



批零贸易业/可选消费品

海宁皮城 (002344)

中报业绩亮丽，全年增长确定

——海宁皮城 (002344) 2011 年中报点评。

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读：

公司未来 2-3 年能保持业绩快速增长，更长时间发展则将取决于能否持续异地扩张。

投资要点：

- 公司 2011 上半年收入 10.3 亿元，同比增长 84.3%，收入增长主要是由于新市场（四期和佟二堡）的租金和销售收入增加；当期实现净利润 2.15 亿元，同比增长 79.6%，对应送股之后新股本 EPS0.38 元。
- 去年 10 月份开业的皮革城四期市场和佟二堡一期今年上半年为公司市场租赁业务贡献了大量新增收入。除新增市场外，租金收入增加还来自于各老市场租金上涨，特别是皮革城二期市场由于经营方向进行调整，租金有较大的涨幅。
- 2011 年上半年共确认商铺/配套物业销售收入 5.0 亿元，这主要来源于皮革城三期、佟二堡一期以及东方艺墅。与去年相比，物业销售收入增加了 1.9 亿元，主要由佟二堡和东方艺墅销售贡献。
- 公司下半年业绩增长将会来自于：新增市场——四期、佟二堡去年 10 月开业，另外新乡市场将于 9 月开业；租金上涨——公司市场租金一般一年一签，市场的持续繁荣支撑租金的持续上涨，而租金的上涨并不会带来额外成本，所以将对业绩有较大提升。
- 公司具有很强的异地扩张能力，租售结合发展模式能有效解决快速扩张的资金瓶颈，短期租约亦能使租金水平保持较高的市场化率。公司未来 2-3 年能保持业绩快速增长，更长时间发展则将取决于能否持续异地扩张。我们预计公司 2011-2013 年净利润 4.66/6.53/9.1 亿元，对应最新股本 EPS 分别为 0.83/1.17/1.63 元，其中 2011/12 年销售物业 EPS 分别为 0.26/0.35 元。我们给予市场主业 12 年 25 倍，销售物业 12 年 10 倍的估值，对应目标价 24 元，维持中性评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	1,020	1,965	2,460	2,841
(+/-) %	-13%	82%	93%	25%	15%
经营利润 (EBIT)	118	264	559	824	1,174
(+/-) %	-22%	124%	112%	47%	43%
净利润	97	251	466	653	910
(+/-) %	15%	158%	86%	40%	39%
每股净收益 (元)	0.17	0.45	0.83	1.17	1.63
每股股利 (元)	0.00	0.27	0.45	0.60	0.80

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	21.1%	25.9%	28.5%	33.5%	41.3%
净资产收益率 (%)	17.9%	12.8%	21.5%	26.2%	30.9%
投入资本回报率 (%)	23.8%	29.2%	45.6%	48.1%	48.6%
EV/EBITDA	33.3	15.8	8.8	5.7	3.5
市盈率	139.7	54.2	29.2	20.8	14.9
股息率 (%)	0.0%	1.1%	1.9%	2.5%	3.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：中性

上次评级：首次

目标价格：24.00

上次预测：

当前价格：24.28

2011.07.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	19.71-66.11
总市值 (百万元)	13,597
总股本/流通 A 股 (百万股)	560/155
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	28%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	61

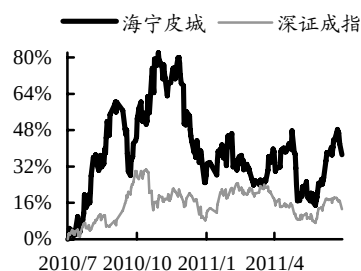
资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,032
每股净资产	3.63
市净率	6.7
净负债率	0%

EPS (元)

Q1	0.01	0.13
Q2	0.20	0.25
Q3	0.09	0.25
Q4	0.15	0.20
全年	0.45	0.83

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	1%	40%
相对指数	12%	4%	26%

相关报告

《逐步迈向扩张的专业皮革市场》

2010.01.08

模型更新时间: 2011.07.28

股票研究

可选消费品
批零贸易业

海宁皮城 (002344)

评级: 中性

上次评级: 首次

目标价格: 24.00

上次预测:

当 价格: 24.28

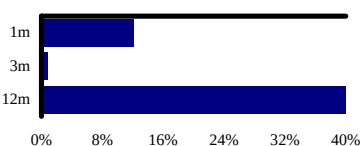
公司网址

www.zgpgc.com

公司简介

公司是一家集商贸、金融、信息服务等为一体的全国最大的皮革专业市场,商品交易额位居全国皮革专业市场第二,是华东地区最大的箱包交易区,市场内的革皮服装交易辐射全国和海外市场。公司主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的销售、租赁,始终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。海宁皮革产业集群已形成了以皮革服装、沙发套和成品沙发、制革为主体,以皮革票夹、皮革化工、箱包及五金配件和皮革手套等小制品为辅的较为完整的产业体系。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

