



# 项目储备充分，提租能力依然强劲

买入 首次

目标价格：23元

## 报告摘要：

- **存量项目提租能力强，整体可达10%。**公司存量项目提租情况良好：1、异地项目：13年提租幅度都在20%以上，其中成都市场在30%以上。2、海宁本部：13年提租幅度整体在5%-10%，其中一期预计提租幅度在5%以下，二期项目提租估计在10%左右，（C座提租空间约为40%，B座估计一般）。另外，公司发布海宁本部B座四楼招租投标总金额为40,123.51万元，合每平方米5,353.4元/月。
- **储备项目充分，北京项目进展略低于预期。**1、北京项目：一直慢于预期，主要原因并非公司所致。主要是立项受到朝阳区和北京市劳动力安置政策不统一的影响搁置。2、西安项目：已经签订了意向书。西安项目预计表现可能略弱于成都。3、哈尔滨项目：13年5月奠基，14年9月开业，14年春节之后就招租。从目前企业的反馈和消费者的热情看，都远远好于成都。哈尔滨距离佟二堡比较远，没有干扰。佟二堡三期项目：市场部分3月开工，预计2014年下半年开业。5、海宁六期的第一期：主要是辅料市场，大概在2014年四季度。
- **物业出售结算进度符合预期。**1、2013年物业结算：主要包括三部分，（1）成都项目销售4.67亿，（2）本部三期不到2个亿（我们推测前两者都会在半年报之前结算），以及（3）东方艺墅销售3亿元（尚不能确定）。2、2014年物业结算：（1）斜桥项目销售4个亿，（2）海宁五期分酒店式公寓（3）三期项目的一部分销售。
- **电商冲击、奢侈品增速下滑的威胁尚不明显。**公司一直在做电商方面的探索，目前由于皮革的高单价、小品牌、体验性等特征，尚未感受到明显冲击。皮革商品收到电商冲击目前来看较小。另外，皮革制品加价率本身就不高，且更多受益于消费升级，并非奢侈品范畴不会受到政策压制，更受到气候和宏观经济影响。
- **盈利预测和投资建议。**我们看好公司良好的外延扩张复制能力以及提租能力，预计公司2013-2015年EPS分别为0.93、1.05和1.40元，按照13年PE25X，目标价23元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1856.49	2261.55	2902	3145	3948
增长率(%)	82.03%	21.82%	28.32%	8.39%	25.52%
归母净利润(百万)	527.02	704.56	1042	1173	1570
增长率(%)	110.07%	33.69%	47.82%	12.65%	33.82%
每股收益	0.471	0.629	0.930	1.048	1.402
市盈率	40.89	30.58	20.69	18.37	13.72

## 消费服务研究组

### 分析师：

陈炫如(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

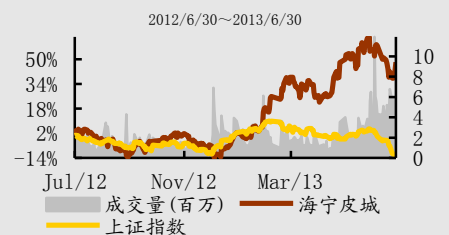
### 研究助理：

姜天骄

电话：010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

- 行业持续低迷，各地企业大力促销  
2013-05-29
- 一季度网络购物市场增速放缓  
2013-05-14
- 中国零售何去何从？系列报告之一  
2013-05-10
- 雅安地震对相关零售企业影响有限  
2013-05-02
- 一季度消费品零售总额增速同比放缓  
2013-04-23
- 50家零售数据显示终端回暖缓慢  
2013-04-15
- 关注抗周期和拐点型投资机会  
2013-03-28
- 3月重“防御”和“增长确定性”  
2013-02-26

## 目录

一、已经开业项目提租能力强劲 .....	3
二、储备项目如期进展，北京项目略低预期.....	3
三、物业出售结算符合预期 .....	4
四、长期外延扩张空间仍然广阔 .....	4
五、电商冲击、奢侈品增速下滑的威胁尚不明显.....	4

## 一、已经开业项目提租能力强劲

1、**异地项目**：13年提租幅度都在20%以上，其中成都市场在30%以上。

2、**海宁本部**：13年提租幅度整体在5%-10%，其中一期预计提租幅度在5%以下，二期项目提租估计在10%左右，（C座提租空间约为40%，B座估计一般）。

另外，公司发布海宁本部B座四楼招租情况公告，公司将该四楼的商品定位从皮革服装调整为毛皮服饰。在2013年5月31日招租投标会上，155间商铺全部招租成功，投标总金额为40,123.51万元，合每平方米5,353.4元/月。大幅超过四期裘皮广场每平方米608元/月的投标租金。

3、**武汉加盟模式**：当这是公司对市场一种新的尝试。主要考虑到当时的情况，而且武汉的商业竞争非常激烈，所以公司通过这样一种方法以更好地融入武汉市场，每年收取3000万元的加盟费。

