

海宁皮城 (002344): 业绩好于预期, 未来值得期待

增持 (首次)

商业

当前股价: 30.10 元

报告日期: 2010 年 4 月 16 日

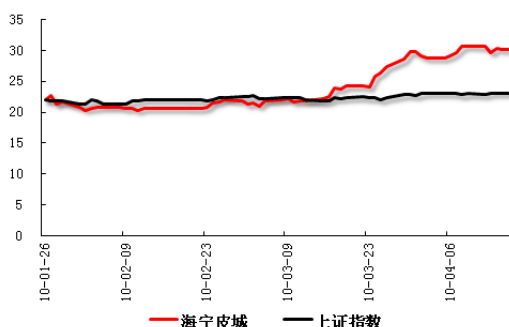
主要财务指标 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	560	890	1247	1435
(+/-%)	-13%	59%	40%	15%
营业利润	110	285	397	446
(+/-%)	-15%	159%	39%	12%
归属于母公司净利润	97	211	294	330
(+/-%)	15%	117%	39%	12%
每股收益 (元)	0.46	0.75	1.05	1.18
市盈率 (倍)	65	40	29	26

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	28000/5600
流通市值 (亿元)	16.86
每股净资产 (元)	2.59
资产负债率 (%)	71.64

股价表现 (最近一年)



天相商业旅游组

021-58824282*834 yanj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年1-12月, 公司实现营业收入5.60亿元, 同比下降13.35%, 营业利润1.10亿元, 同比下降14.94%, 实现归属母公司净利润9736万元, 同比增长15.04%, 实现每股收益0.46元, 高于预期。2009年度分配预案为: 每10股派送现金红利3元 (含税)。
- 可供出售的商铺、物业减少导致营业收入同比下降。公司主营业务是皮革城的市场商铺及配套物业的销售、租赁, 目前收入来源主要包括: 海宁中国皮革城一期市场 (2005)、二期市场 (2007)、出口加工区、皮都大酒店 (2008)、综合商务楼等。2009年公司实现营业收入5.60亿元, 同比下降了13.35%, 其主要原因是2009年可供出售的商铺及配套物业比例较往年大幅减少。目前3期、4期市场、佟二堡项目等尚在建设期内, 预计2010年可逐步出售/出租, 成为确定的业绩增长点。
- 毛利率、期间费用率稳中略降。由于公司业务结构未发生变化, 因此综合毛利率维持稳定, 2009年为40.96%, 同比增长0.72个百分点, 期间费用率12.08%, 同比下降0.02个百分点。
- 利润总额同比持平, 源自营业外收入激增。2009年公司营业利润同比下降14.94%, 但利润总额同比仅下降0.50%, 其主要原因是, 2009年公司实现营业外收入2416.57万元, 同比增长3.1倍, 这部分收入的主要来源是政府补助, 2009年公司获得财政扶持奖励1554万元、房产税返回568万元等, 弥补了营业利润的下降。
- 预收款项同比大幅增加, 2010年收入有保障。2009年公司预收款项达6.79亿元, 同比增加5亿多元, 主要是公司预售东方艺墅房产项目和三期市场东区块所得。随着建设项目逐步完工交付, 2010年起预收款项将可逐步确认收入。
- 确定的业绩增长点: 三期工程+佟二堡+东方艺墅。2010年起, 公司对外扩张的战略会逐步形成新的利润增长点。其中, 总建面20万平的三期市场将逐步交付。同时, 公司跨区域扩张的沈阳佟二堡市场也逐渐可交付使用。公司唯一开发的住宅项目东方艺墅也逐渐进入收获期。预计截至2012年, 公司总租赁面积将增加近18万平方米, 在2009年基础上增加约60%, 规模效应将大大提升公司的盈利能力。
- 盈利预测与投资评级。预计公司2010-2012年EPS为0.75元、1.05元、1.18元, 按4月15日收盘价30.10元计算, 对应动态PE为40X、29X、26X, 首次给予公司“增持”评级。

- **风险提示：** 在建工程进度低于预期、租售情况低于预期及市场竞争等风险。

图表 1：海宁皮城盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	64,586	55,966	89,019	124,672	143,497
增长率	-0.23%	-13.35%	59.06%	40.05%	15.10%
减:营业成本	38,601	33,044	44,649	62,294	72,952
毛利率	40.23%	40.96%	49.84%	50.03%	49.16%
减:营业税金及附加	4,915	5,015	7,834	10,971	12,484
销售费用	2,926	2,507	4,015	5,510	6,185
管理费用	3,074	3,602	3,961	5,461	6,142
财务费用	1,811	652	89	748	1,148
期间费用率	12.10%	12.08%	9.06%	9.40%	9.39%
资产减值损失	-57	142	0	0	0
投资净收益	-372	4	0	0	0
营业利润	12,942	11,008	28,472	39,688	44,586
增长率	9.50%	-14.94%	158.65%	39.39%	12.34%
加:营业外收入	589	2,417	0	0	0
减:营业外支出	115	77	0	0	0
利润总额	13,415	13,348	28,472	39,688	44,586
增长率	7.95%	-0.50%	113.31%	39.39%	12.34%
利润率	20.77%	23.85%	31.98%	31.83%	31.07%
减:所得税费用	3,670	3,496	7,118	9,922	11,147
实际税负比率	27.36%	26.19%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	9,745	9,852	21,354	29,766	33,440
归属母公司所有者的净利润	8,463	9,736	21,098	29,409	33,038
增长率	4.61%	15.04%	116.70%	39.39%	12.34%
净利润率	13.10%	17.40%	23.70%	23.59%	23.02%
少数股东损益	1,282	116	256	357	401
总股本(万股)	21,000	21,000	28,000	28,000	28,000
每股收益(元)	0.30	0.46	0.75	1.05	1.18

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100