

合理估值区间:

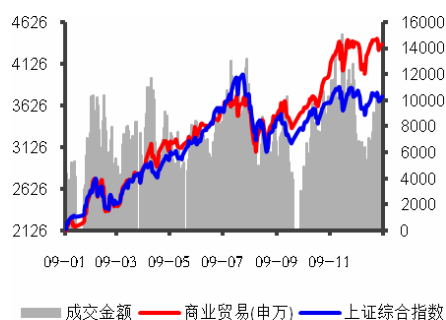
合理价格

16.8 元

发行数据:

发行后总股本(万股)	28000
发行数量(万股)	7000
保荐机构	中信证券
发行方式	网下配售 网上申购

零售股价相对市场表现:



数据来源:Wind 资讯

相关研究:

零售业分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼,200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

海宁皮城(002344):争做中国皮革市场行业第一

要点:

公司简介:海宁皮城(002344)是中国最大的皮革专业市场之一,商品交易额居国内皮革专业市场第二位。公司主营业务是皮革专业市场的开发、租赁和服务,是海宁皮革城的举办者和经营者。

经营模式:公司采取租售兼营的经营模式。这种模式既有利于减少市场商户大范围退出的经营风险,也有利于公司持续地分享专业市场成长带来的经营成果。此外,海宁皮革专业市场具有明显的零售经营特质,皮革制品批发和零售各占一半。

成长性分析:公司采取了内涵式发展和外延式扩张并举的发展战略。从 2007 年开始,公司进入了快速成长期,专业市场数量和面积迅速增加,预计这种扩张行为将至少延续至 2011 年。截至 2012 年,公司商铺及物业可租赁面积将达到 46.8 万 m²,比 2009 年 6 月增长 84.2%。

盈利性分析:公司经营业务具有较高的毛利率,2009 年 1-6 月商铺及配套物业租赁和销售的毛利率达到 70%。

募集资金投向:公司本次募集资金将用于海宁中国皮革城三期工程项目。海宁中国皮革城三期工程项目总投资为 60000 万元。

盈利预测: 预计公司 2009-2013 年净利润为 8606 万元、13453 万元、15544 万元、14443 万元和 15238 万元,同比增长 1.6%、56.3%、15.5%、-7.1%和 5.5%; EPS(全面摊薄)分别为 0.31/0.48/0.56/0.52/0.54 元。

估值分析: 给予公司 2010 年 35 倍 PE,其合理价值应为 16.8 元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008	2009 E	2010E	2011 E	2012E	2013E
营业收入	646	567	870	909	806	819
收入同比(%)	-0.2%	-12.2%	53.3%	4.5%	-11.4%	1.6%
归属母公司净利润	85	86	135	155	144	152
净利同比(%)	4.7%	1.6%	56.3%	15.5%	-7.1%	5.5%
毛利率(%)	40.2%	41.9%	46.3%	48.2%	49.8%	50.6%
ROE(%)	19.2%	16.3%	7.6%	8.1%	7.0%	6.9%
每股收益(元)	0.30	0.31	0.48	0.56	0.52	0.54

一、公司简介

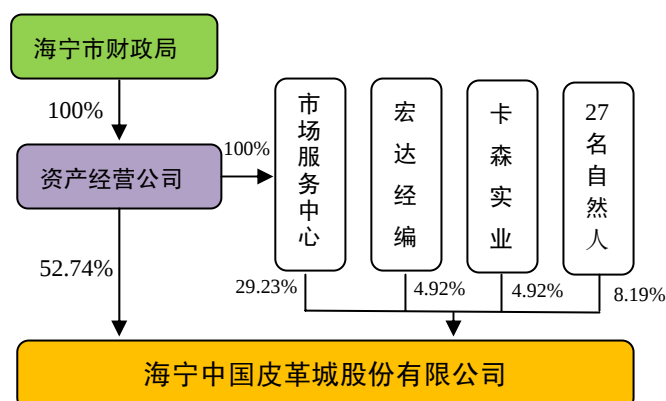
海宁皮城（002344）是中国最大的皮革专业市场之一,商品交易额位居国内皮革专业市场第二。公司主营业务是皮革专业市场的开发、租赁和服务,是海宁皮革城举办的举办者和经营者。当前,公司经营的专业市场主要有一期市场和二期市场,这些市场经营的商品范围大部分集中于皮革制品,具体包括革皮服装、裘皮服装、皮毛制品、箱包、鞋帽、手套以及皮革皮毛原辅料等全部皮革上下游产品。市场内的经营者主要为皮革生产商和经销（或代理）商,其购置和租赁市场商铺的行为构成了公司收入和利润的主要来源。

公司自成立以来,始终坚持既定的经营模式,主要从事市场商铺及配套物业的销售和租赁,致力于整合皮革产业价值链的上下游,在皮革制品生产、营销和交易等环节,通过向生产商、经销商、代理商、消费者和采购商等提供配套厂房、进出口、公共营销、物业管理、电子商务、文化娱乐等服务,促进市场内商户经营效益最大化,逐步提供销售和租赁价格,持续分享市场繁荣的经营成果。

公司的股权结构及实际控制人

公司的控股股东是海宁市资产经营公司,直接持有本公司 52.74%的股份,通过其控制的市场服务中心间接持有本公司 29.23%的股份。资产经营公司由海宁市财政局 100%控股,海宁市财政局为公司实际控制人。

