

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120014

联系人： 童兰 (8627)65799773 tonglan@cjsc.com.cn

打破产地局限，皮草细分市场龙头扩张正当时

事件描述

近日我们调研了海宁皮城，其主要内容为：

- 海宁皮城目前在中国皮草细分市场中具有显著优势，使得海宁皮城异地扩张成为可能，保证了海宁皮城目前盈利模式的可复制性；
- 公司目前储备项目较为丰富，为公司近几年内的迅速发展提供了资源条件；
- 公司目前在租的商铺及配套物业租金水平稳中有升，且海宁二期的鞋业市场经过商铺调整，租金提升的幅度较大；
- 公司自然人股东的限售股解禁日为 2011 年 1 月 26 日，存在一定的解禁压力。

事件评论

第一，海宁皮城在皮草细分交易市场中优势显著，其盈利模式可打破区域局限性进行复制

海宁皮城目前是我国交易额排名第二的皮革专业交易市场，广州花都狮岭皮革皮具城排名第一，但由于广州花都交易市场以箱包为主，而海宁皮城主要以皮草服饰为主，因此两者之间不存在明显的竞争。我国的皮草产地主要有海宁、佟二堡以及河北辛集，而海宁皮城已牢牢占据了海宁以及佟二堡两个，在市场规模以及品牌号召力上具备显著优势。除此之外，海宁皮城还具备以下特点使得其盈利模式的复制可以打破区域局限：

1) 皮草服装的高附加值使得运输成本相对较低，价格吸引力的维持使异地扩张成为可能

海宁皮革城交易市场中以皮草服装批发零售为主，目前海宁皮城所占据的市场大都集中在产地附近，其强大的集客能力主要来自于产地价格的吸引力，而皮草服装的高附加值使得产品销往外地的运输成本相对较低，从而保证皮草服装在外地仍维持价格吸引力，因此皮革专业交易市场的扩张可打破产地的局限性，在皮草服装需求较大的销地具备较大的扩张空间。

2) 专业的管理能力以及良好的市场基础解决了海宁皮城跨区域扩张的招商问题

海宁中国皮革城原名浙江皮革服装城，于 1994 年建成开业，至今已有 16 年的市场基础，作为皮革专业交易市场的培育者和管理者，海宁皮城在与皮草生产商以及批发贸易商的长期合作中建立了良好的关系，稳固的商户群体解除了海宁皮城同城以及异地扩张的招商顾虑，且国内目前的专业皮革市场成规模的并不多见，集客能力强的专业市场具有一定的稀缺性，海宁皮城专业的管理能力及广泛的市场认知度成为其解决异地扩张招商问题的另一保证，目前海宁佟二堡皮革市场的良好运营状况也证明了公司异地扩张的管理及招商问题都能得到妥善解决。

3) 较低的扩张成本使得海宁皮城保持较高的毛利水平

相比一般的零售业态较大依赖于所在商圈的客流量，海宁皮城在进行扩张时对物业地理位置要求不算太高，所选择的土地或者物业大多在人流较少的市郊，仅要求交通便利以及方便停车，因此海宁皮城的拿地成本大多较低。公司较低的扩张成本保证了公司较高的毛利水平，且良好的招商也解决了公司空置物业的后顾之忧。

我们认为，以上几点保证了海宁皮城未来的盈利增长，海宁皮城凭借其自身专业的市场培育以及管理能力在规模扩张进程中与其他竞争者拉开了差距，牢牢占据了市场拓展的先发优势。同时海宁皮城良好的市场基础以及客户关系也为其解决了异地扩张的招商问题，保证了公司的扩张成功率，公司的较高毛利水平也将进一步助力利润增长。

第二，公司有意向成都以及河南新乡进行销地扩张，丰富项目储备为利润增长保证空间

公司目前的项目储备包括沭阳皮革工业园项目、斜桥皮革加工区项目、佟二堡海宁皮革城二期项目、新乡海宁皮革城项目以及成都市新都项目，其中前三个都是在原本的市场基础上进行夯实和扩展，而河南新乡以及成都新都项目是公司真正意义上的首次销地扩张，经营效果值得期待。

河南新乡皮革城有望于 2011 年 10 月开业，且公司承诺开业之年招商满员率（面积出租率）不低于 80%，开业后三年内满员率不低于 95%。据了解，实际招商情况好于预期，预计当年的招商率即可达到 90% 以上，当年即可贡献租金收入超过 1000 万。我们认为，公司目前的项目储备为公司的营业利润增长提供了增长空间，良好的招商能力保障了公司扩张经营的效果。

