



异地扩张步伐加快 提升公司价值

买入首次评级

目标价 68 元

投资要点:

- 商铺租金大幅提升对业绩贡献大
- 地产销售收入近两年逐步确认
- 销地扩张稳步推进, 成都项目值得期待

报告摘要:

- **在行业中居龙头地位, 品牌优势明显。**公司依托海宁“中国皮都”的产业基础, 发挥公司的品牌优势、客户优势、先发优势、资金优势、管理优势, 进一步完善皮革产业综合服务体系, 打造高品质、高效率的皮革产品经营平台, 内部拓展、外部扩张, 加快搭建全国性的皮革营销网络, 努力构建皮革产品流通新模式。
- **商铺可租面积上升, 租金大幅上涨, 带动营业收入和营业利润大幅增长。**公司 2010 年商铺及配套物业租赁实现收入 29,173.56 万元, 同比增长 95.18%, 主要是皮革城三、四期市场及灯塔佟二堡皮革城一期市场新增了出租面积, 原有出租物业租金水平上涨。2011 年一季度公司营业收入高速增长, 一方面是商铺租金收入增加, 另一方面是东方艺墅房产项目部分交房实现了收入, 这块地产收入将在未来两年贡献收入。
- **如愿竞得地块, 投资项目建设继续顺利进行。**海宁皮革城五期项目需要东西两块地块, 其中西侧地块 41,723 平方米公司已于 2011 年 3 月份以人民币 13,750 万元的价格竞得, 东侧地块 15,183 平方米也已于 5 月上旬以人民币 5,000 万元的价格竞得, 这两块地的成功竞得使得海宁五期项目得以顺利进行。
- **积极开拓异地市场, 扩大全国市场。**公司 2011 年开拓异地市场计划包括佟二堡皮革城二期工程项目、成都海宁皮革城项目和沭阳皮革城加工区项目, 新乡皮革城有望在 10 月开业, 成都项目静候土地获批公告。公司的全国扩张战略将逐步转化为业绩。

业绩预测与投资建议。给予公司“买入”投资评级, 按照 40 倍 PE 的动态估值, 以 2011 年预测每股收益 1.7 元保守测算 6 个月目标价为 68 元。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	559	1,020	1,784	2,340	2,835
净利润	98.5	251	475	603	722
每股收益	0.46	0.89	1.70	2.15	2.58
市盈率 (PE)	---	56.08	29.36	23.21	19.35

中小市值上市公司研究组

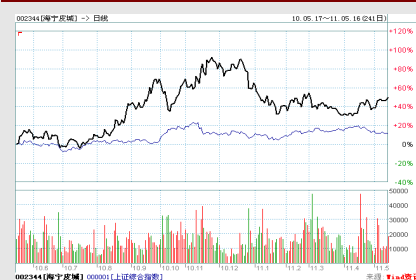
分析师:

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	4579	较分散
20101231	6704	较集中
20100930	8283	较集中

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20110331	20101231
基金持股	1210.49	3922.52
占流通 A 股比	15.61%	56.04%
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

目录

一、公司品牌优势明显，业绩高增长.....	3
1、作为皮革行业的龙头，突出的品牌优势.....	3
2、2010 年和 2011 年 1 季度业绩高增长.....	3
二、公司经营皮革市场的商业模式前景看好.....	3
三、商铺租金大幅上涨，“一铺难求”局面将持续.....	4
四、公司项目持续开发，积极开拓异地市场.....	4
1、 如愿竞得地块，投资项目按计划顺利进行.....	4
2、 着眼全国，进军异地市场.....	4
五、公司核心竞争力分析	5
六、盈利预测	5
七、估值分析	6

插图

图 1: 2010 年各分产品营业收入占比.....	3
图 2: 2010 年各分产品利润贡献额占比.....	3
图 3: 海宁皮城历史 PE_Band.....	6
图 4: 海宁皮城历史 PB_Band	7