公司股权结构



公司是国内皮革专业市场的主要引领者

专业市场是特定类别商品集中交易的场所。专业市场通过特定商品的规模集中,为消费者和采购商提供广阔的选择空间,为生产商和经销商提供

共享的信息平台,从而降低商品的营销和交易成本,实现规模效应。

近年来,我国专业市场发展相对迅速。2003-2008 年,专业市场数量复合增长率为 14%。截至 2008 年底,全国交易额亿元及以上的商品交易数量达 4567 个,其中专业市场为 3319 个,占 72.7%。从交易额来看,2003-2008 年专业市场复合增长率为 25.5%,而相比之下,综合市场仅为 4.9%。

我国是皮革产业大国,皮革资源量居世界第一,其中猪皮、羊皮原料资源量,皮革、毛皮制品产量以及皮衣、皮具综合产量均居世界之首。在国内,比较发达的皮革交易市场主要集中在浙江、河北、广东及辽宁四省。除海宁皮革城外,具有一定经营规模的市场还有广州花都狮岭皮革皮具城、河北辛集皮革商业城、河北白沟皮革市场、河北大营国际皮革交易中心、广州白云世界皮具贸易中心、辽宁灯塔佟二堡皮革市场等,其中花都狮岭皮革皮具城市场交易额在全国皮革专业市场中排名第一。此外,浙江省的皮革产业发展非常迅速,近几年桐乡的中国·崇福皮革大世界、桐乡鞋业皮革城和余姚的中国裘皮城等皮革市场陆续开业,增强了这一行业的竞争程度。



海宁中国皮革城,拥有“中国皮革之都”之称,在国内皮革专业市场中具有极其重要的地位和品牌影响力。2002 年,海宁中国皮革城已是“集商贸、金融、信息服务等为一体的全国最大的皮革专业市场”;2006 年,公司商品交易额位居全国皮革专业市场第二;2008 年,公司成为全国最大的皮革专业市场之一。公司目前已有专业市场的建筑面积达到 35.7 万 m²,商铺店面 2000 余个,经营面积和商铺数量均处于国内同行前列。下表所示,当前在经营规模上可以与公司进行直接对抗的市场主要有广州花都狮岭皮革皮具城、河北辛集皮革商业城及辽宁佟二堡皮革市场。

专业市场	行业地位	开业时间	建筑面积(万 m ²)	商铺数目(间)	经营范围
海宁中国皮革城	中国皮革之都	1994 年	建筑面积 35.7 万 m ²	店面 2000 余间	革皮、裘皮服装、皮毛制品、箱包、鞋帽、皮革皮毛原辅料等
崇福皮草大世界	中国皮草名镇	2005 年	建筑面积 3.6 万 m ²	商铺 400 余间	裘皮服装、服饰及制品等
桐乡鞋业皮革城	—	2006 年	建筑面积 17 万 m ²	商铺 800 余间	鞋类、箱包、皮革制品
余姚中国裘皮城	—	2007 年	建筑面积 10.2 万 m ²	—	裘皮服装、服饰等
辽宁灯塔佟二堡皮革市场	中国皮装裘皮产业基地	—	营业面积 10 万 m ²	精品店 2000 间, 摊床 6000 个	各类皮革、裘皮服装
广州花都狮岭皮革皮具城	中国皮具之都	2000 年	占地面积 50 万 m ²	商铺 2700 间	皮革五金、原材料、皮具成品、皮革五金机械设备
河北辛集皮革商业城	中国皮革皮衣之都	1993 年	建筑面积 150 万 m ²	摊位 1800 个	皮革服装、裘皮、箱包、毛毡
河北白沟箱包交易城	中国箱包之都	1994 年	建筑面积 11.4 万 m ²	—	箱包、皮革、五金等
河北白沟五金皮革城	—	2004 年	建筑面积 7 万 m ²	商铺 500 余间	五金饰件、皮革、辅料及缝纫设备
河北大营国际皮革交易中心	—	2006 年	占地面积 50 亩, 建筑面积 7 万 m ²	皮革企业 1980 家	裘皮服装、裘皮制品、半成品
广州白云世界皮具贸易中心	—	2003 年	占地面积 2.1 万 m ²	商铺 1000 间	皮具、箱包、鞋类、皮料及配件五金辅料等

二、公司主要业务分析

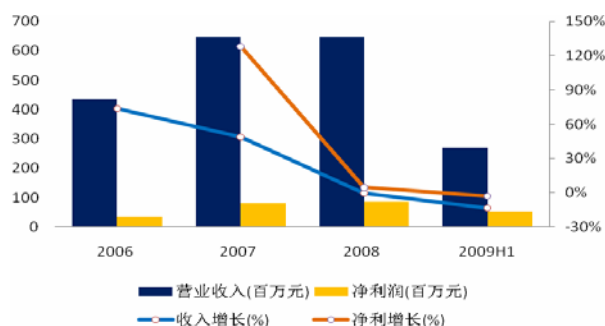
公司目前主要从事一期市场、二期市场（包括原辅料市场、鞋业广场、毛皮服饰牛仔城）及出口加工区、皮革城大酒店、综合商务楼等市场配套物业的开发、租赁和服务。基于战略规划、项目定位、招商策略以及资金安排等多方面考虑,公司通常采取“初次招商租售结合、后续经营租赁为主”的经营模式。“初次招商租售结合”能够促进特定商品大规模集聚在专业市场的初次招商中,这样既可以减少“只租不售”条件下商户退租或不续租的经营风险,又可以回避“只售不租”导致的公司无法分享市场持续发展成果的可能。“后续经营租赁为主”的经营模式使得公司与市场之间的利益紧密相连,有利于促进公司积极经营市场和发展市场。

