



商铺销售贡献业绩高增长 97%

买入 维持

目标价格：20.00 元

报告摘要：

- **中报摘要。**13年上半年实现营业总收入 16.95 亿元，同比增长 72.67%；归属母公司净利润 5.86 亿元，同比增长 96.73%。收入和净利润高速增长主要来自商铺销售结算大幅增长所致。上半年实现 EPS0.523 元。
- **新储备项目充分，推进进度正常。**1、哈尔滨项目：13 年 5 月 28 日奠基，预计 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。2、佟二堡三期项目已于 5 月 20 日奠基，预计 2014 年下半年开业。3、海宁六期已经初步完成规划设计方案，等待国土部门供地，第一期主要是辅料市场，大概在 2014 年四季度。4、北京项目仍未取得立项批复。5、天津、西安、济南、呼和浩特等地项目考察洽谈顺利开展。
- **存量项目提租能力强，整体可达 10%。**存量项目提租情况良好：异地项目：提租幅度都在 20% 以上，其中成都市场在 30% 以上。海宁本部：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
- **上半年客流稳步增长 2%，调整经营招租情况较为顺利。**1-6 月海宁本部客流量 178.5 万人次，同比增长 2%。各分市场基本完成商铺续租工作，租金水平同比均实现一定幅度增长。本部市场欧洲品牌一条街基本完成进驻签约；顺应市场需求，调整市场经营结构，本部 B 座四楼皮革区、EF 座 5-7 楼皮装批发区以及裘皮大厦顺利完成招租。
- **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 PE22X，目标价 20 元，维持“买入”评级。

消费服务研究组

分析师：

陈炫如 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

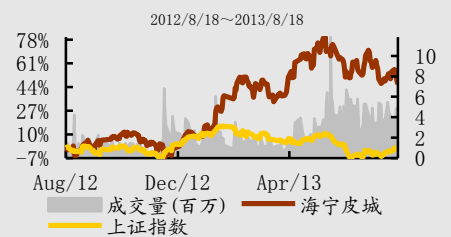
研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

项目储备充分，提租能力依然强劲

2013-06-30

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

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2013Q1	Q1 变动	2012 Q2	2013Q2	2013Q2 相对 2012Q2 变动
营业收入	393.29	595.39	202.10	588.19	1,097.55	509.37
营业收入增速 YOY	33.61%	51.39%	17.77%	-20.11%	86.60%	106.71%
营业成本	161.10	196.33	35.23	221.96	269.82	47.86
综合毛利率 (左)	59.04%	67.03%	7.99%	62.26%	75.42%	13.15%
综合毛利率变动幅度	5.39%	7.99%	2.59%	1.98%	13.15%	11.17%
营业税金及附加	51.24	79.25	28.01	84.27	270.02	185.75
销售费用	26.59	34.14	7.55	7.66	23.11	15.45
销售费用增速	15.49%	28.39%	12.90%	-40.38%	201.55%	241.93%
管理费用	15.86	18.93	3.07	15.73	16.83	1.09
管理费用增速	50.55%	19.36%	-31.19%	27.66%	6.95%	-20.71%
财务费用	-5.28	-2.73	2.55	-12.03	-14.28	-2.25
期间费用率	9.45%	8.45%	-1.00%	1.93%	2.34%	0.40%
销售费用率	6.76%	5.73%	-1.03%	1.30%	2.11%	0.80%
管理费用率	4.03%	3.18%	-0.85%	2.67%	1.53%	-1.14%
财务费用率	-1.34%	-0.46%	0.88%	-2.04%	-1.30%	0.74%
资产减值损失	-0.43	-0.51	-0.07	4.79	5.62	0.83
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	1.28	1.28	0.28	2.98	2.69
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	144.21	271.26	127.05	266.08	529.28	263.20
加: 营业外收入	0.01	0.40	0.39	2.61	0.35	-2.25
减: 营业外支出	0.50	0.69	0.20	0.76	1.56	0.79
其中: 非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.01
利润总额	143.73	270.98	127.25	267.92	528.08	260.15
减: 所得税	36.09	67.74	31.65	68.18	132.12	63.94
净利润	107.64	203.23	95.60	199.74	395.96	196.22
减: 少数股东损益	2.68	5.41	2.73	7.03	8.17	1.15
归属于母公司所有者的净利润	104.96	197.82	92.86	192.71	387.78	195.07
归母净利润增速	47.33%	88.47%	41.14%	33.68%	101.22%	67.54%
销售净利率 (右)	26.69%	33.23%	6.54%	32.76%	35.33%	2.57%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 分行业收入和毛利率情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
商铺及配套物业租赁	465.67	54.45	88.31%	43.98%	97.04%	-3.15%
商铺及配套物业销售	666.38	135.02	79.74%	275.07%	101.97%	17.37%
住宅开发销售	139.65	54.90	60.69%	-45.15%	-53.33%	6.89%
综合管理服务费	172.09	11.45	93.35%	241.04%	-3.09%	16.76%
商品销售	200.84	193.73	3.54%	37.40%	37.56%	-0.12%
酒店服务	25.16	15.46	38.54%	3.30%	-10.37%	9.37%
担保服务(已赚担保费)	1.74	0.00	100%			

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 销售费用

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
市场推广宣传费	38.20	18.56	105.82%
业务经费	14.51	12.69	14.33%
运输及保险费	0.49	0.90	-45.24%
职工薪酬	2.89	1.32	118.28%
其他	1.16	0.78	48.62%
合计	57.25	34.26	67.13%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 4: 管理费用

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
职工薪酬	13.23	10.92	21.19%
折旧及摊销费	10.65	6.39	66.80%
办公经费	5.10	8.57	-40.53%
中介费	1.64	0.58	182.24%
税金	2.77	2.86	-2.91%
业务招待费	0.85	0.65	30.61%
其他	1.50	1.62	-7.20%
合计	35.75	31.59	13.18%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 5: 财务费用

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
利息支出	0.34	0.11	196.42%
利息收入	-19.76	-17.52	12.79%
汇兑损益	2.00	-0.30	-762.03%
其他	0.42	0.41	2.79%
合计	-17.01	-17.30	-1.71%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

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。

姜天骄: 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、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、新华都、欧亚集团

机构销售团队

类别	姓名	电话1	电话2	邮箱	
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

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。