表格

表 1: 2011 年进军异地市场项目	5
表 2: 利润预测表.....	5
表 3: 公司财务报表预测汇总.....	7

一、公司品牌优势明显，业绩高增长

1、作为皮革行业的龙头，突出的品牌优势

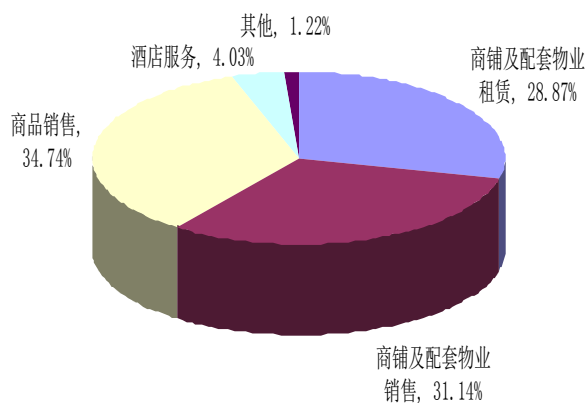
海宁中国皮革城股份有限公司地处被称为“中国皮都”的浙江海宁，主营业务为皮革专业市场的开发、租赁和服务，依托海宁皮革的产业基础，具有强大的品牌优势，海宁中国皮革城是中国皮革界规模最大、影响最广、最具竞争力优势的专业市场，海宁品牌已经成为中国皮革业的代称。另外，公司还有行业龙头所独有的客户优势、先发优势、资金优势和管理优势。全国皮革产地主要有海宁、佟二堡、河北辛集，公司占据两地。

2、2010 年和 2011 年 1 季度业绩高增长

2010 年公司年报显示，2010 年公司实现营业收入 101,987.23 万元，同比增加 82.23%。其中商铺及配套物业销售实现收入 31,465.68 万元，同比增加 130.33%；商铺及配套物业租赁实现收入 29,173.56 万元，同比增长 95.18%；酒店服务实现收入 4,077.46 万元，同比增长 22.77%；商品销售实现收入 35,102.21 万元，同比增加 54.87%。2010 年实现净利润 25,109.29 万元，比上年度增长 154.87%；归属于上市公司股东的净利润 25,087.53 万元，比上年度增长 157.68%。

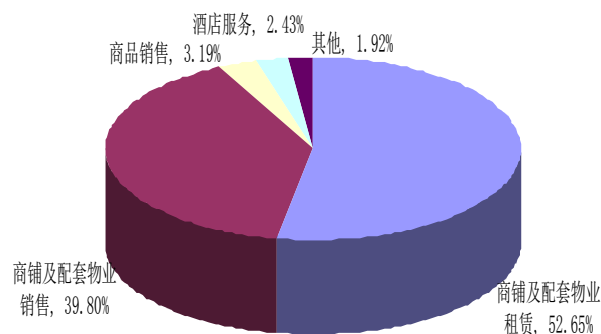
根据 2011 年一季报，公司一季度营业收入增速加快，营业收入比上年同期增加 18,835.39 万元，增长 177.69%。归属于上市公司股东的净利润 71,24.23 万元，同比增长 698.89%。

图 1：2010 年各分产品营业收入占比



资料来源：公司年报，宏源证券

图 2：2010 年各分产品利润贡献额占比



资料来源：公司年报，宏源证券

二、公司经营皮革市场的商业模式前景看好

国家《十二五规划纲要》把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，提出了增强居民消费能力，促进消费结构升级，进一步释放城乡居民消费潜力的要求。随着工业化、城镇化进程的加快，居民收入水平和购买能力的持续提高，消费能力和个性化需求的逐渐增强，皮革产品的消费增长空间广阔，国内市场需求的拉动作用将日益显著。

公司的商业模式是经营皮革市场。经营过程包括市场选址——买地——建设——商铺规划分割——商铺销售和招租——市场运营——市场分类规划——市场管理——市场拓展——组织商户参加国外展会等，公司在海宁的运营成功经验将成为公司的无形资产，为其在异地扩张奠定了基础。公司的收入主要来源于商铺的租金、商铺及配套地产的出售、酒店经营、商品销售等。我们看好公司收入的可持续性及其模式的可复制性。