按业务分类,公司当前的收入主要包括商铺及配套物业销售、租赁、商品销售、酒店经营和其他业务。商铺及配套物业销售通常采取一次性支付或银行按揭的结算方式。银行按揭的首付款一般为 40%—50%,公司为商户提供担保。商铺租赁一般要求商户在租赁商铺交付前预付租期内全部的

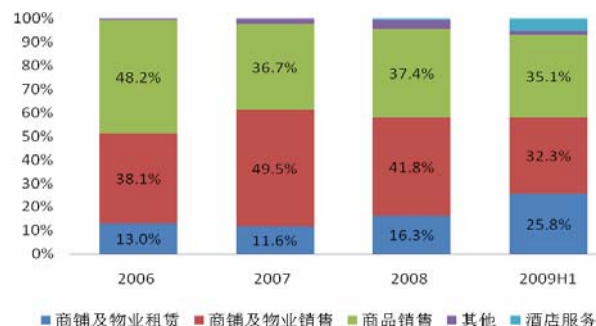
租金和经营保证金,经营保证金在租期结束后退还给承租户。基于根据市场发展需要不断调整租金和选择合适承租者等多方面因素考虑,公司与商户之间的租赁合同租期大都为 1 年。公司商品销售收入主要包括进出口业务收入和大酒店商品销售收入。

公司商铺及配套物业的租赁和销售收入是公司主要的收入和利润来源。2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月份,公司分别实现营业收入 6.47 亿元、6.46 亿元和 2.70 亿元,同比增长率为 48.6%、-0.23%和-13.6%;实现净利润 8090 万元、8463 万元和 5129 万元,同比增长率为 128%、4.6%和-3.1%。其中,商铺(及配套物业)租赁收入分别为 7519 万元、10463 万元和 6917 万元,占同期主营业务收入的 11.6%、16.3%和 25.8%;商铺(及配套物业)销售收入分别为 32032 万元、26923 万元和 8659 万元,占主营业务收入的 49.5%、41.8%和 32.3%。

公司收入额、净利额及增长率



公司主营业务收入构成



与其它专业市场不同的是,公司是典型的“批零兼营”的市场。市场内皮革制品批发和零售交易额各占一半,但 95%的客流量来自零售客户。公司所具有的这种零售特性也是其品牌价值和市场地位不断提升的重要原因。一方面,商户通过向终端消费者直接销售,获得了更高的毛利和回报;另一方面,许多消费者也在海宁市场得到了其它商场所不能给予的实惠。实际上,海宁中国皮革城拥有几个比较明显的区位优势:其一,海宁是中国最大的皮革产业基地,海宁皮革产业的产业规模、工艺技术、主要经济指标均居国内前列,且有一批全国知名的皮革生产企业,如“雪豹”、“蒙努”和“三星高照”等;其二,海宁位于长三角经济圈内上海和杭州之间,沪杭铁路、沪杭高速、杭浦高速及杭州绕城高速均在海宁经过,交通十分便利。其三,海宁市具有丰富的文化和旅游资源,每年的“海宁潮”吸引着国内外大量的游客前往观看。这些优势使得公司发展皮革市场空间巨大。

公司目前直接经营的市场主要是一期市场、二期市场(原辅料市场、鞋业广场和毛皮服饰牛仔城)和出口加工区等。老城市场已于 2007 年 12 月整体租赁给颐高集团,而新项目综合商务楼于 2009 年底正式交付使用。

一期市场

海宁中国皮革城,于 1994 年建成开业。2005 年,公司整体迁入新城,新城一期市场占地面积 4.33 万 m²,总建筑面积 15.73 万 m²。一期市场为四层交易大楼,设有 1300 余个商铺,主要经营皮具箱包、革皮服装、裘皮服装等,在海宁中国皮革城市场中客流量最多且影响力最大。一期市场对于提升市场知名度、稳定市场客流量起到了决定作用,在公司经营中具有重要的战略地位。

截至 2009 年 6 月底,在一期市场 15.73 万 m² 面积中,有 4.23 万 m² 已经销售,另外 4.65 万 m² 用于市场公共区域,2.77 万 m² 为自用,余下实际可租售的面积为 4.08 万 m²。

市场	开业时间	竣工面积 (万 m ²)	已售面积 (万 m ²)	剩余可租售 面积(万 m ²)	自用面积 (万 m ²)	市场公共区 域面积(万 m ²)	经营范围
一期市场	2005.10	15.73	4.23	4.08	2.77	4.65	皮革服装、箱包皮具、裘皮制品
二期市场	鞋业广场	2007.10	6.57	0.28	1.77	0.68	皮草原辅料、鞋类产品、羊毛衫、毛皮服饰和牛仔制品
	毛皮服饰牛仔城	2007.10	7.11	—	2.70	4.41	
	原辅料市场	2007.01	6.26	4.50	1.77	—	
老城市场	—	5.75	—	3.75	—	2.00	—
出口加工区	—	25.90	14.54	11.35	—	—	标准厂房、职工公寓等