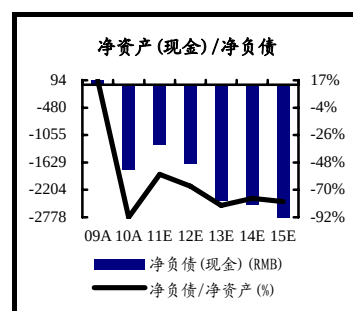
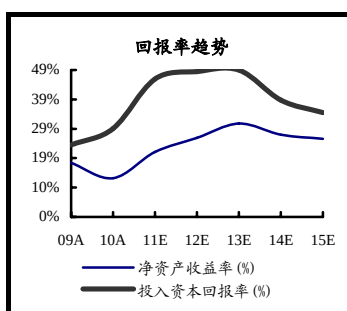
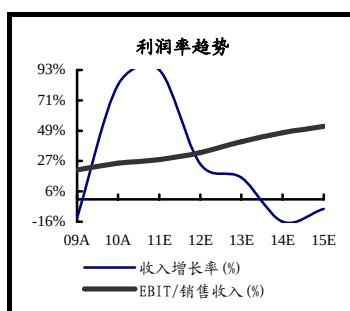
19.71-66.11

市值 (百万)

13,597

财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表							
营业总收入	560	1,020	1,965	2,460	2,841	2,383	2,218
营业成本	330	529	983	1,177	1,175	855	721
税金及附加	50	116	305	320	341	262	222
销售费用	25	66	71	87	94	67	55
管理费用	36	45	47	52	57	60	60
EBIT	118	264	559	824	1,174	1,139	1,160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	15	15	15	15	15
财务费用	7	-14	-41	-40	-52	-61	-65
营业利润	110	285	616	879	1,242	1,215	1,240
所得税	35	76	151	211	295	289	294
少数股东损益	1	0	39	55	77	75	77
净利润	97	251	466	653	910	891	909
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	223	1,795	1,252	1,668	2,426	2,524	2,792
其他流动资产	0	4	0	0	0	0	0
长期投资	525	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
固定资产合计	245	273	400	440	456	475	490
无形资产及其他资产	33	39	31	31	31	31	31
资产合计	1,915	4,331	4,833	5,302	5,927	5,976	6,293
流动负债	1,124	2,352	2,600	2,695	2,778	2,417	2,415
非流动负债	218	0	1	3	6	10	15
股东权益	543	1,957	2,170	2,487	2,949	3,280	3,517
投入资本(IC)	365	694	945	1,318	1,860	2,271	2,589
现金流量表							
NOPLAT	87	203	431	634	904	877	893
折旧与摊销	38	53	73	80	84	82	84
流动资金增量	178	1,252	-872	-2	121	-407	-147
资本支出	-67	-430	-152	-80	-60	-60	-60
自由现金流	236	1,078	-520	632	1,049	492	771
经营现金流	367	1,157	-404	731	1,137	586	868
投资现金流	-1	-560	-137	-65	-45	-45	-45
融资现金流	-199	977	-3	-250	-333	-444	-555
现金流净增加额	167	1,574	-543	416	759	97	268
财务指标							
成长性							
收入增长率	-13.3%	82.2%	92.7%	25.2%	15.5%	-16.1%	-6.9%
EBIT 增长率	-21.7%	123.8%	111.8%	47.3%	42.5%	-3.0%	1.9%
净利润增长率	15.0%	157.7%	85.6%	40.2%	39.5%	-2.1%	2.0%
利润率							
毛利率	41.0%	48.1%	50.0%	52.1%	58.6%	64.1%	67.5%
EBIT 率	21.1%	25.9%	28.5%	33.5%	41.3%	47.8%	52.3%
净利率	17.4%	24.6%	23.7%	26.5%	32.0%	37.4%	41.0%
收益率							
净资产收益率(ROE)	17.9%	12.8%	21.5%	26.2%	30.9%	27.2%	25.8%
总资产收益率(ROA)	5.1%	5.8%	9.6%	12.3%	15.4%	14.9%	14.4%
投入资本回报率(ROIC)	23.8%	29.2%	45.6%	48.1%	48.6%	38.6%	34.5%
运营能力							
存货周转天数	684	555	450	510	480	630	750
应收账款周转天数	15	16	16	16	16	16	16
总资产周转天数	1080	1118	851	35	40	4	26
净利润现金含量	3.77	4.61	-0.87	1.12	1.25	0.66	0.95
资本支出/收入	12%	42%	8%	3%	2%	3%	3%
偿债能力							
资产负债率	70.1%	54.3%	53.8%	50.9%	47.0%	40.6%	38.6%
净负债率	17.4%	-91.6%	-57.6%	-66.9%	-82.1%	-76.6%	-79.0%
估值比率							
PE	139.7	54.2	29.2	20.8	14.9	15.3	15.0
PB	9.4	3.5	3.1	2.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	33.3	15.8	8.8	5.7	3.5	3.5	3.2
P/S	9.1	6.7	3.5	2.8	2.4	2.9	3.1
股息率	0.0%	1.1%	1.9%	2.5%	3.3%	4.1%	4.9%

