

分析师： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040003

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

物业租售收入占比提升，整体盈利能力持续改善

事件描述

海宁皮城今日发布 2011 年中报报：

- 1) 2011 年上半年公司实现营业总收入 10.30 亿元，同比增长 84.33 %；实现利润总额 3.19 亿元，同比增长 99.26%；
- 2) 2011 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元，同比增长 79.57%。
- 3) 扣除非经常性损益后的净利润为 2.11 亿元，同比增长 76.63%，每股收益为 0.38 元，同比增长 72.73%。

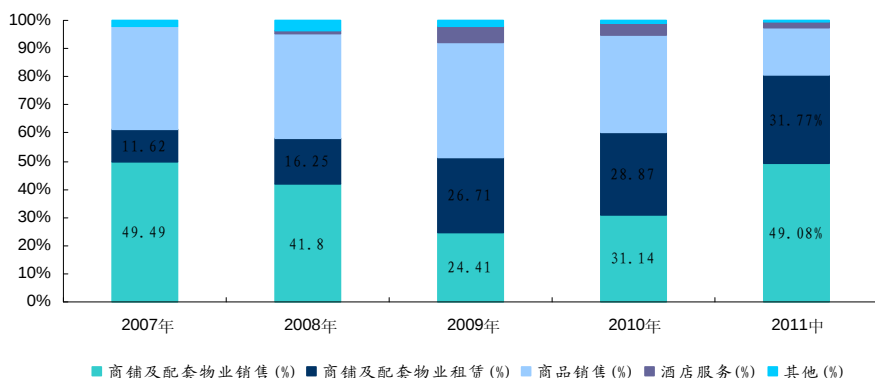
事件评论

第一，2011 年上半年公司收入同比增长 84.33%，净利润同比增长 79.57%，EPS 为 0.38 元

公司 2011 年上半年实现营业收入 10.30 亿元，同比增长 84.33%；利润总额为 3.19 亿元，同比增长 99.26%；归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元，同比增长 79.57%，每股收益为 0.38 元，基本符合我们的预期。

2011 年上半年，公司的营业收入同比大幅增加，其中商铺及物业租赁业务收入大幅增长 260.19%，商铺及配套物业销售同比增长 62.16%，酒店服务收入同比增长 9.46%，商品销售营业收入则同比增长 24.42%；其中租赁业务的收入同比增速较快的主要原因是 2010 年 10 月和 11 月分别新开灯塔佟二堡海宁皮革城及海宁皮革城四期裘皮市场，使得报告期内租赁面积同比增加约 8.6 万平米；同时 2011 年一季度公司东方艺墅房产项目部分交房开始确认房产销售收入。

图 1：商铺物业租赁和销售业务在公司的收入占比较大



资料来源：长江证券研究部

我们认为，公司的物业租赁及销售所占收入比重较大，这两项业务较快的收入增速是公司 2011 年上半年整体收入保持较高的增速的重要原因。同时原有出租物业的租金水平上涨也是收入同比大幅增长的原因，除此之外，公司的酒店业务与商品销售业务也保持良好的增速，使得公司整体收入保持较高增速。

从综合毛利率来看，2011 年上半年公司的综合毛利率为 58.39%，同比提升了 7.2 个百分点，其中公司主营业务毛利率为 58.16%，同比提升了 8.61 个百分点，我们认为主要原因是：2011 年上半年，公司毛利水平较高的商铺及配套物业租赁的毛利率同比提升了 2.94 个百分点，且该项业务在报告期内的收入占比也提高了 15.61 个百分点至 31.77%，同时，毛利水平较低的商品销售业务的收入占比在报告期内下降了 7.77 个百分点至 16.44%；公司的收入结构进一步改善，整体的盈利能力进一步提升。我们认为未来随着皮革城市场规模的扩大，高毛利的物业出租及出售业务的收入占比进一步扩大，公司的综合毛利水平有望继续得到提升。