2006 年以来,一期市场租金水平呈现稳步上升的趋势:2009 年 1-6 月份平均月租赁单价较 2008 年增长 46.2%,2008 年平均月租赁单价较 2007 年增长 11.3%,2007 年平均月租赁单价较 2006 年增长 10.3%。在租赁面积不变的情况下,商铺提租直接增加了市场的租赁收入。2006 年-2009 年 1-6 月,一期市场的租赁收入分别达到 4448 万元、4917 万元、5473 万元及 4000 万元,实现了持续稳定的增长。此外,该市场还有部分面积用于销售。2006 年和 2007 年一期市场销售面积分别达到 10392 m² 和 31766 m²,实现销售收入为 10124 万元和 32033 万元。我们认为,一期市场是目前公司经营最为成熟的市场,未来商铺租金上升的空间将越来越有限,预计 2010 年-2013 年市场平均月租赁单价的增长率分别为 10%、8%、7%和 6%。此外,该市场前期可出售的面积也均已出售,预计未来公司将不会安排额外的销售业务。

在以上假设条件下,我们预计 2009-2013 年公司一期市场营业收入分别为 8151 万元、8799 万元、9503 万元、10168 万元和 10779 万元,同比增幅分别为 48.9%、8%、8%、7%及 6%。

一期市场	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
租赁面积 (m ²)	40,661	40,759	40,759	40,759	40,759	40,759	40,759	40,759	40,759
平均租赁单价(元/m ² ·月)	91.2	100.5	111.9	163.6	163.6	179.9	194.3	207.9	220.4
租赁单价增长率(%)		10.3%	11.3%	46.2%	46.2%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%
平均租赁期限(月)	12	12	12	6	12	12	12	12	12
租赁收入(万元)	4,448	4,917	5,473	4,000	7,999	8,799	9,503	10,168	10,779
销售面积(m ²)	10,392	31,766		165	165				
平均销售单价(元/m ²)	10,000	10,000		9,156	9,156				
销售收入(万元)	10,124	32,033		151	151				
合计(万元)	14,572	36,950	5,473	4,151	8,151	8,799	9,503	10,168	10,779

二期市场

公司二期市场于 2007 年开始试营业,主要包括原辅料市场、鞋业广场和毛皮服饰牛仔城,经营范围包括皮草原辅料、鞋类产品、羊毛衫、毛皮服饰和牛仔制品。二期市场占地 5.58 万 m²,建筑面积达 19.94 万 m²。由于二期市场开业较晚,市场正处于培育期,租金水平整体不高,2009 年 1-6 月二期市场平均月租赁单价为 55.4 元/m²·月,约占一期市场的 33.9%。

原辅料市场于 2007 年 1 月开业,建筑面积共计 6.26 万 m²,截至 2009 年 6 月底,其中的 4.50 万 m²已对外出售,因此未来可以租赁的商铺面积为 1.77 万 m²。原辅料市场 2009 年 1-6 月平均月租赁单价较 2008 年增长 32.8%,2008 年平均月租赁单价较 2007 年增长 154.3%,租赁单价大幅增长主要由于市场在 2007 年处于培育阶段,公司为聚集人气和吸引商户,采取了适度降低开业当年租金的方式。然而,随着市场逐步走向成熟,其租赁水平具有较大提升空间。

鞋业广场于 2007 年 10 月开业,建筑面积共计 6.57 万 m²,截至 2009 年 6 月底,用于出售、自用和市场公共区域的面积分别为 0.28 万 m²、0.68 万 m²及 3.83 万 m²,因此,未来几年内市场可以用于租赁的商铺面积为 1.77 万 m²。鞋业广场在近三年内租金水平变化不大,平均月租赁单价保持在 50-55 元/m²·月。

毛皮服饰牛仔城于 2007 年 10 月开业,建筑面积 7.11 万 m²,截至 2009 年 6 月底,市场可用于租赁的面积为 2.70 万 m²,其余部分为市场公共区域。自开业以来,毛皮服饰牛仔城的租金水平呈现稳步上升趋势:2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月,市场平均月租赁单价分别为 26.7 元/m²·月、55.7 元/m²·月和 70.4 元/m²·月。2008 年市场平均月租赁单价较 2007 年大幅增长 108.4%,主要是由于公司在 2007 年开业当年采取了降低租金吸引入气的策略;2009 年 1-6 月租赁单价较 2008 年上涨 26.3%,主要因为毛皮服饰牛仔城在 2008 年下半年进行了商品结构调整,以毛皮服饰代替了牛仔服饰,经营商户的销售利润率明显提高,市场租金也随之上升。

二期市场营业时期仅为两年,市场依然处于集聚人气阶段,因此其未来提租的空间较大。随着单位面积租金的上升,市场营业收入也将快速增长。预计 2009-2013 年二期市场营业收入分别为 11108 万元、5054 万元、5812 万元、6633 万元和 7570 万元。

