



上市公司公告点评

证券研究报告
批发和零售贸易

增 持 维持

海宁皮城（002344）

2011 年 11 月 17 日

投资成都海宁皮革城项目，外延扩张支撑业绩可持续成长

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850511010009
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
SAC 执业证书编号：S0850511040005
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号：S0850511010038
panh@htsec.com
021-23219423

2011 年 11 月 16 日收盘于：25.45 元
6 个月目标价：28.70 元

联系人：李宏科
lhk6064@htsec.com
021-23219671

公司 2011 年 11 月 17 日发布对外投资公告。公司于 2011 年 11 月 16 日以 11887 万元竞得成都新都区北部商城北新干线和新城大道西延线交叉口西北角地块 13.21 万平米（198 亩），公司拟投资 13.63 亿元用于开发建设成都海宁皮革城项目。

简评和投资建议。

投资项目概要。公司本次投资公告是对其 2011 年 1 月 11 日公告项目的延续和确认，同时因竞得土地使用权而公布了具体的投资额和投资规划，以下是本次投资项目的的主要内容：

公司于 2011 年 6 月 20 日以 1 亿元注册资本成立全资的成都海宁公司，该公司于 2011 年 11 月 16 日以 11886.97 万元竞得成都新都区（具体地址为：新都区北部商城北新干线和新城大道西延线交叉口西北角）国有土地使用权，项目土地面积 132077 平米（198.12 亩，其中商业用地 172.76 亩，二类居住用地 25.36 亩）。

公司拟合计投资 13.63 亿元用于成都海宁皮革城项目建设，项目总建面约 45.57 万平米，其中地下停车场 10.53 万平米，地面建筑 35.14 万平米。项目分三期建设，其中一期建设皮革市场 15.98 万平米，二期建设创意总部楼等 14.06 万平米，三期建设配套公寓 5 万平米。整体项目采取分期、滚动方式开发，建设周期约五年，其中一期皮革市场预计总投资 6.63 亿，项目所需资金拟由本公司向成都海宁公司借款 5 亿元，其余由成都海宁公司自筹解决。

我们的观点。本次投资是公司实施外延扩张，推进全国布点战略的继续。该次投资市场建设体量较大，布局成都也使其市场区域结构得以进一步全国化，有利于其扩大在西南地区的影响力，占领西部地区市场份额，提高皮革产品在西部地区的市场容量和消费需求，支撑公司后续年度可持续的业绩成长。

本次 13.21 万平米的拿地规模和 1.19 亿元的拿地成本基本符合其 1 月 11 日公告内容，对应的拿地成本为 900 元/平米（**60 万元/亩，而当地商业用地平均拿地成本为 100 万/亩，住宅用地约 150 万/亩**），楼面成本为 261 元/平米，考虑到市场建设用地均为商业用地且含有 25.36 亩住宅用地，我们认为其拿地成本较便宜。

盈利测算。根据公司公告，该项目拟采取租售结合的方式进行开发运作，一期皮革市场部分按照 9:1 的租售面积比例（租赁费 2012 年为 400 元/平米，2013 至以后为 700 元/平米，出售价格为 25000 元/平米），二期创意总部楼部分按照 5:5 的租售面积比例（租赁费 250 元/平米，出售价格为 5500 元/平米，三期配套公寓楼部分 100% 出售（出售价格为 5000 元/平米）测算，项目静态投资回收期约为 8.5 年。该项目一期皮革市场预计 2011 年 12 月动工，2012 年四季度投入使用，预计将对公司业绩产生积极影响。

据公司公告，我们给出对该项目的 EPS 贡献测算，以供参考。我们假设一期皮革市场将于 2012 年贡献 2 个月租赁收益，并于 2012 年确认市场商铺出售收益，2013 年全年贡献租赁收益；假设创意大楼 2012 年贡献 2 个月租赁收益，确认出售收益；住宅项目 2014 年确认出售收益。同时对租赁和出售收入给出我们的净利率假设。测算该项目 2012-2013 年分别可贡献 0.004 元和 0.034 元租赁 EPS，以及 0.25 元和 0.138 元出售 EPS（**上述预测存在的不确定性在于：皮革市场租赁单价可能大幅高于**