三、商铺租金大幅上涨，“一铺难求”局面将持续

随着皮革市场的发展，对皮革商铺的需求也与日俱增，目前公司一期海宁本部商铺都已经售出；海宁加工区扩建项目已经完成，由于土地紧张加上需求旺盛，市场供需缺口大；佟二堡二期在招商报名阶段的登记已超过供给总面积；预计9月开业的新乡项目在招商阶段预定量也很大。皮革市场上“一铺难求”的局面未来将持续。

根据调研结果，一期已出售的商铺私人最高转租价格为每年2万元/平方米。私人皮革商铺的租金为2000-3000元/平方米，较去年涨了30—50%，公司的定价策略是涨幅参照私人商铺的转租价格，涨幅低于私人商铺。以佟二堡的租金定价为例，租金采取每年定价方式，第一年租金打五折，第二年开始不打折，按铺位地段不同调整租金价格，总体均价上涨。租金价格的稳步上涨和新开发市场的陆续营业增加了公司的可供出租的物业面积，使得公司2010和2011年1季度的营业收入和利润均大幅增长。此外，公司目前唯一的房地产项目——东方艺墅房产项目结算收入3-4年连续贡献收入，东方艺墅1期2期联排项目大部分销售完了，公寓售价8000—9000元每平方米，1季度结算了7000多万元的收入，项目3期别墅还没有开始卖，未来该地产项目将贡献2-3年的利润，经测算每年贡献每股收益0.3元左右。

1季度商铺租金收入将近1.2亿元，租金上涨和商铺的刚性需求使得租金收入成为推动公司收入和利润增长的主要因素。未来租金收入增速能否持续是我们调研关心的问题。公司的策略是经营好皮革市场，使商铺价值提升。由于公司新开市场的商户80%来自海宁本地，公司招商压力不大，新开市场的商铺公司只销售15%，其他的作为自营商铺出租，培养好市场后，公司的租金涨幅小于私人商铺涨幅，使商铺保持供不应求的格局，每年看市场情况上调租金，使公司收入和盈利持续增长。

四、公司项目持续开发，积极开拓异地市场

1、如愿竞得地块，投资项目按计划顺利进行

2011年公司投资项目有两个，海宁皮革城五期项目和海宁皮革城加工区扩建项目。

海宁皮革城五期项目选址在海州路北侧、广顺路东侧、沙泾港西侧，与海宁中国皮革城一期和二期市场隔路相望，与海宁中国皮革城四期裘皮广场地块相连。该项目投资总额约为66,133.9万元人民币，计划年中动工，2012年下半年投入使用。该项目总占地面积56,906平方米，建设内容包括商业用房和酒店公寓，商业用房拟开发为品牌皮革生活馆。项目总建筑面积约为182,300平方米，其中商业面积约131,540平方米、酒店公寓面积约28,100平方米，配套地下室面积约22,660平方米。该项目用地以沙泾港为界分为东西两块，其中西侧地块41,723平方米公司已于2011年3月份以人民币13,750万元的价格竞得，东侧地块15,183平方米也已于5月上旬以人民币5,000万元的价格竞得，这两块地的成功竞得使得海宁五期项目得以顺利进行。

海宁皮革城加工区扩建项目在海宁市斜桥镇征约300亩，建设24万平方米标准厂房，建设期约为24个月，建成后拟1:1比例进行租售。

2、着眼全国，进军异地市场

公司2011年开拓异地市场计划包括四个：佟二堡皮革城二期工程项目、成都海宁皮革城项目、沭阳皮革城加工区项目和新乡海宁皮革城项目。

其中，成都海宁皮革城项目是成都新都区的1号项目，如果今年能拿到地，计划将如期进行，如果到8-9月拿到地，项目将后延6-12月，项目进程取决于拆迁进程。成都海宁皮革城项目是西部市场的中心，能够辐射西部各省，何时建成将会对公司西部市场的开拓起决定性作用，因此成都项目的落地对于公司的发展有重要作用。成都项目还将配套商住楼项目，公司在运营皮革城之时还能收获一块房地产开发收益。