二期市场	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
鞋业广场									
租赁面积 (m ²)		17,693	17,693	17,693	17,693	17,693	17,693	17,693	17,693
平均租赁单价(元/m ² ·月)		52.3	51.9	55.2	56.0	64.4	74.1	83.7	94.6
租赁单价增长率(%)			-0.8%	6.3%	7.9%	15.0%	15.0%	13.0%	13.0%
平均租赁期限(月)		3	12	6	12	12	12	12	12
租赁收入(万元)		287	1,102	586	1,189	1,367	1,572	1,777	2,008
销售面积(m ²)				2,448	2,828				
平均销售单价(元/m ²)				11,156	11,156				
销售收入(万元)				2,731	3,155				
小计(万元)		287	1,102	3,317	4,344	1,367	1,572	1,777	2,008
毛皮服饰牛仔城									
租赁面积 (m ²)		19,097	19,097	27,036	27,036	27,036	27,036	27,036	27,036
平均租赁单价(元/m ² ·月)		26.7	55.7	70.4	73.0	87.6	100.7	115.9	133.2
租赁单价增长率(%)			108.4%	26.3%	31.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%
平均租赁期限(月)		3	12	6	12	12	12	12	12
租赁收入(万元)		128	1,277	1,141	2,368	2,842	3,268	3,759	4,322
销售面积(m ²)									
平均销售单价(元/m ²)									
销售收入(万元)									
小计(万元)		128	1,277	1,141	2,368	2,842	3,268	3,759	4,322
原辅料市场									
租赁面积 (m ²)		17,654	17,654	17,654	17,654	17,654	17,654	17,654	17,654
平均租赁单价(元/m ² ·月)		9.8	24.8	32.9	34.7	39.9	45.8	51.8	58.5
租赁单价增长率(%)			153.4%	32.8%	40.0%	15.0%	15.0%	13.0%	13.0%
平均租赁期限(月)		11	12	6	12	12	12	12	12
租赁收入(万元)		190	525	348	734	844	971	1,097	1,240
销售面积(m ²)			36,224		8,772				
平均销售单价(元/m ²)			4,173		4,173				
销售收入(万元)			15,117		3,661				
小计(万元)		190	15,642	348	4,395	844	971	1,097	1,240
合计(万元)		604	18,021	4,807	11,108	5,054	5,812	6,633	7,570

出口加工区

出口加工区为公司的配套服务物业,包括东、西两个区块,拥有 91 套标准厂房及职工公寓等配套服务设施,目前入驻加工区的主要为皮革、裘皮服装、箱包皮具制品及牛仔休闲服饰等皮革制品的生产厂家。出口加工区建筑面积共计 25.9 万 m^2 ,其中 14.54 万 m^2 已被出售,余下 11.35 万 m^2 可作将来租赁之用。2008 年-2009 年 6 月底,出口加工区厂房平均月租赁单价基本保持稳定,大致保持在 9-10 元/ m^2 ·月。2008 年该区平均月租赁单价较 2007 年增长 22.4%,主要因为加工区公司提高厂房的租金水平及加工区公司出售了部分租金水平较低的厂房所致。

由于出口加工区未来可供出售的厂房面积有限(公司暂无考虑),我们仅计算了其物业租赁收入。在租金水平小幅增长的假设下,预计 2010-2013 年该配套物业产生的租赁收入分别为 1402 万元、1458 万元、1502 万元和 1532 万元。



出口加工区	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
租赁面积 (m^2)	199,418	199,418	199,418	113,545	113,545	113,545	113,545	113,545	113,545
平均租赁单价(元/ m^2 ·月)	7.7	8.4	10.2	9.4	9.8	10.3	10.7	11.0	11.2
租赁单价增长率(%)		8.4%	22.4%	-7.7%	-4.1%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%
平均租赁期限(月)	8	12	5	6	12	12	12	12	12
租赁收入(万元)	1,198	1,998	1,787	642	1,335	1,402	1,458	1,502	1,532
销售面积(m^2)	50,337		95,087						
平均销售单价(元/ m^2)	1,290		1,242						
销售收入(万元)	6,493		11,806						
合计(万元)	7,691	1,998	13,593	642	1,335	1,402	1,458	1,502	1,532

老城市场

老城市场建筑面积共计 5.75 万 m²,除市场公共区域 2 万 m²外,可租赁面积达 3.75 万 m²。2007 年 12 月 29 日,公司将老城市场整体租赁给了颐高集团,租期 12 年,自 2008 年 7 月 10 日起开始计算。租赁费采取先扶后用的方式,每半年支付一次。租赁前两年租金以颐高集团为装修租赁形成的实物资产折抵,第三年租金 1120 万元,以后每年递增 60 万元,至租赁期满。

2008 年和 2009 年 1-6 月,老城市场分别实现租金收入 300 万元和 200 万元,预计 2009-2013 年租赁收入分别为 400 万元、500 万元、1120 万元、1180 万元和 1240 万元,同比增幅为 33.3%、25%、124%、5.4%和 5.1%。

老城市场	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
租赁面积 (m ²)			37,479	37,479	37,479	37,479	37,479	37,479	37,479
平均租赁单价(元/m ² ·月)			6.7	8.9	8.9	11.1	24.9	26.2	27.6
租赁单价增长率(%)				33.3%	33.3%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%
平均租赁期限(月)				6	12	12	12	12	12
租赁收入(万元)			300	200	400	500	1,120	1,180	1,240
合计(万元)			300	200	400	500	1,120	1,180	1,240

综合商务楼

综合商务楼位于二期市场中心区域,包括一幢 23 层的主楼和 4 层的裙房,占地面积 1.84 万 m²,建筑面积 4.93 万 m²。综合商务楼于 2007 年 3 月开工,2009 年底完工。综合商务楼主楼部分面积除了用于公司办公之外,余下面积将主要用于出售或出租;裙房部分拟开发为市场商铺。

按照公司的规划,综合商务楼自用面积为 7312 m²,计划出售面积 6861 m²,其余部分将用于租赁。截至 2009 年 6 月底,综合商务楼已预售 5168 m²,销售单价为 5700-6000 元/m²;2009 年主楼租赁单价为 250 元/m²·年,以后租金每年增长 3%,2009 年预计出租率为 55%,2010 年出租率可达 75%,2012 年实现满租。