表 1：2011 年上半年各项业务的毛利和收入占比变化趋势

毛利率	2010H1	2011H1	同比提升
商铺及配套物业销售(%)	58.98%	56.81%	-2.18%
商铺及配套物业租赁(%)	86.84%	89.79%	2.94%
酒店服务(%)	30.23%	31.00%	0.78%
商品销售(%)	4.62%	3.50%	-1.11%
其他(%)	80.54%	78.14%	-2.40%
收入构成	2010H1	2011H1	同比提升
商铺及配套物业销售(%)	55.45%	49.08%	-6.37%
商铺及配套物业租赁(%)	16.16%	31.77%	15.61%
酒店服务(%)	3.32%	1.98%	-1.34%
商品销售(%)	24.22%	16.44%	-7.77%
其他(%)	0.86%	0.73%	-0.13%

资料来源：长江证券研究部

2011 年上半年，公司的销售费用及管理费用分别为 3588.05 万以及 2285.66 万元，同比增长 45.63%及 16.42%，但由于报告期内公司的收入增长较快，使得销售费用率同比增长 2.81 个百分点至 3.48%，管理费用率同比减少 0.19 个百分点至 2.22%，另外，由于公司现金流较为充裕，报告期内公司从银行获得现金利息收入约为 1412.03 万。

表 2：海宁皮城年度及季度财务数据

百万元	单季度财务数据						年度财务数据		
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2008	2009	2010
营业总收入	106	453	164	297	294	1030	646	560	1020
同比增长率	52.44%	126.26%	55.41%	60.98%	177.36%	127.32%	-0.23%	-13.35%	82.23%
营业成本	60	221	111	136	136	716	386	330	529
毛利率	43.01%	51.19%	31.87%	54.21%	53.59%	30.49%	40.23%	40.96%	48.12%
营业税金及附加	7.60	71.13	9.48	28.03	36.26	239.39	49.15	50.15	116.24
销售费用	22	3	15	26	23	36	29	25	66
销售费用率	20.40%	0.67%	9.09%	8.79%	7.83%	3.48%	4.53%	4.48%	6.44%
管理费用	9	11	12	14	11	23	31	36	45
管理费用率	8.21%	2.41%	7.06%	4.60%	3.58%	2.22%	4.76%	6.44%	4.40%
财务费用	(3)	(4)	(1)	(7)	(6)	(14)	18	7	(14)
资产减值损失	0	1	0	2	0	4	(1)	1	3
营业利润	11.03	148.75	28.51	96.84	93.88	313.89	129.42	110.08	285.14
营业利润率	10.41%	32.83%	17.43%	32.59%	31.93%	30.47%	20.04%	19.67%	27.96%
同比增长率	390.85%	175.11%	558.66%	95.90%	751.06%	111.01%	9.50%	-14.94%	159.03%
营业外收入	0.16	0.71	22.91	19.23	0.03	6.42	5.89	24.17	43.01

营业外支出	0.14	0.45	0.27	0.55	0.31	1.36	1.15	0.77	1.41
利润总额	11.05	149.02	51.15	115.52	93.60	318.95	134.15	133.48	326.74
税前利润率	10.42%	32.89%	31.27%	38.88%	31.84%	30.97%	20.77%	23.85%	32.04%
同比增长率	401.59%	113.19%	1084.48%	102.48%	747.17%	114.04%	7.95%	-0.50%	144.80%
所得税	2.10	37.83	4.61	31.11	22.24	81.59	36.70	34.96	75.65
有效税率	19.04%	25.39%	9.00%	26.93%	23.76%	25.58%	27.36%	26.19%	23.15%
少数股东损益	0.03	0.15	-0.30	0.35	0.11	21.96	12.82	1.16	0.22
净利润	8.92	111.04	46.85	84.07	71.24	215.40	84.63	97.36	250.88
净利润率	8.41%	24.51%	28.63%	28.29%	24.23%	20.91%	13.10%	17.40%	24.60%
同比增长率	828.60%	120.63%	774.86%	106.47%	698.86%	93.99%	4.61%	15.04%	157.68%
总股本	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00	560.00	0.00	0.00	280.00
每股收益	0.03	0.40	0.17	0.30	0.25	0.38			0.90