表 1: 海宁皮城项目储备一览表

项目名称	投资金额	项目情况	项目进度
沭阳皮革工业园项目	约 7000 万，自筹解决	项目用地约 120 亩，标准厂房建筑面积约 10 万平方米，基于服务沭阳海宁皮革城的皮革产业，该项目厂房建成后拟以 1: 1 的面积比例进行租售	
城斜桥皮革加工区项目	约 33,800 万，使用首发超募资金 2000 万，自筹 1380 万	项目总用地约 300 亩，计划标准厂房及办公等附属设施建筑面积约 24 万平方米，建设周期约为 24 个月，拟以 1: 1 的面积比例进行租售	2011 年 1 月 5 日签署对外投资协议
成都市新都项目	投资总额 6,000 万，自筹解决	项目面积约 200 亩	协议书已于 2011 年 1 月 7 日签署
佟二堡海宁皮革城二期项目	投资总额约 29,981 万，自筹解决	项目用地约 77,159.95 平方米，总建筑面积约 131,949 平方米，建设内容为 29,690 平方米的原辅料市场和 102,259 平方米的裘皮交易市场，建设周期两年，建成后拟以 8:2 的面积比例进行租售	2010 年 4 月已竞得该地
新乡海宁皮革城项目	约 6,120 万，使用首发超募资金，2011 年 1 季度实际出资	购买汇金国际城市广场项目专业市场区的一期汇金城 E 座（地下一层、地上四层建筑）约 5 万平方米	购房时间为 2011 年 4 月，新乡海宁皮革城计划开业时间为 2011 年 10 月

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司目前在租物业租金稳中有升，已出售物业的在未来两年逐步确认

公司目前在租的物业主要为海宁皮革城 1-4 期市场以及佟二堡一期市场，2010 年的可出租面积约为 43.63 万平米，预计 2011 年及 2012 年将达到 52.32 万平米及 54.78 万平米，而租金水平大多保持稳定。其中海宁皮革市场 2 期的鞋业市场在 2010 年进行了商铺调整，将鞋业广场 2 楼以上部分改为皮革服装商铺，调整后租金预计在 2010 年出现 1-2 倍的大幅提升，且 2011-2012 年仍能保持较高的增速。同时海宁皮革城 4 期裘皮精品广场于 2010 年 10 月开始营业，当年即实现 100% 招商率，4 期的租金及承租权费合计约 603.18 元/月*平米（合同签订期限为 5 年），因此皮革城 4 期自 2011 年起每年预计能带来约 2 亿的租金收入。

表 2: 公司可供出租物业明细

单位: 平米

物业名称	2009 年	2010E	2011E	2012E
老城市场	37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87
一期市场	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97
出口加工区	113,545.48	113,545.48	113,545.48	113,545.48
二期鞋业广场	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80
二期毛皮服饰牛仔城	27,036.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20
二期原辅料市场	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73
三期市场		61,442.40	98,307.80	122,884.80
四期裘皮广场		29,580.00	29,580.00	29,580.00
佟二堡市场一期		56,000.00	56,000.00	56,000.00
综合商务楼主楼	10,920.00	10,920.00	10,920.00	10,920.00
综合商务楼裙楼	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00
新乡海宁			50,000.00	50,000.00
合计	289,317.05	436,339.45	523,204.85	547,781.85

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 公司可供出租物业租金水平明细表

单位: 元/月*平米

物业名称	2009 年	2010E	2011E	2012E
老城市场	8.89	24.90	26.24	27.57
一期市场	163.55	179.91	197.90	217.69
出口加工区	9.43	10.30	11.23	12.24
二期鞋业广场	55.18	110.36	165.54	198.65
二期毛皮服饰牛仔城	70.35	84.42	101.30	121.56
二期原辅料市场	32.87	34.18	35.55	36.97
三期市场		16.67	17.33	18.03
四期裘皮广场		603.18	603.18	603.18
佟二堡市场一期		90.00	99.00	108.90
综合商务楼主楼	16.67	16.67	16.67	16.67
综合商务楼裙楼	83.33	87.50	91.88	96.47
河南新乡			70.00	77.00

资料来源: 长江证券研究部

老城市场目前出租给颐高公司, 租期为 4 年, 且租约中订明租金每年增加 60 万, 老城市场 2010 年的租金贡献约为 1120 万。除了二期鞋业广场的租金水平将在 2010-2011 年出现较大幅度的提升, 其余的商铺及配套物业的租金水平均保持稳中有升的趋势, 我们认为, 公司目前的市场经营十分稳健, 商户对铺位的需求较为强烈, 未来公司商铺及配套物业的出租率预计仍能稳定在 95%以上, 租金的提升将带来公司租金收入的稳定增长。

表 4: 公司租金收入预测表

单位: 万元

物业名称	2010E	2011E	2012E
老城市场	1119.87	1180.13	1239.95
一期市场	8799.29	9679.22	10647.14
出口加工区	1403.42	1529.73	1667.41
二期鞋业广场	2343.09	3514.64	4217.57
二期毛皮服饰牛仔城	2738.88	3286.65	3943.98
二期原辅料市场	724.19	753.15	783.28
三期市场	1228.85	2044.80	2658.24
四期裘皮广场	4,826.39	19853.70	19,853.70

佟二堡市场一期	1512.00	6652.80	7318.08
综合商务楼主楼	218.40	218.40	218.40
综合商务楼裙楼	2544.26	2671.47	2805.04
河南新乡		1050.00	4620.00
合计	27458.63	52434.70	59972.79