在以上假设情况之下,预计综合商务楼 2009-2013 年的营业收入分别为 2946 万元、1973 万元、1314 万元、1644 万元和 1828 万元。

综合商务楼	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
主楼:					
租赁面积(m ²)		8,190	9,828	10,920	10,920
平均租赁单价(元/m ² ·年)		258	265	273	281
裙房:					
租赁面积(m ²)		18,173	21,808	24,231	24,231
平均租赁单价(元/m ² ·年)		420	483	555	628
租赁收入(万元)		974	1,314	1,644	1,828
销售面积(m ²)(主楼)	5,168	1,693			
平均销售单价(元/m ²)	5,700	5,900			
销售收入(万元)	2,946	999			
合计(万元)	2,946	1,973	1,314	1,644	1,828

除了商铺及配套物业的租赁和销售之外,公司还有一些商品销售和酒店经营业务等。这些业务尽管总体收入占比不大,但已构成了公司专业市场经营的重要组成部分。

商品销售

商品销售主要由进出口业务构成,占商品销售比例超过 99%,其余不足 1%系由皮革城大酒店试营业后的商品销售形成。目前,公司控股子公司进出口公司负责公司全部进出口业务,其主要从事各类商品及技术的进出口业务,旨在为市场商户提供进出口配套服务。进出口公司目前主要采用代理方式,通过代理形式实现的商品销售收入超过 95%。进出口公司的进出口业务以出口为主,约占进出口业务总收入 99%左右,主要来源于纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口;进口业务所占比重较小,约占进出口业务总收入 1%左右。

由于受到金融危机影响,公司商品销售业务毛利在 2009 年进入低谷,2009 年上半年较 2008 年同期大幅减少。商品销售的毛利率由以前正常年份的 7%左右迅速下滑至 2009 年的 4%。我们认为,2010 年开始公司这一业务的毛利率有望回升至 7%左右的水平。

商品销售	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入(万元)	20,981	23,772	24,061	9,420	22,376	25,733	28,306	31,137	34,251
同比增长率(%)		13.3%	1.2%	-10.1%	-7.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	6.8%	7.0%	6.1%	4.0%	4.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
销售成本(万元)	19,560	22,110	22,588	9,046	21,481	23,932	26,325	28,957	31,853
销售毛利(万元)	1,420	1,662	1,473	374	895	1,801	1,981	2,180	2,398

酒店经营

公司投资新建的市场配套设施皮革城大酒店于 2008 年 11 月试营业。酒店占地面积 0.98 万 m², 建筑面积 5.07 万 m², 分地下 2 层和地上 26 层, 共有客房 310 间。公司对皮革城大酒店总投入约为 2 亿元, 在项目实施过程中, 已出售其中的 5-14 层, 回笼资金 5699 万元。为了满足日益增长的市场需要, 公司以每年支付租金 405.49 万元的方式向全部购房者租回了上述楼层以作客房之用, 租赁期限为 2008 年 10 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日。

由于酒店在 2008 年 11 月才营业, 加上部分楼层尚未完成装修, 因此 2008 年和 2009 年均处于亏损经营状态, 2008 年和 2009 年上半年净利润分别为 -898.8 万元和 -309 万元。随着酒店经营步入正常化, 预计 2010 年开始将逐渐实现盈利。

大酒店	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
客房数 (间)	230	230	230	310	310	310	310
出租率 (%)			40%	45%	50%	55%	60%
客房单价 (元/间·天)			400	400	450	480	500
客房收入 (万元)			1,343	2,037	2,546	2,987	3,395
餐饮收入 (万元)			1,612	2,240	2,699	3,017	3,123
营业收入 (万元)	434	1,399	2,955	4,277	5,245	6,004	6,517
毛利率 (%)	-102.8%	-29.8%	0.0%	30.0%	45.0%	50.0%	55.0%

公司拟建或投资的项目主要有佟二堡海宁皮革城、皮革城三期、四期市场项目、江苏沭阳皮革城项目以及东方艺墅等。

佟二堡海宁皮革城

辽宁灯塔佟二堡经济特区拥有良好的皮装、裘皮产业基础。佟二堡经济特区有 1,100 余家皮革、裘皮服装生产企业, 产品不仅销往全国各地, 还远销美国、俄罗斯、塔吉克斯坦、哈萨克斯坦、丹麦、韩国等国家, 是全国三大皮装生产基地之一和全国最大的水貂裘皮服装生产加工基地。公司项目佟二堡海宁皮革城所处位置交通便利, 灯塔佟二堡海宁皮革城毗邻客运物流中心, 距离沈阳市仅 40 公里。佟二堡地区现有皮革专业市场 7 个, 营业面积达到 10 万 m², 公司进驻佟二堡地区既可以有效扩大当地皮革市场的规模和影响力, 也会面临一定的竞争压力。

公司投资新建的佟二堡海宁皮革城位于辽宁灯塔佟二堡经济特区, 项目包括一座 4 层的交易市场和 14 层的配套商务酒店, 总建筑面积为 174,536 平方米, 其中市场规划建筑面积为 158,000 平方米, 配套商务酒店建筑面积为 16,536 平方米。该项目计划于 2009 年 8 月开工, 2011 年交付使用。