另外，公司的京津项目正在筹划之中。

在扩展淡季商品方面，公司也在积极想办法，公司与韩国大东门市场有过接触，我们敬候佳音。

表 1：2011 年进军异地市场项目

项目名称	进军市场	项目规模	项目进度计划
佟二堡皮革城二期工程项目	辽宁	用地 116 亩，建设 3 万平方米的皮革原辅料市场和 10.2 万平方米的皮革市场	原辅料市场力争年内投入使用
成都海宁皮革城项目	四川	分三期建设市场、配套商务楼和住宅	三季度动工，2012 年四季度投入使用
沭阳皮革城加工区项目	江苏	计划征地 120 亩，建设 10 万平方米标准厂房	一期工程年内竣工
新乡海宁皮革城	河南	7.5 万平方米商铺出租	预计 9 月 28 日开业

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

五、公司核心竞争力分析

通过调研了解，我们认为公司的核心竞争力在于掌控商铺资源的能力。十多年来，公司与当地企业、私人老板建立了良好合作的关系。海宁是中国皮革的主产地之一，皮革服装的经营者除了少数成长为巨头之外，多数是以中小企业为主，他们需要依托一个市场去生存和发展，而海宁皮城正是为这批企业提供了发展壮大的舞台，并引导全国的客流向市场集中，通过市场向国内外拓展的活动，使进入市场的商户收益，能在市场中赚到钱。这也是海宁皮城到全国各地开拓市场时，海宁当地商户愿意跟随的主要原因。此外，公司立足于经营市场，服务商户的理念，通过一些制度设计帮助商户解决实际问题，促进商户经营发展。我们认为，公司在皮革市场的长期经营的领先优势将长期保持，未来发展模式复制到消费能力巨大的核心城市如成都、北京等将产生业绩爆发性增长。

六、盈利预测

根据我们的测算，公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.7 元、2.15 元、2.58 元。对应目前 49.92 元的股价，动态市盈率分别为 29.36 倍、23.21 倍、19.35 倍。

表 2：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1019.87	1784.00	2340.00	2835.00
减：营业成本	529.10	825.00	1083.00	1342.00
营业税金及附加	116.24	178.40	234.00	283.50
销售费用	65.63	80.28	117.00	141.75
管理费用	44.84	64.22	81.90	99.23
财务费用	-14.32	4.78	22.67	8.18

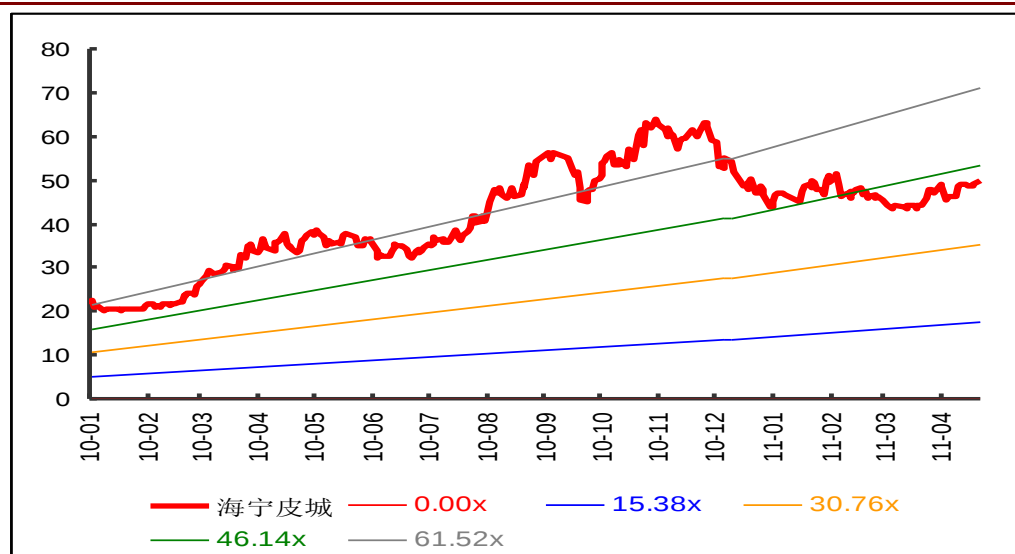
资产减值损失	2.72	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	9.39	2.00	2.00	2.00
二、营业利润	285.14	633.32	803.43	962.34
加：营业外收支净额	41.60	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	326.74	633.32	803.43	962.34
减：所得税费用	75.65	158.33	200.86	240.59
四、净利润	251.09	474.99	602.57	721.76
归属于母公司的利润	250.88	474.99	602.57	721.76
五、基本每股收益（元）	0.89	1.70	2.15	2.58