4、**成都地区**：成都做的一般，要看是否成功还是有待于三年的检验。一开始第一个月做的不好。从盈利来看，成都作为新开市场不错了，从盈利角度，第一年盈利很少，如果承租权费作为收益，1/3摊销。成都市场相对于原来几个市场，具有较强的竞争力，但是周边消费还没有调动起来，主要是成都市内，德阳，绵阳等等成都之外地区不多。成都商铺销售一季度确认1000-2000万，半年报确认1亿多。成都二期要做点调整，本来有写字楼和酒店式公寓，但是因为不是市中心，所以预计写字楼会比较难出租，所以会考虑修改。

## 二、储备项目如期进展，北京项目略低预期

1、**北京项目**：一直慢于预期，主要原因并非公司所致，由于北京项目是集体用地，合作方式建设，拆迁和立项成为工作难点，主要是立项。朝阳区和北京市劳动力安置政策不统一，双方对劳动力安置产生巨大分歧。前期主要是遇到立项上的问题，12年完成初步设计，公司也组建起来。等待立项，拆迁由地方政府负责，4月1日开始拆迁，进度还是比较快的。目前关于什么时候能够开业的进度一直不能确定。

2、**西安项目**：签订了意向书。西安项目应该不如成都，总的需求量不是特别旺盛，对服装的喜好性没有东北强，购买力没有成都强，西安是辐射不到西部地区，兰州反而能辐射到西宁。目前还没有具体时间表。

3、**哈尔滨项目**：哈尔滨肯定比成都要好，从目前企业的反馈和消费者的热情看，都远远好于成都。哈尔滨距离佟二堡比较远，没有干扰。哈尔滨其实更像成都，是一个销地市场，不是产地市场，佟二堡是当地商铺占主导，哈尔滨主要是海宁带过去的。13年5月奠基开工，预计11月份实现土建结项，14年9月开业，14年春节之后就招租。

4、**佟二堡三期项目**：市场部分3月开工，预计2014年下半年开业。

5、**海宁六期的第一期**：主要是辅料市场，大概在2014年四季度。

### 三、物业出售结算符合预期

1、2013 年物业结算：主要包括三部分，（1）成都项目销售 4.67 亿，（2）本部三期风尚中心销售还有一点，今年结算不完，租金很低，实际上是办公楼，对销售能力承受很高，但是对租赁价格承受能力不高，所以会考虑销售一部分，主要可能是在 14 年结算，（我们推测前两者都会在半年报之前结算），以及（3）东方艺墅销售 3 亿元（尚不能确定，今年看能卖多少结算多少，公司并不急着销售）。

2、2014 年物业结算：（1）斜桥项目销售 4 个亿，（2）以及海宁五期，海宁五期也有一部分酒店式公寓，没有租也没有用，下半年能完工。应该会在 14 年销售。（3）三期的一部分销售。

### 四、长期外延扩张空间仍然广阔

长期来看，乌鲁木齐、呼和浩特、兰州、济南、重庆等地都没有重复覆盖区域，都可以成为潜在项目，另外长春也是可以考虑的一个地方。公司未来相当长一段时间在外延扩张方面还不会遇到瓶颈。

### 五、电商冲击、奢侈品增速下滑的威胁尚不明显

电商未来一定是一个主流趋势。淘宝最快速扩张时期可能已经过去，天猫可能会有进一步发展，未来网上消费实力可能会更强，消费更理性一些。电子商务是大势所趋，不可能没有影响。

公司一直在做电商方面的探索，找不到好的方式。花了很多钱投入去做，其实真正成功也就这么几家，义务、金华都在搞，杭州四季青也在搞，但都没有很好的成功的案例。

一方面是必然规律，肯定占一大块，但具体占比没法预测。但是从目前时点静态来看，一定是实体为主。而且皮革的特征是：（1）客单价相对较高，（2）知名品牌较少，难以在网上渠道形成规模，需要依赖专业市场；（3）皮衣版型非常重要，需要试穿体验，才能购买到满意的商品。因此，皮革商品收到电商冲击目前来看较小。

从今年的客流量来看，对电商的冲击并不明显，在经济整体低迷的情况下，1-5 月总体增速持平，小车增加一些，大巴减少一些。

另外，其实海宁皮城的大多数商品并不属于“奢侈品”范畴，一方面皮革制品加价率本身就不高，不属于奢侈品高加价率的范畴；另一方面，皮革更多受益于消费升级，而不是一种高不可攀的奢侈品；第三，皮革制品因为需要试穿体验，以及价格并不昂贵，因此不会成为礼品市场的主流。因此不会受到政策压制，和“奢侈品”一样受到严重打击。