根据公司规划,在 15.8 万 m²的商铺面积中,未来可租赁面积为 5.6 万 m²,拟出售面积 2.4 万 m²,其余面积为市场公共区域。预计 2011-2013 年,佟二堡项目产生的收入分别为 18304 万元、12512 万元和 6720 万元。

佟二堡	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
租赁面积 (m ²)			56,000	56,000	56,000
平均租赁单价(元/m ² ·月)			70.0	85.0	100.0
租赁单价增长率(%)				21.4%	17.6%
平均租赁期限(月)			12	12	12
租赁收入(万元)			4,704	5,712	6,720
销售面积(m ²)			16,000	8,000	
平均销售单价(元/m ²)			8,500	8,500	
销售收入(万元)			13,600	6,800	
合计			18,304	12,512	6,720

皮革城商贸项目（四期）

2007年5月和2008年9月,公司与森桥实业分别签订协议,拟共同投资设立“皮革城商业开发有限公司”,联合开发后者已经受让的海宁市海州西路、海宁大道西北角面积为49527m²的地块。该地块将用于建设一个建筑面积约为5.24万m²的皮革沙发交易区、5.01 万m²的皮革研发中心（含商务办公）、2850m²的皮革博物馆和近1.5 万m²的地下停车库。本项目建成后,将逐步培育成为华东地区乃至全国以皮革沙发为主导、集沙发套等相关产品为一体的批零兼营的大型专业市场,同时又具皮革研发、商务办公及展示皮革历史文化的皮革博物馆功能。该项目拟投资3亿元,目前尚未动工。

江苏沭阳皮革城

2008 年 7 月,公司以 203.6 万元收购江苏显通 20%的股权,成为江苏显通的第一大股东,并享有其 30%的收益权。目前,江苏显通正在开发江苏沭阳海宁皮革城。沭阳海宁皮革城占地 2 万 m²,建筑面积 5.22 万 m²,已于 2007 年 11 月动工,预计在 2009 年底竣工。

东方艺墅

东方艺墅是公司唯一的住宅开发项目。该项目占地面积 11.2 万 m²,规划建筑面积 12 万 m²,预计投资总额为 5.4 亿元。项目已于 2008 年 7 月正式开工,定位于多层的高品质住宅小区,并分 3 期进行开发。截至 2009 年 6 月底,公司已收到项目预售款 10738.9 万元。

三、募集资金项目分析

公司拟向社会公开发行人普通股 7000 万股,募集资金将用于海宁中国皮革城三期工程项目。海宁中国皮革城三期工程项目总投资为 60000 万元,其中土地出让金 13900 万元,募集资金拟用于支付其余 46100 万元投资。

项目名称	投资总额	募集资金	投资计划		预计投产年份	投资回收期
			第 1 年	第 2 年		
三期工程	60000	46100	16100	30000	销售:2009 年 租赁:2010 年	8.4 年

针对皮革产业集群升级和皮革企业发展的实际需要,公司三期工程“品牌时尚广场”的功能将定位突出五个方面:1)个性化展示功能;2)区域营销中心功能;3)设计师创业园区功能;4)商务服务功能;5)高档休闲区功能。因此,三期市场不仅是公司现有市场的普通外延式扩张,而且还是公司现有市场服务的内涵式发展。

三期项目占地面积 99551 m²,建筑面积 204808 m²,可以划分为 5 个区域,即沿河景观单元区、1500 m²单元区、2000 m²单元区、高层综合商务区和会所服务区。

市场区域	沿河景观单元区	1500 m ² 单元区	2000 m ² 单元区	高层综合商务区	会所服务区
建筑面积	55500 m ²	42000 m ²	64000 m ²	30000 m ²	9000 m ²

三期项目收入预测

三期项目于 2009 年 1 月正式动工,截至 2009 年 6 月底,公司已向该项目投入资金 2.24 亿元。三期项目主要采用租售结合的方式,其中租赁部分面积为 60%,约占 12.29 万 m²,销售部分的面积为 40%,约占 8.19 万 m²。

目前海宁市区写字楼年租金水平大约在 320—380 元/m²之间,皮革城一期市场年租金水平 1218 元/m²。三期项目商铺与其他配套区域的面积分别为 5.4 万 m²和 15.1 万 m²,其综合平均租赁单价在 2010 年有望达到 30 元/m²·月,且以后三年每年递增 20%。预计 2010-2013 年三期项目租赁收入分别为 2212 万元、4247 万元、6370 万元和 7644 万元。

2006 年皮革城大酒店商务楼层平均预售价为 5000 元/m²,皮革城二期原辅

料市场预售价为 4200 元/㎡,2007 年底二手转让价已达到 8000 元/㎡。从当前三期项目的预售情况来看,其平均售价也达到 5650 元/㎡以上,因此可以预计该项目在未来两年内的平均售价有望达到 5700 元/㎡,2010 年和 2011 年销售收入分别为 34200 万元和 12496 万元。

三期项目	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
租赁面积 (㎡)		61,442	98,308	122,885	122,885
平均租赁单价(元/㎡·月)		30.0	36.0	43.2	51.8
租赁单价增长率(%)			20.0%	20.0%	20.0%
平均租赁期限(月)		12	12	12	12
租赁收入(万元)		2,212	4,247	6,370	7,644
销售面积(㎡)		60,000	21,923		
平均销售单价(元/㎡)		5,700	5,700		
销售收入(万元)		34,200	12,496		
合计		36,412	16,743	6,370	7,644