资料来源：宏源证券

七、估值分析

公司估值从市盈率看处于历史下限附近，具备较强的安全边际，从市净率角度看，公司市净率在 7 倍附近徘徊。我们看好公司稳健增长的商业模式以及快速扩张的发展势头，给予公司“买入”投资评级，按照行业 40 倍 PE 的动态估值，以 2011 年预测每股收益 1.7 元保守测算 6 个月目标价为 68 元。

图 3：海宁皮城历史 PE_Band



资料来源：宏源证券 WIND

图 4: 海宁皮城历史 PB_Band



资料来源: 宏源证券 WIND

表 3: 公司财务报表预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,020	1,784	2,340	2,835	货币资金	1,795	178	234	284
减：营业成本	529	825	1,083	1,342	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	116	178	234	284	应收账款	64	89	117	113
销售费用	66	80	117	142	预付账款	24	36	47	57
管理费用	45	64	82	99	其他应收款	28	54	47	57
财务费用	(14)	5	23	8	存货	794	1,650	1,625	2,013
资产减值损失	3	0	0	0	其他流动资产	4	0	0	0
加：投资收益	9	2	2	2	流动资产合计	2,709	2,007	2,069	2,523
二、营业利润	285	633	803	962	长期股权投资	0	80	80	80
加：营业外收支净额	42	0	0	0	固定资产	273	441	503	465
三、利润总额	327	633	803	962	在建工程	0	0	0	0
减：所得税费用	76	158	201	241	无形资产	17	16	15	14
四、净利润	251	475	603	722	其他非流动资产	1,332	1,332	1,432	1,432
归属于母公司的利润	251	475	603	722	非流动资产合计	1,622	1,869	2,030	1,991
五、基本每股收益(元)	0.89	1.70	2.15	2.58	资产总计	4,331	3,876	4,099	4,514
主要财务指标					短期借款	4	1,026	562	331
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA		22.9	17.4	14.7	应付账款	254	330	325	403
成长能力：					预收账款	1,723	1	1	1
营业收入同比	82.2%	74.9%	31.2%	21.2%	其他应付款	223	100	110	100
营业利润同比	159.0%	122.1%	26.9%	19.8%	应交税费	64	50	50	50
净利润同比	154.9%	89.2%	26.9%	19.8%	其他流动负债	85	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	2,352	1,507	1,048	885
应收账款周转率	22.36	23.25	22.70	24.61	长期借款	0	10	210	210
存货周转率	0.66	0.68	0.66	0.74	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.33	0.43	0.59	0.66	非流动负债合计	0	10	210	210
盈利能力与收益质量：					负债合计	2,352	1,517	1,258	1,095
毛利率	48.1%	53.8%	53.7%	52.7%	股本	280	280	280	280
净利率	24.6%	26.6%	25.8%	25.5%	资本公积	1,280	1,280	1,280	1,280
总资产净利率 ROA	5.8%	12.3%	14.7%	16.0%	留存收益	440	820	1,302	1,880
净资产收益率 ROE	12.3%	19.6%	20.8%	20.7%	少数股东权益	41	41	41	41
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	2,042	2,422	2,904	3,481
流动比率	1.15	1.33	1.98	2.85	负债和股东权益合	4,331	3,938	4,161	4,576
资产负债率	54.3%	39.1%	30.7%	24.3%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.7%	16.7%	19.2%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标：					经营活动现金流量	1,157	(2,271)	661	431
每股收益	0.60	1.70	2.15	2.58	投资活动现金流量	(560)	(278)	(198)	2
每股经营现金流量		(8.11)	2.36	1.54	筹资活动现金流量	977	932	(407)	(383)
每股净资产	3.01	8.65	10.37	12.43	现金及等价物净增	1,572	(1,617)	56	50
					加				

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略研究员，中国人民大学硕士研究生，13 年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值股票研究等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。