资料来源：长江证券研究部

第二，盈利模式可打破区域局限性进行复制，丰富项目储备为利润增长保证空间

我国的皮革产地主要有海宁、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，目前海宁皮城是我国交易额排名第二的皮革专业交易市场，其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征使其盈利模式可打破区域局限进行复制：

- 1) 皮革服装的高附加值使得运输成本相对较低，皮革产地的价格吸引力在异地仍能继续维持；
- 2) 公司目前已有 16 年的市场经营经验，且公司与皮革生产商以及批发贸易商在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；
- 3) 海宁皮城专业的管理能力与人才储备计划，使得公司也有效突破异地扩张时带来的人员管理瓶颈，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问题能得到妥善解决；
- 4) 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，因此公司拿地成本相对较低，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。

目前，公司的储备项目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、成都市新都项目以及新签订的海宁皮城五期项目，除此之外，公司目前也在稳步推进北京海宁皮革城项目的前期工作，同时开展武汉，哈尔滨等分市场的考察、调研工作。在所有项目中，河南新乡属于公司真正意义上的首次销地扩张，从该项目 2011 年的招商情况来看，商铺出售率与出租率分别达到推盘比例的 100%和 97.54%，招商情况十分良好。除此之外，海宁皮城五期项目在 2011 年下半年进行开工建设，如建设顺利，有望在 2012 年开始进行商铺出租及出售，根据海宁皮城前几期建成后的招商情况来看，我们预计皮革城五期建成的当年商铺出租率有望超过 90%，预计皮革城五期 2012 年的租金收入超过 3000 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。预计未来新开的市场仍有望保持较好的招商前景，随着公司经营规模的逐渐扩大，公司的租金收入有望随着可出租商铺面积的扩大而获得较快提升。

表 3：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	

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, 2011 年增加面积 2.5 万方	购房时间为 2011 年 4 月
海宁皮城五期项目	以 13750 万元的价格竞得土地使用权	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	最快有望于 2011 年下半年开工建设

资料来源: 长江证券研究部

第三, 在租物业的租金水平稳中有升, 地产销售的收入近两年内也将逐步确认

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, 2011 年将新增河南新乡海宁皮城, 预计 2011 年及 2012 年将达到 60.1 万平米及 62.6 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, 调整后租金在 2010 年出现 1-2 倍的大幅提升, 预计 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), 预计皮革城 4 期自 2011 年起每年预计能带来约 2 亿的租金收入。同时 2011 年将新增河南新乡项目, 根据 2011 年该项目的实际招商情况来看, 公司的商铺出租面积约为 53,070.39 平方米, 为推出租赁面积的 97.54%, 租金水平约为 48.3 元/月, 第一年租期内 (2011 年 7 月 1 日至 2012 年 5 月 30 日) 的租金收入约为 2818.57 万元。

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: 公司可供出租物业租金水平明细表

单位: 元/月*平米

物业名称	2009	2010	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			48.30	55.00
皮革城五期				73.80

资料来源：长江证券研究部

表 5：公司租金收入预测表

单位：万元

物业名称	2009	2010E	2011E	2012E
老城市场	399.82	1119.87	1180.13	1239.95
一期市场	7999.36	8799.29	9679.22	10647.14
出口加工区	1284.88	1403.42	1529.73	1667.41
二期鞋业广场	1171.55	2343.09	3514.64	4217.57
二期毛皮服饰牛仔城	2282.40	2738.88	3286.65	3943.98
二期原辅料市场	696.33	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	19,853.70	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	218.40
综合商务楼裙楼	2423.10	2544.26	2671.47	2805.04
河南新乡			1409.29	4950.00
皮革城五期				2475.45
合计	16475.84	27458.63	52793.99	62778.24

