

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

海宁本部二期四楼招租超预期, 上调公司盈利预测及目标价

6-12个月目标价: 26.00元

当前股价: 20.15元

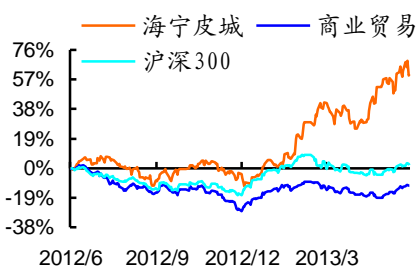
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2299.25
总股本(百万)	1120
流通股本(百万)	1012
流通市值(亿)	204
EPS	0.18
每股净资产(元)	2.77
资产负债率	50.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	5.58%	16.13%	73.45%
商业贸易	9.24%	-0.10%	19.84%
沪深300	6.50%	-2.50%	22.42%



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
- 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 2013-04-26
- 海宁皮城_成立全资担保公司, 全方位服务市场商户, 上调目标价 2013-05-20

投资要点:

- **租金水平大超市场预期, 原因:** ①**商铺供不应求**, 拟招租商铺155间, 参与投标商户730户; ②**毛皮服饰2012年销售情况好, 发展前景广阔**。目前海宁本部除一四期过街天桥(建筑面积2152平米)外, 并无专门定位销售毛皮服饰的区域, 该楼层定位较为稀缺; ③**第一年租金包含商铺承租权费**(即承租商户未来有权进行一次商铺转让, 获取商铺转让收益), 故商户愿意给出高溢价。二期四楼商铺的租金水平高达5353.4元/平米/月, 显著高于周边同类同地段商铺约168元/平米/月的租金水平, 我们预计其第二个租赁年度租金水平将下降至180元/平米/月。
- 此次招投标租金尽管包含承租权费, 但高达5353.4元/平米/月的水平, 还是从侧面反映了公司目前各市场的租金水平与市场化租金有较大差距, 未来海宁本部市场的租金还有较大提租空间。
- **二期四楼的这种招租模式, 我们认为或许代表者公司一种新的租赁模式, 这样做的好处:** ①以承租权费将商铺以近似销售的价格租赁出去, 同时商铺所有权仍归公司所有, 未来继续可以每年收取租金(可正常提租); ②此种模式也便于对公司目前低于市场租金水平的商铺进行价值重估。
- **未来不排除二期四楼的这种招租模式在海宁其它市场实行的可能**。海宁的承租权招租模式, 在经过海宁四期、成都市场、海宁一四期过街天桥等项目的不断摸索后, 已日趋成熟, 未来公司有可能会对海宁的其它已开业市场(如二期市场B座的2、3楼), 按照二期四楼的这种招租模式, 对商铺进行价值重估。
- **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19.5倍、16倍, 相较2013年64%、2014年22%的业绩增速, 估值仍偏低; ③**坚定看好公司的业绩确定性成长逻辑, 下跌即买入良机!**
- **上调盈利预测及目标价, 持续“强烈推荐”:** 考虑10送10后, 我们上调公司2013-2015年EPS至1.03/1.26/1.57元(原为0.95/1.14/1.50元), 海宁皮城是**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, 坚定看好公司投资价值, 上调目标价至26元(对应2014年20倍PE), “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	2979	3463	4142
收入同比(%)	22%	32%	16%	20%
归属母公司净利润	705	1159	1410	1753
净利润同比(%)	34%	64%	22%	24%
毛利率(%)	59.9%	65.2%	67.1%	65.8%
ROE(%)	24.2%	29.5%	26.4%	24.7%
每股收益(元)	0.63	1.03	1.26	1.57
P/E	32.03	19.48	16.00	12.87
P/B	7.76	5.75	4.23	3.18
EV/EBITDA	19	12	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 年业绩快速成长
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成长
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 年持续快速成长,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
2013-05-20	海宁皮城_成立全资担保公司,全方位服务市场商户,上调目标价
2013-05-22	海宁皮城_哈尔滨项目成功拿地,全国化扩张快速推进

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	5917	7122	9681	营业收入	2262	2979	3463	4142
现金	1353	4105	5122	7388	营业成本	907	1038	1138	1416
应收账款	94	134	149	180	营业税金及附加	296	298	346	373
其它应收款	210	204	284	336	营业费用	109	131	166	166
预付账款	22	35	34	41	管理费用	73	95	111	124
存货	852	1434	1527	1729	财务费用	-42	-113	-191	-259
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	1530	1891	2321
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	8335	9664	12332	利润总额	973	1573	1934	2368
流动负债	3078	4256	4115	4971	所得税	249	377	464	557
短期借款	4	0	0	0	净利润	724	1195	1470	1812
应付账款	552	555	629	800	少数股东损益	19	37	60	58
其他	2523	3701	3485	4171	归属母公司净利润	705	1159	1410	1753
非流动负债	113	0	0	0	EBITDA	985	1523	1811	2179
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	1.03	1.26	1.57
其他	113	0	0	0					
负债合计	3191	4256	4115	4971	主要财务比率				
少数股东权益	116	153	212	271	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	560	1120	1120	1120	成长能力				
资本公积	999	439	439	439	营业收入	21.8%	31.7%	16.2%	19.6%
留存收益	1348	2367	3777	5531	营业利润	26.5%	66.8%	23.6%	22.7%
归属母公司股东权益	2908	3926	5337	7090	归属于母公司净利润	33.7%	64.4%	21.7%	24.3%
负债和股东权益	6214	8335	9664	12332	获利能力				
					毛利率	59.9%	65.2%	67.1%	65.8%
					净利率	31.2%	38.9%	40.7%	42.3%
					ROE	24.2%	29.5%	26.4%	24.7%
					ROIC	-49.1%	-52.4%	-71.2%	-63.8%
					偿债能力				
					资产负债率	51.3%	51.1%	42.6%	40.3%
					净负债比率	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.85	1.39	1.73	1.95
					速动比率	0.58	1.05	1.36	1.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.41	0.38	0.38
					应收账款周转率	24	24	22	23
					应付账款周转率	1.84	1.88	1.92	1.98
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	1.03	1.26	1.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.52	0.96	2.00
					每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.51	4.76	6.33
					估值比率				
					P/E	32.03	19.48	16.00	12.87
					P/B	7.76	5.75	4.23	3.18
					EV/EBITDA	19	12	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