现金流状况非常健康。
- **公司经营担保业务风险可控。** 初期公司的担保对象仅限于公司旗下各皮革市场的经营户, 较高的商铺转租价值, 以及对担保对象经营情况的深入了解与及时跟踪, 我们认为公司经营担保业务的风险可控。
- **担保业务预计利润贡献有限, 但对公司租金的稳定增长, 以及外延扩张的持续推进意义较大。** 根据担保公司的平均收益率及杠杆率, 同时考虑到公司初期在开展担保业务时可能偏谨慎, 我们预计该业务贡献利润将较为有限, 预计初期每年新增利润 500 - 800 万元, 增厚 EPS 0.01 - 0.02 元。**公司的内生提租+外延扩张成长路径离不开商户盈利能力的提升, 若担保业务推出后, 商户的融资效率能有效提升, 则商户的盈利能力与扩张能力有望得到显著增强, 公司“内增外延”战略的基础将进一步得到夯实。**
- **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 21 倍、17.8 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!**
- **上调目标价至 46 元, 持续“强烈推荐”:** 维持公司 2013 - 2015 年的盈利预测 1.90 元 (增速 51%)、2.28 元 (增速 20%)、3.00 元 (增速 32%) 不变, 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, 担保公司的成立能提升估值, 上调 6 个月目标价至 46 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	32.32	21.43	17.86	13.56
P/B	7.83	5.74	4.34	3.29
EV/EBITDA	19	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

## 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
2013-04-26	海宁皮城_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

**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
<b>流动资产</b>	2627	5795	6832	9418	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	6214	8213	9374	12070	<b>利润总额</b>	973	1442	1749	2268
<b>流动负债</b>	3078	4094	3925	4886	所得税	249	346	420	533
短期借款	4	0	0	0	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	705	1062	1275	1679
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	3191	4094	3925	4886	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	116	150	204	260	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	560	560	560	560	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	6214	8213	9374	12070	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.32	21.43	17.86	13.56
					P/B	7.83	5.74	4.34	3.29
					EV/EBITDA	19	13	11	9

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、中百集团、人人乐、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