四、盈利预测及估值分析

预计公司 2009–2013 年主营业务收入分别为 56497 万元、86650 万元、90555 万元、80176 万元和 81409 万元;净利润分别为 8606 万元、13453 万元、15544 万元、14443 万元和 15238 万元;EPS(全面摊薄)分别为 0.31/0.48/0.56/0.52/0.54 元。

考虑到公司经营模式、行业地位及其在未来几年释放业绩的能力,给予其 2010 年 35 倍 PE,公司合理价值应为 16.8 元。

单位(万元)	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
商铺及配套物业租赁	5,643	7,519	10,463	6,917	14,026	18,941	28,158	33,210	37,313
老城市场			300	200	400	500	1,120	1,180	1,240
一期市场	4,448	4,917	5,473	4,000	7,999	8,799	9,503	10,168	10,779
二期市场		604	2,903	2,075	4,292	5,054	5,812	6,633	7,570
出口加工区	1,195	1,998	1,787	642	1,335	1,402	1,458	1,502	1,532
综合商务楼						974	1,314	1,644	1,828
三期市场						2,212	4,247	6,370	7,644
佟二堡市场							4,704	5,712	6,720
商铺及配套物业销售	16,617	32,033	26,923	8,659	15,689	35,199	26,096	6,800	0
一期市场	10,124	32,033		151	151				
二期市场			15,117	2,731	6,816				
大酒店				5,776	5,776				
出口加工区	6,493		11,806						
综合商务楼					2,946	999			
三期市场						34,200	12,496		
佟二堡市场							13,600	6,800	
商品销售	20,981	23,772	24,061	9,420	22,376	25,733	28,306	31,137	34,251
酒店服务			434	1,399	2,955	4,277	5,245	6,004	6,517
其他	326	1,400	2,522	446	1,450	2,500	2,750	3,025	3,328
主营业务收入合计	43,565	64,723	64,403	26,840	56,497	86,650	90,555	80,176	81,409
同比增长率(%)		48.6%	-0.5%		-12.3%	53.4%	4.5%	-11.5%	1.5%

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	522	418	1,735	1,617	营业收入	646	567	870	909
现金	55	28	1,186	1,069	营业成本	386	329	467	471
应收账款	18	38	49	42	营业税金及附加	49	43	67	70
其他应收款	20	17	26	27	营业费用	29	23	61	65
预付款项	4	5	7	7	管理费用	31	26	42	44
存货	424	329	467	471	财务费用	18	29	28	25
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	876	952	1,102	1,270	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	79	80	80	80	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	243	302	436	594	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	17	24	38	48	营业利润	129	117	204	234
其他非流动资产	537	547	548	549	营业外净收支	5	19	5	5
资产总计	1,398	1,371	2,837	2,887	利润总额	134	136	209	239
流动负债	658	453	646	530	所得税	37	37	54	60
短期借款	56	59	10	10	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	113	52	181	54	净利润	97	99	155	179
其他流动负债	490	342	455	466	少数股东损益	13	13	20	24
非流动负债	276	355	355	355	归属母公司净利润	85	86	135	155
长期借款	276	355	355	355	EBITDA	175	172	269	312
其他非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.31	0.48	0.56
负债合计	934	808	1,001	885	主要财务比率				
少数股东权益	23	36	56	80	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	210	210	280	280	成长能力				
资本公积	98	98	1,146	1,146	营业收入	-0.2%	-12.2%	53.3%	4.5%
留存收益	133	219	353	497	营业利润	9.5%	-9.8%	75.0%	14.3%
归属母公司股东权益	440	526	1,780	1,923	归属母公司净利润	4.7%	1.6%	56.3%	15.5%
负债和股东权益	1,398	1,371	2,837	2,887	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	40.2%	41.9%	46.3%	48.2%
单位:百万元					净利率(%)	13.1%	15.2%	15.5%	17.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	19.2%	16.3%	7.6%	8.1%
经营活动现金流	-22	108	298	141	ROIC(%)	39.3%	27.9%	38.0%	26.4%
净利润	97	99	155	179	偿债能力				
折旧摊销	28	26	36	53	资产负债率(%)	66.8%	59.0%	35.3%	30.6%
财务费用	18	29	28	25	流动比率	0.79	0.92	2.69	3.05
投资损失	4	0	0	0	速动比率	0.15	0.20	1.96	2.16
营运资金变动	-257	-45	79	-115	营运能力				
其他经营现金流	88	-1	-1	-1	总资产周转率	0.48	0.41	0.41	0.32
投资活动现金流	-164	-101	-185	-220	净资产周转率	1.62	1.17	0.75	0.49
资本支出	231	84	170	210	每股指标 (元)				
长期投资	-23	10	0	0	EPS(摊薄)	0.30	0.31	0.48	0.56
其他投资现金流	44	-7	-15	-10	每股净资产	2.10	2.51	6.36	6.87
筹资活动现金流	51	-33	1,045	-38	每股经营现金流	-0.10	0.52	1.06	0.50
短期借款	-165	3	-49	0	估值比率				
长期借款	127	79	0	0	P/E	-	-	-	-
普通股增加	0	0	70	0	P/B	-	-	-	-
资本公积增加	0	0	1,049	0	P/S	-	-	-	-
其他筹资现金流	89	-115	-24	-38	EV/EBITDA	-	-	-	-
现金净增加额	-137	-27	1,158	-117					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。