表 1: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,261.55	2,901.92	3,145.50	3,948.21	<b>收益率</b>				
减: 营业成本	907.14	951.18	958.51	1080.75	毛利率	59.89%	67.22%	69.53%	72.63%
营业税金及附加	295.75	379.50	411.35	516.32	三费/销售收入	6.18%	6.30%	6.57%	6.05%
营业费用	108.67	141.38	183.75	241.47	EBIT/销售收入	41.07%	47.52%	48.40%	51.07%
管理费用	73.14	87.09	105.89	129.58	EBITDA/销售收入	45.92%	59.62%	59.56%	59.83%
财务费用	-42.04	-45.60	-82.86	-132.30	销售净利率	32.00%	36.87%	38.32%	40.85%
资产减值损失	6.25	4.50	4.50	4.50	<b>资产获利率</b>				
加: 投资收益	4.74	0.00	0.00	0.00	ROE	24.23%	26.37%	22.90%	23.46%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.80%	16.04%	17.81%	15.73%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	57.80%	50.46%	115.79%	153.66%
<b>营业利润</b>	<b>917.37</b>	<b>1383.87</b>	<b>1564.37</b>	<b>2107.88</b>	<b>增长率</b>				
加: 其他非经营损益	55.29	42.72	42.72	42.72	销售收入增长率	21.82%	28.32%	8.39%	25.52%
<b>利润总额</b>	<b>972.66</b>	<b>1426.59</b>	<b>1607.09</b>	<b>2150.60</b>	EBIT 增长率	30.86%	48.49%	10.39%	32.45%
减: 所得税	248.87	356.65	401.77	537.65	EBITDA 增长率	32.18%	66.61%	8.28%	26.08%
<b>净利润</b>	<b>723.79</b>	<b>1069.94</b>	<b>1205.32</b>	<b>1612.95</b>	净利润增长率	28.20%	47.82%	12.65%	33.82%
减: 少数股东损益	19.23	28.43	32.03	42.86	总资产增长率	24.87%	46.31%	-0.60%	49.96%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>704.56</b>	<b>1041.51</b>	<b>1173.29</b>	<b>1570.09</b>	股东权益增长率	24.07%	35.82%	29.71%	30.65%
					经营营运资本增长率	-151.62%	-46.50%	17.02%	-69.42%
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	<b>资本结构</b>				
货币资金	1063.79	3164.27	4367.08	7558.32	资产负债率	48.56%	52.40%	38.01%	46.08%
应收和预付款项	325.72	420.43	384.06	618.50	投资资本/总资产	33.80%	11.14%	11.27%	-4.73%
存货	852.16	1734.54	872.08	2066.97	带息债务/总负债	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	90.80	90.80	90.80	90.80	流动比率	0.85	1.23	1.82	1.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.51	0.82	1.52	1.41
投资性房地产	3072.43	2740.53	2408.63	2076.72	股利支付率	19.87%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	439.45	423.22	406.98	390.74	收益留存率	80.13%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	18.24	16.17	14.10	12.04	<b>资产管理效率</b>				
其他非流动资产	14.98	9.57	4.16	4.16	总资产周转率	0.38	0.34	0.37	0.31
<b>资产总计</b>	<b>5877.58</b>	<b>8599.52</b>	<b>8547.89</b>	<b>12818.25</b>	固定资产周转率	5.15	6.86	7.73	10.10
短期借款	3.80	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	24.16	23.28	28.10	21.34
应付和预收款项	2575.25	4231.06	2974.11	5631.51	存货周转率	1.06	0.55	1.10	0.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>业绩和估值指标</b>				
其他负债	274.81	274.81	274.81	274.81	EBIT	928.76	1379.13	1522.36	2016.44
<b>负债合计</b>	<b>2853.86</b>	<b>4505.87</b>	<b>3248.91</b>	<b>5906.32</b>	EBITDA	1038.50	1730.24	1873.48	2362.14
股本	560.00	560.00	560.00	560.00	NOPLAT	649.40	1002.31	1109.73	1480.29
资本公积	999.41	999.41	999.41	999.41	净利润	704.56	1041.51	1173.29	1570.09
留存收益	1348.49	2390.00	3563.29	5133.38	EPS	0.629	0.930	1.048	1.402
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2907.90</b>	<b>3949.41</b>	<b>5122.70</b>	<b>6692.78</b>	BPS	2.596	3.526	4.574	5.976
少数股东权益	115.81	144.25	176.28	219.14	PE	30.58	20.69	18.37	13.72
<b>股东权益合计</b>	<b>3023.72</b>	<b>4093.66</b>	<b>5298.98</b>	<b>6911.92</b>	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	5877.58	8599.52	8547.89	12818.25	PB	7.41	5.46	4.21	3.22
					PS	9.53	7.43	6.85	5.46
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	PCF	15.96	10.64	19.84	7.12
经营性现金净流量	1350.31	2024.78	1086.04	3025.04	EV/EBIT	10.61	5.64	4.35	1.72
投资性现金净流量	-1155.30	32.04	32.04	32.04					
筹资性现金净流量	-154.68	43.66	84.73	134.16					
<b>现金流量净额</b>	<b>39.61</b>	<b>2100.48</b>	<b>1202.81</b>	<b>3191.24</b>					

**作者简介:**

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5年证券行业从业经验, 2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

姜天骅: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。