



上市公司公告点评

研究报告
批发和零售贸易

中性调低

海宁皮城 (002344)

2010年3月30日

佟二堡招商超预期得到确认, 后续关注四期项目招商和外延扩张进展

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
luying@htsec.com
SAC 执业证书编号: S0850203100078
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

2010年3月29日收盘于 28.48 元
6个月目标价: 27.30 元

公告内容。公司今日(2010年3月30日)公告佟二堡海宁皮革城初次招商情况, 佟二堡海宁皮革城4层交易市场可租售面积共103258平方米(套内建筑面积), 得房率约64%, 除金融和餐饮用房外的95757平方米商铺2010年3月5日起对外招商选房, 其中, 供出售商铺面积6715平方米, 供租赁商铺面积89042平方米。目前该项目选房工作已基本结束, 正处于缴款签约阶段。

公告简评和投资建议。我们在此前的调研报告中(佟二堡和四期项目招商或超预期, 外延扩张支撑业绩增长, 20100322)提到:“由于市场商铺的供求情况, 佟二堡项目和四期项目的租售价存在较大的超预期空间”。公司公告基本符合我们的预期以及在此预期之下对公司所作的业绩预测。

我们维持对公司 2010 和 2011 年盈利预测, 分别为 0.62 元和 1.22 元, 对应于当前 28.48 元的股价, 2010-2011 年的 PE 分别为 45.94 倍和 23.34 倍。

我们所测算 2011 年 1.22 元 EPS 构成中, 商铺租赁业务贡献收益 0.54 元, 商铺销售业务贡献收益 0.37 元, 房地产销售收益贡献 0.31 元。估值上, 我们认为可以给予商铺租赁业务 30-35 倍 PE (考虑到其商铺租赁业务外延扩张计划以及租金价格有望有序提升等), 给予商铺销售业务 15-20 倍 PE (主要考虑其外延扩张), 而房地产销售按总体期间每股 1 元的净利润贡献计算, 公司估值参考区间在 22.75-27.30 元。

此次佟二堡招商公告是我们此前预期的确认, 我们暂维持 27.30 元的目标价, 由于公司股价经过之前的上涨, 已经超过了我们的目标股价, 从 2010 年 2 月 2 日我们首次给予该公司“增持”评级起, 股价也已经上涨了 40%左右。我们调低投资评级到“中性”。我们仍旧认可公司的业态发展和拓展能力, 并对公司之后的外延扩张抱以积极的预期。此次下调评级仅是出于估值的考虑。

但考虑到市场对公司未来业绩大幅增长的认可, 以及对公司后续四期项目的超预期和持续外延扩张项目的进展, 不排除由于市场持续的乐观情绪, 使公司维持前期较好的股价表现并长期维持较高的估值和溢价。

更为详细的分析, 敬请参阅我们于 2010 年 3 月 22 日推出的调研报告《佟二堡和四期项目招商或超预期, 外延扩张支撑业绩增长》。

公告内容分析。

佟二堡海宁皮革城项目包括一座 4 层的交易市场和一座 14 层的配套商务酒店, 总建筑面积 177328 平方米, 其中交易市场建筑面积 161249 平方米, 商务酒店建筑面积 16079 平方米。项目于 2009 年 8 月开工, 计划 2010 年 10 月交易市场投入使用。

佟二堡项目可供租售商铺面积为 95757 平方米，基本符合我们 95000 平方米的判断，其中供出售商铺面积为 6715 平方米，占可租售面积的 7.01%，低于我们之前 10%（9500 平方米）的预期，商铺平均出售价格为 3.48 万元/平方米，高于我们此前 3.3 万元/平方米的判断；商铺出租方面，可供出租面积为 89042 平方米（占比可租售面积的 92.99%），略高于我们 85500 平方米的预期，第一年租期（2010 年 9 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日）商铺平均出租价格为 75.2 元/平米/月，高于我们此前 66.67 元/平米/月的租价预期。

总体而言，由于市场商铺需求旺盛，公司在招商过程中主动降低原定的 7: 3 的租售比例至高于 9: 1，根据招商公告内容，虽然由于商铺出售比例低于我们预期，导致公司 2011 年可确认的 2.33 亿元商铺出售收入低于我们此前判断的 3.13 亿元，但由于商铺出租面积和价格均超出我们此前预期，并且售价和租价的大幅提高对毛利率的提升作用也较为明显，因此，对我们盈利预测影响不大。而且，我们认为这种提高出租面积比例的措施有利于公司更长时期内的收入和利润增长，对公司业绩的可持续增长具有积极意义。

后续的关注点：四期项目的招商超预期和持续外延扩张能力

在公司佟二堡项目招商超预期得到确认后，我们认为市场后续应继续关注将于 2010 年 11 月开业的四期项目招商能否继续超预期，另外，作为我们对公司的估值基础，其后续的持续外延扩张能力更应该成为市场的关注点所在。

（1）皮革城四期项目：我们此前报告提出：“建筑面积为 5.24 万平米，可租面积约 2.6-3 万平米（按建筑面积的 50-60%），由于裘皮城商铺需求旺盛，预计租金水平开始阶段即可达到一期市场水平，应在 150-200 元/平米/月，年租金收入在 5400 万左右。”因此，作为影响公司 2010-2011 年短期业绩的因素，市场应该继续关注。

（2）外延扩张项目：我们判断，公司未来 2-3 年仍有 3-4 个收购或新建市场的异地扩张，能否保持持续良好的外延扩张能力，是我们判断能否给予公司较高估值的基础，因此，我们认为这一方面更值得市场关注。实际上，我们在此前的调研报告中给予公司 2011 年业绩较高估值水平，已经隐含了未来持续外延扩张能够给公司带来的业绩高成长贡献。

（3）公司高管持有的股票在一年后有 25%左右可上市流通。

相关报告：

海宁皮城调研简报：佟二堡和四期项目招商或超预期，外延扩张支撑业绩增长，维持增持，20100322

海宁皮城 2009 年业绩快报点评：09 年业绩符合预期，未来两年业绩增长潜力较大，维持增持，20100225

海宁皮城公告点评：超募资金用于主业发展，增厚业绩，首次给予“增持”评级，20100202

海宁皮城跟踪报告：高 PE 发行，未来期间业绩增长潜力较大，20100125

海宁皮城新股询价建议：内涵提升与外延扩张并举的皮革市场龙头，20100105

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。