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；公司目前唯一的地产项目东方艺墅也在 2011 年一季度开始确认收入（售价约为 7000-10000 元/平米）；同时河南新乡 2011 年通过投标方式出售商铺 4,185.41 平方米，平均认购单价约 1.7 万元/平方米，总认购金额约 7,100 万元，这些地产以及商铺出售收入也将在未来 2-3 年内确认完毕。

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 期的地产收入预计将在 2012 年内确认完毕，除此之外，东方艺墅的销售收入在 2011 年已经开始确认，河南新乡的商铺销售收入也不排除在 2011 年进行部分确认；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。

第四，预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.83 元和 1.00 元，维持推荐评级

我们认为，由于公司 2011-2012 年将有望新增河南新乡以及皮革城 5 期两个市场，公司可租售商铺及配套物业面积将进一步扩大，且公司在租物业的租金水平稳中有升，租金收入将出现较大增长，预计租金收入的增加将在 2011-2012 年集中体现，部分物业的销售收入也将在 2011 年开始确认，地产收入的确认有望成为公司收入及利润大幅增长的重要动力之一，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。

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.83 元和 1.00 元，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1020	1755	2061	1856	货币资金	1795	2993	3632	3650
营业成本	529	784	903	792	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	491	970	1158	1064	应收账款	92	160	188	169
% 营业收入	48.1%	55.3%	56.2%	57.3%	存货	794	1124	1284	1117
营业税金及附加	116	200	235	212	预付账款	24	34	39	34
% 营业收入	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	其他流动资产	4	6	7	7
销售费用	66	112	132	119	流动资产合计	2709	4317	5150	4976
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	45	77	91	82	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	长期股权投资	86	86	86	86
财务费用	-14	-9	-12	-13	投资性房地产	1289	1289	1289	1289
% 营业收入	-1.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	固定资产合计	273	621	921	1066
资产减值损失	3	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	9	0	0	0	递延所得税资产	21	0	0	0
营业利润	285	589	713	665	其他非流动资产	-63	-63	-63	-63
% 营业收入	28.0%	33.6%	34.6%	35.8%	资产总计	4331	6265	7398	7368
营业外收支	42	15	15	15	短期贷款	4	0	0	0
利润总额	327	604	728	680	应付款项	254	359	410	357
% 营业收入	32.0%	34.4%	35.3%	36.6%	预收账款	1723	2964	3481	3135
所得税费用	76	140	169	158	应付职工薪酬	6	8	9	8
净利润	251	464	559	522	应交税费	64	114	135	123
归属于母公司所有者					其他流动负债	302	447	514	451
的净利润	250.9	463.6	558.2	521.7	流动负债合计	2352	3891	4549	4074
少数股东损益	0	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.45	0.83	1.00	0.93	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1157	1680	1132	402	负债合计	2352	3891	4549	4074
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1957	2351	2825	3269
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-4	0	0	0	少数股东权益	23	24	24	25
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1980	2374	2849	3294
固定资产投资	-430	-418	-421	-319	负债及股东权益	4331	6265	7398	7368
其他	-127	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-560	-418	-421	-319		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.448	0.828	0.997	0.932
股权融资	1361	0	0	0	BVPS	6.99	8.40	10.09	11.67
银行贷款增加（减少）	-322	-4	0	0	PE	54.20	29.33	24.36	26.06
筹资成本	89	-61	-72	-65	PEG	1.96	1.06	0.88	0.94
其他	-151	0	0	0	PB	3.47	2.89	2.41	2.08
筹资活动现金流净额	977	-65	-72	-65	EV/EBITDA	36.66	16.28	12.13	12.03
现金净流量	1574	1198	639	18	ROE	12.8%	19.7%	19.8%	16.0%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。