资料来源：长江证券研究部

除了物业出租，公司的部分商铺及配套物业也进行出售，公司已有部分物业预售已完成，如海宁皮革城三期的西区部分，东区销售部分已在 2010 年进行确认，预计三期西区的销售价格将略高于东区，约 6000-7000 元/平米。此外，2010 年已预售佟二堡一期 37 家商铺，平均认购单价约 3.48 万元/平方米。同时，公司目前唯一的地产项目东方艺墅也有望在 2011 年开始确认收入（售价约为 7000-10000 元/平米），预计分 3 年确认完毕。

我们认为，海宁皮革城 3 期西区销售收入有望在 2012 年进行确认，同时佟二堡 1 期以及东方艺墅的销售收入也预计能在 2011 年开始确认，商铺以及配套物业销售收入将成为公司利润增长的另一重要来源。

我们假设东方艺墅的售价为 8000 元/平米，佟二堡 1 期商铺的价格为 34800 元/平米，海宁皮革城 3 期西区的售价为 6000 元/平米，且东方艺墅 2011-2013 年每年确认 1/3 收入，佟二堡 2011-2012 年的确认比例为 1: 1，海宁皮革城 3 期西区 2012 年确认完毕。

表 5：商铺及配套物业销售收入确认预测表

	可售面积(平米)	收入(万)	2011E	2012E	2013E
东方艺墅	120230	102195.5	34065.17	34065.17	34065.17
佟二堡一期	6715	23368.2	11684.10	11684.10	0.00
海宁三期	25602	15361.2	0.00	15361.20	0.00

资料来源：长江证券研究部

第四，我们预计 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.33 元和 1.62 元，维持谨慎推荐评级

我们认为，由于公司 2010 年新增的商铺及配套物业面积较大，且公司在租物业的租金水平稳中有升，预计租金收入的增加将在 2011 年集中体现，部分物业的销售收入也将在 2011 年开始确认。除此之外，公司的商品销售业务已趋于平稳，收入增长较为稳定。

公司在皮革专业市场的招商能力未来将持续助力公司在产地及销地扩张，除了河南新乡以及成都新都项目，公司也计划将北京及武汉地区作为覆盖市场的下一目标，稳健的经营风格加上清晰的战略目标将成为公司持续发展的加速器。公司自然人股东所持有的股票将在 2011 年 1 月 26 日进行解禁，限售股解禁或会带来一定的卖出压力。

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.33 和 1.62 元，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	560	929	1377	1664	货币资金	223	2410	3372	4092
营业成本	330	498	643	775	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	229	431	734	889	应收账款	52	87	129	155
% 营业收入	41.0%	46.4%	53.3%	53.4%	存货	815	1206	1511	1819
营业税金及附加	50	83	123	149	预付账款	12	17	22	26
% 营业收入	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	25	40	59	72	流动资产合计	1102	3720	5033	6092
% 营业收入	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	36	46	69	83	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	109	115	115	115
财务费用	7	-9	-18	-24	投资性房地产	525	525	525	525
% 营业收入	1.2%	-1.0%	-1.3%	-1.4%	固定资产合计	246	308	362	402
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	17	16	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	32	0	0	递延所得税资产	10	0	0	0
营业利润	110	303	501	610	其他非流动资产	-93	-93	-93	-93
% 营业收入	19.7%	32.6%	36.4%	36.6%	资产总计	1915	4591	5957	7056
营业外收支	23	0	0	0	短期贷款	100	0	0	0
利润总额	133	303	501	610	应付款项	160	237	296	357
% 营业收入	23.8%	32.6%	36.4%	36.6%	预收账款	679	1858	2755	3328
所得税费用	35	76	125	152	应付职工薪酬	4	6	7	9
净利润	99	227	376	457	应交税费	18	34	52	64
归属于母公司所有者					其他流动负债	164	240	310	374
的净利润	97.4	225.4	373.3	454.1	流动负债合计	1124	2374	3421	4131
少数股东损益	1	2	3	3	长期借款	218	50	50	50
EPS（元/股）	0.35	0.81	1.33	1.62	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	367	1163	1114	880	负债合计	1342	2424	3471	4181
取得投资收益	0	32	0	0	归属于母公司	543	2135	2452	2838
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-6	0	0	少数股东权益	30	31	34	37
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	573	2166	2486	2875
固定资产投资	-67	-109	-114	-117	负债及股东权益	1915	4591	5957	7056
其他	66	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1	-83	-114	-117		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.348	0.805	1.333	1.622
股权融资	28	1400	0	0	BVPS	2.59	10.17	11.68	13.51
银行贷款增加（减少）	-196	-268	0	0	PE	141.78	61.24	36.98	30.40
筹资成本	30	-25	-38	-44	PEG	2.11	0.91	0.55	0.45
其他	-61	0	0	0	PB	19.06	4.85	4.22	3.65
筹资活动现金流净额	-199	1108	-38	-44	EV/EBITDA	90.27	33.55	19.27	14.74
现金净流量	167	2187	963	719	ROE	17.9%	10.6%	15.2%	16.0%

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。