预期；创意大楼及住宅的出售收益确认期间未必如我们预期而有所延后）。

表 成都海宁皮革城 2012-2014 年租赁及出售收益测算

		2012E	2013E	2014E
出租部分	皮革市场租赁面积（平米）	143807	143807	143807
	创意大楼租赁面积（平米）		70313	70313
	合计租赁面积（平米）	143807	214120	214120
	有效租赁面积（平米）	23968	155525	214120
	皮革市场租赁单价（元/平米/年）	400	450	700
	创意大楼租赁单价（元/平米/年）		250	250
	皮革市场租金收入（万元）	959	6471	10066
	创意大楼租金收入（万元）		293	1758
	合计租金收入（万元）	959	6764	11824
	皮革市场租赁成本（万元）	262	1575	1575
	创意大楼租赁成本（万元）		104	625
	成本合计（万元）	262	1679	2200
	毛利（万元）	696	5085	9624
	毛利率（%）	72.62	75.18	81.40
	净利率假设（%）	25.00	28.00	30.00
	净利润（万元）	240	1894	3547
	EPS（元）	0.004	0.034	0.063
出售部分	出售面积（平米）	15979	70313	50000
	出售单价（元/平米）	25000	5500	5000
	出售收入（万元）	39946	38672	25000
	成本（万元）	6999	25000	20000
	毛利（万元）	32947	13672	5000
	毛利率（%）	82.48	35.35	20.00
	净利率假设（%）	35	20	15
	净利润（万元）	13981	7734	3750
	EPS（元）	0.250	0.138	0.067

资料来源：公司 2011 年 11 月 17 日对外投资公告，海通证券研究所

暂维持盈利预测（未包含此次成都项目收益，我们将在近期对公司进行深入跟踪分析后进一步测算）。**预测 2011-2012 年EPS分别为 0.89 元和 1.16 元，对应 2011-12 年业绩增速分别为 97.71%和 31.07%。其中 2011 年EPS中出租和出售业务分别贡献 0.50 元和 0.24 元；2012 年出租和出售业务分别贡献EPS约 0.75 元和 0.26 元；另外房地产业务 2011-12 年每年贡献约 0.15 元。**

维持投资判断。皮革市场具有零售业态特征，公司拥有该类市场的专业经营水平，具备业态发展和拓展能力，既能保持强势区域增量扩张，又能进行异地区域外延扩张，新的低成本扩张和公司的专业经营能力保障，有利于公司未来业绩保持较高增长。我们其后也将关注可为其提供估值支撑的新外延扩张项目进展，同时关注公司异地项目的区域适应性、扩张的边际成本和边际收益率变化；而从公司内部，则应考察公司自身内控和人力资源对异地扩张的支撑能力。**我们给予公司 2012 年出租业务净利润以 30 倍PE，商铺出售业务 20 倍PE，并适当加上了地产贡献业绩的资产价值，6 个月目标价为 28.70 元，维持“增持”评级。**

风险与不确定性。异地扩张的可持续性；后续业绩增速下滑风险。

相关报告：

海宁皮城 2011 三季度报点评：三季度净利润增长 197%，增速表现持续优异，维持增持 20111028

海宁皮城公告点评：佟二堡二期原辅料市场招商进展顺利，但招商价格低于预期，维持中性 20110818

海宁皮城 2011 年中报点评：2011 上半年净利润增长近 80%符合预期，估值渐趋合理，维持中性 20110727

海宁皮城 2010 年报及 2011 年一季报点评：业绩略超预期，新外延扩张支撑可持续成长，维持中性 20110427

海宁皮城业绩快报点评：2010 年 0.89 元业绩略超预期，关注市场扩张及业绩高增长的可持续性，维持中性 20110226

海宁皮城对外投资公告点评：持续外延扩张，业绩增长预期缓解估值压力（中性，维持）20110111

海宁皮城 2010 三季报点评：非经常损益和主业经营推动业绩高增长，短期估值风险依然较高，维持中性 20101028

海宁皮城 2010 年中报点评：三期销售推动上半年净利润增长 133.89%，外延扩张项目下半年开始贡献业绩，维持中性 20100820

海宁皮城业绩快报点评：2010 上半年净利润增长 133.89%，主要来自商铺销售贡献，维持中性 20100729

海宁皮城公告点评：收购江苏显通 50%股权，增厚一次性收益约 0.086 元，维持中性 20100607

海宁皮城公告点评：四期裘皮城招商租金大幅超预期，调高 2011 年盈利预测至 1.48 元，维持中性 20100430

海宁皮城公告点评：异地扩张再下一城，将增厚 2011 年业绩约 0.013 元，维持中性 20100427

海宁皮城 2010 年一季报点评：10 年一季度实现 EPS0.03 元，同比大幅增长，维持中性 20100422

海宁皮城 2009 年报点评：业绩高成长性和持续外延扩张能力值得肯定，但短期估值偏高，维持中性 20100416

海宁皮城公告点评：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，虽中长期看好公司，但因估值原因下调评级到中性）201003

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

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;	
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明