

零售贸易行业

姓名 兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

海宁皮城

002344

建议询价区间:

16.52-19.47

中国皮革专业市场的领军者

建议询价区间:

16.52-19.47 元

基本资料

发行前股本(百万) 210

拟发行股本(百万) 70

投资要点:

- **公司是我国皮革专业市场的领军者。**规模大:交易额居全国第二,是华东地区最大的箱包交易区;产业链最完善:公司已经形成原材料采购、设计、加工、交易的完整产业服务链;影响力广:从2005年开始公司是CCTV服装流行趋势的发言基地;品牌最齐全:拥有2250家皮革品牌店,是我国皮革产品种类最集中的专业市场;可复制性强:我国大部分百货商场皮革销售额占比呈下滑趋势,其零售价格高,因此皮革专业市场的规模化、连锁复制性强,目前公司95%的客流量来自零售客户,也是目前国内唯一真正实现跨区域扩张的专业市场。
- **公司竞争优势。**坚实的皮革产业基础:海宁是我国最大的皮革服装生产基地、集散中心和行业发布中心,公司也在专业市场经营上具备了较强的产业集聚和细分能力;在引导流行趋势方面具有较强话语权;交通便利、丰富的旅游文化资源;管理层的市场管理经验丰富、激励充分:公司90%以上中高层管理人员从事皮革专业市场经营达5年以上,且核心中高层管理人员(27人)持有公司股份1722.21万股,高层管理人员的激励机制充分、未来增长动力强。
- **未来业绩增长动力。**内生增长方面主要来自于租金的逐步提升,目前公司共有商铺及配套物业租赁面积25.42万m²。一期市场2005年建成营业,目前平均租金在约150元/m²/月,预计未来年均租金涨幅在15%-20%之间;二期市场2007年达产,处于发展期、目前平均租金约70元/m²/月,预计在未来2-3年间租金水平可达到目前的一期市场水平。在外延扩张方面,目前在建项目包括三期、佟二堡市场(建筑面积17.7万m²、2010年4Q投入使用)、四期(建筑面积10.2万m²、2010年4Q投入使用),总体看,预计到2012年底物业租赁面积可达46.82万m²、累计增长84.21%,物业销售收入也将大幅增长。
- **募投资金运用。**公司此次募集资金投向于三期市场,是公司一、二期市场的升级。三期市场建筑面积20.5万m²,2010年一季度起交付使用。预计租赁面积12.3万m²,项目建成后第3年起可实现年租赁收入6000万元。
- **估值与询价区间。**按发行后总股本2.8亿股计算,我们预计公司2009-2011年的EPS分别为0.33、0.59、1.02元,随着募投项目实施,2010、2011年的复合增长率可达76%,呈高速增长态势。我们认为公司二级市场合理定价为23.6-26.55元,建议询价区间为16.52-19.47元、相当于2010年28-33倍PE。
- **风险因素。**异地市场扩张的开发风险;商铺及配套物业租金下降风险;同类市场及其它流通业态的竞争风险。

主要财务指标

单位:百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	646	600	916	1381
同比(%)	0%	-7%	53%	51%
归属母公司净利润(百万元)	85	92	164	285
同比(%)	5%	9%	79%	74%
毛利率(%)	40.2%	40.0%	43.0%	46.5%
ROE(%)	19.2%	17.3%	21.4%	27.1%
每股收益(元)	0.30	0.33	0.59	1.02

资料来源:中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	522	917	1452	2033	营业收入	646	600	916	1381
现金	55	443	800	1090	营业成本	386	360	522	739
应收账款	18	29	37	57	营业税金及附加	49	41	65	98
其它应收款	20	22	30	47	营业费用	29	32	49	72
预付账款	4	38	32	50	管理费用	31	24	38	58
存货	424	385	553	789	财务费用	18	17	10	1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
非流动资产	876	836	848	839	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	40	46	50	投资净收益	-4	3	3	2
固定资产	243	231	218	206	营业利润	129	129	235	415
无形资产	17	23	29	37	营业外收入	6	6	6	6
其他	537	543	554	547	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1398	1753	2300	2872	利润总额	134	134	240	420
流动负债	658	812	1003	1153	所得税	37	34	60	105
短期借款	56	148	229	124	净利润	97	101	180	315
应付账款	113	101	145	207	少数股东损益	13	9	16	30
其他	490	563	630	822	归属母公司净利润	85	92	164	285
非流动负债	276	377	482	590	EBITDA	148	158	258	428
长期借款	276	377	482	590	EPS (元)	0.40	0.44	0.59	1.02
其他	0	0	0	0					
负债合计	934	1189	1485	1743	主要财务比率				
少数股东权益	23	32	48	78	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	210	210	280	280	成长能力				
资本公积	98	98	98	98	营业收入	-0.2%	-7.1%	52.5%	50.8%
留存收益	133	225	389	674	营业利润	9.5%	-0.2%	82.1%	76.5%
归属母公司股东权益	440	532	767	1052	归属于母公司净利润	4.6%	8.7%	78.5%	73.7%
负债和股东权益	1398	1753	2300	2872	获利能力				
					毛利率	40.2%	40.0%	43.0%	46.5%
					净利率	13.1%	15.3%	17.9%	20.7%
					ROE	19.2%	17.3%	21.4%	27.1%
					ROIC	34.9%	59.0%	72.4%	106.7%
					偿债能力				
					资产负债率	66.8%	67.8%	64.6%	60.7%
					净负债比率	55.00	54.41%	56.50	48.68%
					流动比率	0.79	1.13	1.45	1.76
					速动比率	0.15	0.66	0.90	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.38	0.45	0.53
					应收账款周转率	26	24	26	28
					应付账款周转率	3.59	3.38	4.25	4.20
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.44	0.78	1.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	1.09	0.64	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.54	3.65	5.01
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-1	-1	-0	-0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

XXX, 中投证券研究所 XX 行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 5 年行业经历, 10 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份、华泰股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434