

相关研究:

- 1、坐地收金，一本万利，内外生兼修，2011.10.13
- 2、业绩大幅增长112.57%，投资价值凸显——2011年三季度点评
- 3、竞得成都地区土地开设交易市场，增加新的利润增长点，2011.11.17

投资评级:

买入

当前价格: 21.72 元
目标价格: 27.71 元
目标期限: 6 个月

市场数据

总股本(百万股)	560.00
A 股股本(百万股)	560.00
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	27.70
第一大股东	海宁资产经营公司
第一大股东持股比例	37.94%

近十二个月股价表现



分析师:

刘飞桦

执业编号: S0500511010006

联系人 王俊杰

Tel: 021-68634510-8710

E-mail: wjj3237@xcsc.com

北京项目如期启动，预计将增加每股价值 1.81 元

事件:

公司今日发布公告，拟以人民币 2,654.24 万元收购银邦公司持有的北京新海宁皮革商贸有限公司 53% 的股权。股权收购完成后，公司持有北京新海宁 53% 股权。银邦公司持有北京新海宁 47% 的股份。

北京新海宁成立于 2011 年 3 月 17 日，2011 年 12 月 15 日，北京新海宁与北京市朝阳区小红门乡经济组织合作联社及其全资集体企业北京科利源工贸公司签署了协议，约定以“北京新海宁出资金、小红门经济联社出土地”的方式，共同开发位于小红门乡小红门地铁站东、西两侧约 330 亩土地商业配套项目。

根据协议，小红门地铁站东西两侧约 330 亩土地可建设约 66 万平方米的商业物业，总投资约 30 亿元，项目建成后，55% 的物业归属于北京新海宁，45% 的物业归属于小红门经济联社。其中归属于北京新海宁的约 36.3 万平方米物业开发为北京海宁皮革城及其配套物业，其中用于举办北京海宁皮革城市场的面积约为 20-30 万平方米。

投资要点:

- **合资开发北京海宁皮革商贸公司，皮革交易市场面积 20-30 万平方米，符合市场预期。**

公司进入北京市场采取的是以和具备地产开发资质的银邦公司合资的方式，公司持有北京海宁皮革商贸公司 53% 的股份，为控股股东，而合资方银邦公司持有 47% 的股份，而建设市场所需土地的问题则是与地方政府通过建设物业和安置劳动力换取土地使用权的方式进行的，北京海宁商贸公司投资 30 亿元建设约 66 万平方米的商业物业，其中 29.7 万平方米作为交换小红门经济联社土地使用权的对价。控股子公司所获的 36.3 万平方米的商业物业中有约 20-30 万平方米用于开设皮革交易市场，符合市场预期。

- **公司北京地区项目的启动是公司外生扩张过程的又一征程，实现对北京地区皮革消费市场的覆盖。**

公司在北京地区开设交易市场符合皮革交易的发展规律和公司的发展战略，实现对北京地区皮革消费能力的覆盖，此外公司合资子公司相当于投资 30 亿元获得 36.3 万平方米的商业物业，每平方米的投资成本为 8264 元，相比北京周边地区的物业成本来说，仍然偏低。

- **交易市场周边交通方便，能够实现 NPV1.81 元。**

北京新海宁交易市场位于北京市南四环边，附近有通车的地铁站，位路十分优越，交通十分便捷，为公司皮革交易市场创造良好的配套环境，我们利用净现值法对公司北京海宁皮革城项目进行计算得出，该项目的启动将会增加公司每股价值 1.81 元。

□ 盈利预测和估值。

我们维持公司 2011-2013 年的 EPS 0.83 元、1.20 元和 1.56 元的预测。其中 2011-2013 年交易市场租赁业务贡献的 EPS 分别为 0.52 元和 0.80 元和 1.13 元, 东方艺墅和商铺出售贡献 EPS 分别为 0.31 元、0.40 元和 0.43 元, 我们利用分部估值法对公司进行估值, 给予租赁业务 2012 年 25 倍 PE, 公司租赁业务贡献的股价为 20 元, 给予商铺销售 20 倍 PE 对应的股价为 4.8 元, 对东方艺墅按现金流折现方法计算的每股价值为 1 元, 考虑北京新海宁项目贡献每股价值 1.81 元, 预计公司合理的每股价值为 27.71 元, 维持公司“买入”评级。

