

海宁皮城 (002344.SZ)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

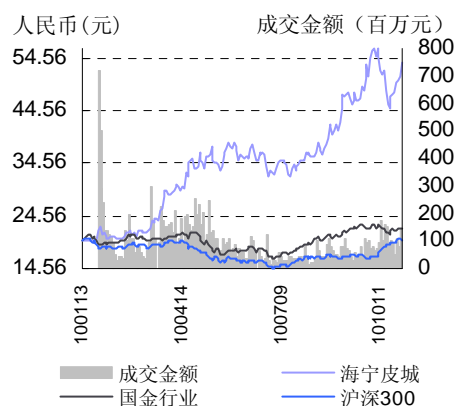
市价(人民币): 53.80元

静待后续新项目

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	70.00
总市值(百万元)	15,064.00
年内股价最高最低(元)	56.37/19.82
沪深 300 指数	3481.08
中小板指数	7227.43



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.403	0.464	0.884	1.523	1.941
每股净资产(元)	2.10	2.59	7.49	8.82	10.53
每股经营性现金流(元)	-0.10	1.75	0.92	1.83	3.67
市盈率(倍)	N/A	N/A	60.86	35.39	27.73
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	4.61%	15.04%	154.23%	72.7%	26.79%
净资产收益率(%)	19.22%	17.93%	9.06%	16.56%	17.47%
总股本(百万股)	210.00	210.00	280.00	280.00	280.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 海宁皮城 10 年前 3 季度实现收入 7.23 亿元, 同比增长 92.7%; 实现净利润 1.67 亿元同比增长 194.5%; 每股收益 0.61 元, 略超预期。

经营分析

- **3 单季度收入增长主要来自内生性租金提价, 4 季度收入增长有望提速:** 公司前 3 季度收入增长主要得益于内生性租金提价, 一、二期市场的提价幅度大于我们此前 20%左右的预期。4 季度随着佟二堡项目和本部四期项目的开业, 为公司带来外延式的收入增长源泉。
- **3 季度利润增长包含非经常性损益:** 公司收购江苏显通置业有限公司投资成本小于投资时应享有的净资产公允价值产生 3300 万元左右的非经常性损益, 对 EPS 的贡献达到 0.089 元。据我们了解的情况, 海宁皮城之所以能以低于净资产价格收购显通公司, 是承诺为该资公司提供长期贷款以支持该项目的正常经营。长期贷款的抵押物是该子公司预售商铺的款项。
- **公司上调 10 年全年业绩预期:** 公司在 3 季报中公告 10 年全年业绩有望同比增长 130%-170%, 即 EPS 在 0.80~0.94 元超越市场预期。原因主要是公司原有市场中提价超预期。
- **佟二堡项目试营业效果良好, 后续新项目值得期待:** 我们了解到佟二堡项目试营业得到一致好评。商家对公司新市场的前景非常看好, 认为公司新建的市场对当地皮衣服饰经销的发展起到了划时代的作用。公司管理曾多次表示每年将有 1-2 个新项目的建成投入使用, 目前已接近年末, 考虑到新项目的建设周期等, 我们认为在未来 3 个月内公司将公告新项目的进展, 值得期待。

盈利调整

■ 我们上调公司 2010/2012EPS 到 0.88、1.52 和 1.94 元。

投资建议

■ 维持对公司的买入评级。公司经营模式以收租金为主, 在租金水平确定的情况下 11 年的业绩增长确定性大, 对目前股价形成支撑。按照公司每年新建 1-2 个项目的计划, 后续可能的京津和成渝地区新项目的顺利拓展将对股价产生正面影响, 获得超额收益的可能性较大。

相关报告

1. 《符合预期的高增长》, 2010.8.20
2. 《业绩增长确定, 后续扩张可期》, 2010.7.26
3. 《高速发展的皮革专业市场经营企业》, 2010.1.11

贾仁栋 分析师 SAC 执业编号: S1130210040001
(8621)61038227
jiard@gjzq.com.cn

文瑶 联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

图表 1: 异地扩张分析

项目名称	已有异地项目			预期项目
	佟二堡	河南新乡	江苏显通	某地区项目
洽谈周期(年)	2年左右	2年左右	2年左右	2年左右
占地面积(平米)	83173.64		20000.00	85714.29
容积率	2.10		2.60	2.10
总建筑面积(平米)	174536.00	50000.00	51948.63	180000.00
市场规划面积(平米)	158000.00		30000.00	
配套商务酒店(平米)	16536.00		20000.00	
市场可租售面积(平米)	95757.00		30000.00	99000.00
可租售面积占总建筑面积比重%	0.55			0.55
工程周期	2年			2年
开工	40026.00	40238.00	09年试营业	2011.00
市场部分完工	40452.00	40817.00		2012.00
整体完工	2011年			2013.00
总投资(万元)	44172.00	12000.00	10689.71	56056.50
土地(万元)	6363.00		299.99	12856.50
折合每亩地价(万元/亩)	51.00		10.00	100.00
楼面地价(元/平米)	364.57		57.75	714.25
建筑成本(元/平米)	2166.26		2000.00	2400.00
折旧+摊销(万元/年)	1419.38		354.22	1761.41
租金(元/平米)	1440.00	1000.00	300.00	1440.00
租金收入(万元)	11986.56	5000.00	1558.46	14256.00
主营成本(万元)	1419.38	285.71	354.22	1761.41
营业税及附加(万元)	2157.58	900.00	280.52	1710.72
三费(万元)	1000.00	800.00	800.00	1000.00
利润总额(万元)	7409.60	3300.00	123.72	9783.87
净利润(万元)	5557.20	1262.25	64.95	7337.90
EPS(元)	0.20	0.05	0.00	0.26
投入资金(万元)	20803.80	6120.00	1020.00	56056.50
ROIC	26.71%	20.63%	6.37%	13.09%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	2
买入	0	0	1	2	3
持有	0	0	1	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.50	2.38	2.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-01-11	减持		N/A
2 2010-07-26	买入	35.27	36.50 ~ 36.50
3 2010-08-20	买入	40.01	N/A

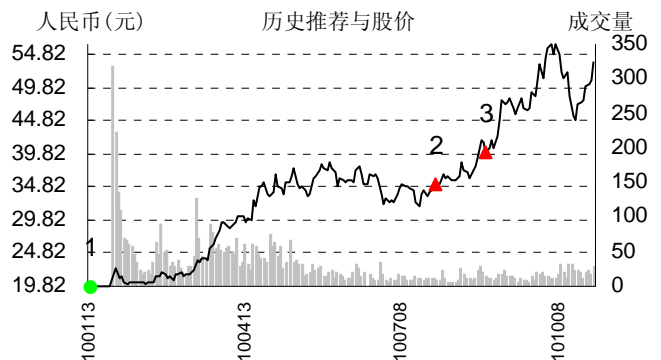
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室