

业绩看销售确认，估值底部建议关注

■预计明年租金收入增量贡献为主，商铺及住宅销售确认进度仍需关注。1) 我们估计本部整体租金水平略有下降，成都和佟二堡今年租金平稳略升，成都明年提租空间大，佟二堡空间略小。预计公司明年租金水平大幅上调的可能性较小，新市场增量将是租金收入主要贡献。2) 受整体市场环境偏弱及住宅项目尾盘销售、及新市场开发进程影响，今年公司商铺及住宅结算延后，导致前三季度商铺及住宅销售收入大幅下降。四季度关注地产结算进度，2015年今年延后确认的商铺出售结算。预计仍待确认收入的销售项目包括：东方艺墅剩余住宅销售结算约1亿元，斜桥加工项目结算约1亿元，本部三期部分销售确认约1亿元，本部五期2个商务楼约2.2亿元。测算仍可销售项目确认收入约5.2亿(1H14: 2.4亿)。

■储备项目丰富，外延扩张稳步推进。除了9月已开业的哈尔滨、佟二堡三期、本部六期展览馆项目，预计2015年将新开济南、乌鲁木齐、本部六期国际馆和批发中心项目，2016年新开郑州、天津和北京；另有西安、呼和浩特等培育项目。按公司计划，未来2年争取每年签约1-2个异地项目，保持辐射车程约3-5个小时。韩国城项目已开始引入本部，包括化妆品、护肤品等，后续还将引入韩国服装等。

■客流增加、原料价格回暖，销售静待冬季市场恢复。四季度以来，公司通过报销公路费、开设手机APP等方式加强营销，大巴和小车客流量均明显增加。原材料价格上半年降幅较大，目前已有所回暖，从我们实地考察情况来看，商户普遍对后市仍较谨慎，持续关注今年冬季销售情况。

■投资建议：公司是皮革专业市场龙头，外延扩张推进，预计2014-2016年净利分别增长6.7%、24.7%和13.6%，对应EPS为0.99元、1.23元和1.40元。目前处于估值低位，或受益于国资改革预期，优化激励机制，改善经营效率。维持6个月目标价18.5元和“买入-A”评级。

■风险提示：皮革销售租金定价不及预期；异地市场开发风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,261.5	2,932.6	2,703.2	3,541.7	4,137.4
净利润	704.6	1,039.0	1,109.0	1,382.9	1,571.4
每股收益(元)	0.63	0.93	0.99	1.23	1.40
每股净资产(元)	2.60	3.40	4.23	5.27	6.44

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	20.2	13.7	12.8	10.3	9.1
市净率(倍)	4.9	3.7	3.0	2.4	2.0
净利润率	31.2%	35.4%	41.0%	39.0%	38.0%
净资产收益率	24.2%	27.3%	23.4%	23.4%	21.8%
股息收益率	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%
ROIC	-127.3%	-67.0%	-153.2%	-62.8%	-114.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

18.5元

股价(2014-11-11)

12.71元

交易数据

总市值(百万元)	14,235.20
流通市值(百万元)	13,977.31
总股本(百万股)	1,120.00
流通股本(百万股)	1,099.71
12个月价格区间	12.22/20.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-16.43	-19.54	-46.03
绝对收益	-12.71	-11.37	-35.55