我们假设北京新海宁交易市场的建设能够如期顺利进行，即小红门经济联社在 2012 年 11 月 30 日能够拿到项目立项批文，并能在 5 个月内完成项目用地拆迁，北京新海宁在 18 个月内完成项目报建手续并开工；开工后 4 年内完成全部项目建设。也即公司北京海宁项目将从 2015 年初开始建设，2018 年末建设完成，项目总投资为 30 亿元。我们假设北京新海宁从 2015-2019 年的投资支出分别为 9 亿元、9 亿元、6 亿元、6 亿元。我们预计新海宁用于皮革交易市场的面积为 25 万平方米，将从 2017 年有一半面积的物业即 12.5 万平方米（我们假设为一期项目）开始营业，2019 年初二期项目开始营业，营业面积达到 25 万平方米。

假设 2017 年开业的皮革城(一期项目)租金收入情况为 300 元/平方米/月，2018 年单位租金收入为 500 元/平方米/月，2019-2021 年每年单位租金的增速为 10%，之后每年的单位租金增速保持在 5%。

2019 年初开业的另一半物业（二期项目）的单位租金为 400 元，2020 年二期项目的单位租金达到 610 元，2021-2023 年二期项目的单位租金增速为 10%，之后年份的租金增速变为 5%。

假设北京新海宁一、二期项目的平均员工人数为 10 人，开业当年的营销费用为 1000 万元，其余各年的营销费用为 500 万元。

据此我们预计，北京新海宁皮革城交易市场将会导致每股价值增加 1.81 元。

表 1 公司北京新海宁项目 NPV 计算

单位：万元	2012 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
投资支出		-90000	-90000	-60000	-60000					
租金收入		0	0	2813	56250	91406	119672	131639	65879	80212
折旧和摊销抵税		0	0	1500	1500	2500	2500	2500	2500	2500
职工薪酬		0	0	-45	-52	-119	-137	-157	-181	-208
营销费用		0	0	-750	-375	-1125	-750	-750	-750	-750
净现金流		-90000	-90000	-56482.5	-2677	92662	121285	133232	67448	81753
2024 年及以后净现金流合计										858411
权益资本成本		15%								
现金流现值		-59176.5	-51457.8	-28081.8	-1157.2	34835.2	39648.3	37872.8	16672.1	202082.0
NPV	191237									
股权比例	53%									
总股本	56000									
每股价值	1.81									

资料来源：湘财证券研究所

表 2、公司损益表预测

单位：千元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	645,856	559,659	1,019,872	1,774,637	2,301,294	2,406,857
减：折扣与折让	0	0	0	0	0	0
主营业务收入净额	645,856	559,659	1,019,872	1,774,637	2,301,294	2,406,857
减：主营业务成本	386,010	330,437	529,099	710,895	958,024	740,904
主营业务税金及附加	49,155	50,148	116,245	336,000	345,194	312,891
主营业务利润	210,691	179,074	374,528	727,742	998,076	1,353,062
加：其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	29,264	25,068	65,632	65,000	90,000	90,000
管理费用	30,745	36,020	44,836	50,000	60,000	60,000
财务费用	18,112	6,521	-14,323	(30,000)	(30,000)	(30,000)

资产减值损失	0	1,420	2,721	5,000	5,000	5,000
公允价值变动净收益	0	0	89	(89)	0	0
加：投资收益	-3,719	36	9,390	200	0	0
营业利润	133,135	110,045	275,751	637,653	873,076	1,228,062
补贴收入	0	0	0	0	0	0
营业外收入	5,888	24,166	43,009	20,000	20,000	20,000
减：营业外支出	1,153	771	1,408	2,000	2,000	2,000
利润总额	134,151	133,476	326,742	659,853	895,076	1,250,062
减：所得税	36,699	34,959	75,650	171,562	232,720	312,515
加：财政返还	0	0	0	0	0	0
减：少数股东权益	12,823	1,157	218	25,000	0	0
净利润	84,629	97,360	250,875	463,291	662,356	937,546
总股本	210,000	210,000	280,000	560,000	560,000	560,000
每股收益（元）	0.4030	0.4636	0.8960	0.8273	1.1828	1.6742

数据来源：湘财证券研究所

表 3、公司分部估值法股价计算表

	2011E	2012E	2013E	估值方法	对应每股价值
租赁业务	0.52	0.8	1.13	PE 估值法，按 2012 年 20 进行估值	20.00
地产和商铺销售	0.31	0.41	0.43		
其中：商铺销售	0.24	0.31	0.10	PE 估值法，按商业地产 20 倍估值	4.90
地产销售	0.07	0.10	0.33	现金流折现	1.00
合计	0.83	1.21	1.56		25.90
北京新海宁贡献每股价值					1.81
合理股价					27.71

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。