李宏鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514080003

lih@essence.com.cn

021-68763691

相关报告

内修外扩稳增长，静待行业回暖	2014-09-15
聚潮争流已见效，观海逐涛亦可期	2014-09-01

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,261.5	2,932.6	2,703.2	3,541.7	4,137.4	成长性					
减:营业成本	907.1	831.4	809.8	1,079.6	1,223.8	营业收入增长率	21.8%	29.7%	-7.8%	31.0%	16.8%
营业税费	295.8	603.6	324.4	460.4	579.2	营业利润增长率	26.5%	45.5%	7.0%	26.4%	14.7%
销售费用	108.7	121.0	113.5	145.2	171.7	净利润增长率	33.7%	47.5%	6.7%	24.7%	13.6%
管理费用	73.1	84.3	79.7	99.2	120.0	EBITDA 增长率	30.5%	47.4%	6.6%	24.4%	13.7%
财务费用	-42.0	-34.8	-35.0	-35.0	-20.0	EBIT 增长率	28.8%	49.1%	6.7%	27.0%	15.8%
资产减值损失	6.3	1.5	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	28.4%	49.7%	7.1%	27.0%	15.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	184.4%	-53.2%	210.0%	-36.7%	113.5%
投资和汇兑收益	4.7	14.2	20.0	15.0	10.0	净资产增长率	25.0%	30.2%	24.0%	24.1%	22.1%
营业利润	917.4	1,334.8	1,427.7	1,804.3	2,069.7	利润率					
加:营业外净收支	55.3	67.2	68.5	61.6	50.5	毛利率	59.9%	71.6%	70.0%	69.5%	70.4%
利润总额	972.7	1,402.0	1,496.2	1,865.9	2,120.2	营业利润率	40.6%	45.5%	52.8%	50.9%	50.0%
减:所得税	248.9	350.6	374.1	466.5	530.0	净利润率	31.2%	35.4%	41.0%	39.0%	38.0%
净利润	704.6	1,039.0	1,109.0	1,382.9	1,571.4	EBITDA/营业收入	43.5%	49.4%	57.2%	54.3%	52.8%
						EBIT/营业收入	38.7%	44.5%	51.5%	50.0%	49.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	55	51	42	17	2
货币资金	1,352.8	1,338.3	3,760.9	4,151.5	6,997.5	流动营业资本周转天数	-205	-164	-209	-181	-172
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	450	396	575	619	703
应收帐款	303.3	269.1	279.6	471.2	370.3	应收帐款周转天数	43	35	37	38	37
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	182	156	148	152	152
预付帐款	22.4	20.8	23.4	34.0	31.2	总资产周转天数	884	843	1,053	967	988
存货	852.2	1,685.8	533.4	2,457.2	1,036.0	投资资本周转天数	-157	-131	-186	-175	-182
其他流动资产	96.0	513.7	205.4	271.7	330.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.2%	27.3%	23.4%	23.4%	21.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.6%	14.0%	13.5%	13.0%	13.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-127.3%	-67.0%	-153.2%	-62.8%	-114.9%
投资性房地产	3,072.4	3,159.7	3,159.7	3,159.7	3,159.7	费用率					
固定资产	439.5	393.3	241.3	89.3	-46.2	销售费用率	4.8%	4.1%	4.2%	4.1%	4.2%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	3.2%	2.9%	3.0%	2.8%	2.9%
无形资产	18.2	16.8	16.2	15.5	14.9	财务费用率	-1.9%	-1.2%	-1.3%	-1.0%	-0.5%
其他非流动资产	57.7	104.1	65.3	72.7	77.7	三费/营业收入	6.2%	5.8%	5.9%	5.9%	6.6%
资产总额	6,214.5	7,521.5	8,291.8	10,731.7	11,983.2	偿债能力					
短期债务	3.8	3.8	-	-	-	资产负债率	51.3%	47.7%	41.2%	43.6%	38.3%
应付帐款	1,200.0	1,201.0	614.5	2,044.5	1,052.8	负债权益比	105.5%	91.1%	69.9%	77.2%	62.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.85	1.14	1.45	1.63	1.98
其他流动负债	1,874.1	2,163.1	2,687.9	2,485.2	3,381.2	速动比率	0.58	0.64	1.29	1.09	1.74
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-20.82	-37.53	-39.79	-50.55	-102.48
其他非流动负债	112.9	217.1	110.0	146.6	157.9	分红指标					
负债总额	3,190.8	3,584.9	3,412.4	4,676.4	4,591.9	DPS(元)	0.13	0.15	0.16	0.20	0.23
少数股东权益	115.8	128.2	141.4	157.9	176.7	分红比率	19.9%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
股本	560.0	1,120.0	1,120.0	1,120.0	1,120.0	股息收益率	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%
留存收益	2,347.9	2,688.4	3,618.0	4,777.4	6,094.7						
股东权益	3,023.7	3,936.6	4,879.5	6,055.3	7,391.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.63	0.93	0.99	1.23	1.40
净利润	723.8	1,051.4	1,109.0	1,382.9	1,571.4	BVPS(元)	2.60	3.40	4.23	5.27	6.44
加:折旧和摊销	109.7	146.3	152.6	152.6	136.1	PE(X)	20.2	13.7	12.8	10.3	9.1
资产减值准备	6.3	1.5	-	-	-	PB(X)	4.9	3.7	3.0	2.4	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	8.6	53.7	5.6	23.4	4.6
财务费用	1.9	4.7	-35.0	-35.0	-20.0	P/S	6.3	4.9	5.3	4.0	3.4
投资损失	-4.7	-14.2	-20.0	-15.0	-10.0	EV/EBITDA	10.7	13.0	4.8	3.6	1.9
少数股东损益	19.2	12.4	13.2	16.5	18.7	CAGR(%)	24.6%	14.8%	25.7%	24.6%	14.8%
营运资金的变动	755.2	262.9	1,317.6	-935.7	1,376.9	PEG	0.8	0.9	0.5	0.4	0.6
经营活动产生现金流量	1,348.4	1,353.4	2,537.4	566.4	3,073.1	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1,155.3	-1,280.1	33.3	12.8	7.0	REP					
融资活动产生现金流量	-154.7	-1,353.3	-148.1	-188.6	-234.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李宏鹏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034