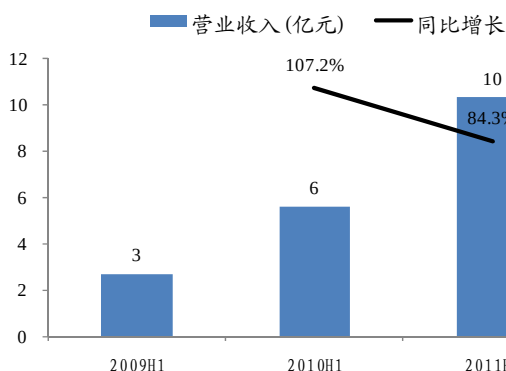


1. 2011 上半年业绩简述:

1.1. 收入利润快速增长

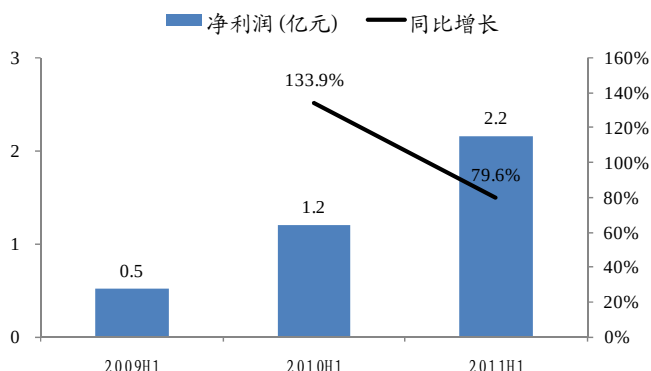
公司 2011 上半年收入 10.3 亿元, 同比增长 84.3%, 收入增长主要是由于新市场(四期和佟二堡)的租金和销售收入增加; 当期实现净利润 2.15 亿元, 同比增长 79.6%, 对应送股之后新股本 EPS0.38 元。

图 1: 公司收入情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司净利润情况

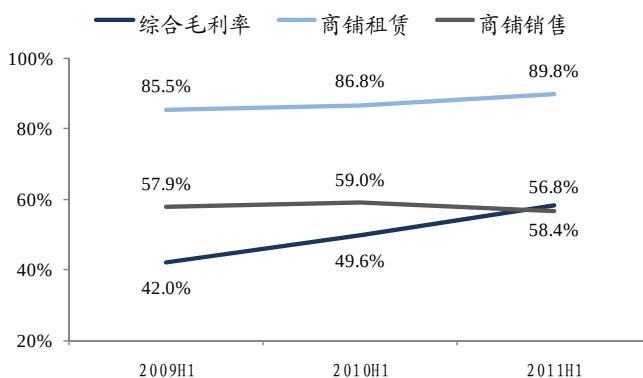


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 毛利率提升 8.7 个百分点、三项费用率降低 2.5 个百分点

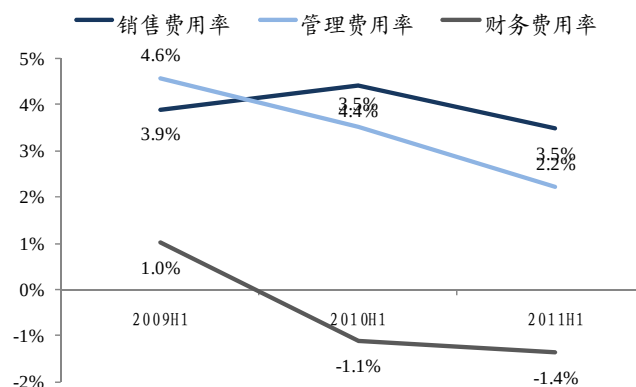
公司上半年综合毛利率为 58.4%，较去年同期提升 8.7 个百分点，这主要是由于市场租金的毛利率提升以及市场租金收入占比大幅提升所致。此外，公司的销售、管理费用由于公司收入规模的快速上升快速下滑，同时预售租金和出售物业所得现金为公司带来的利息收入也进一步降低了财务费用，使得公司三项费用率较去年同期下降 2.5 个百分点。

图 3: 公司毛利率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

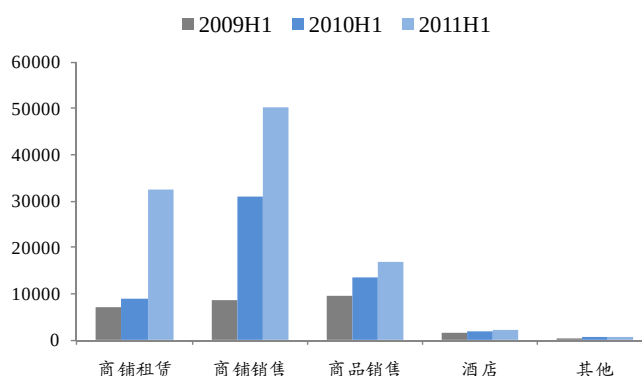
图 4: 公司费用率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

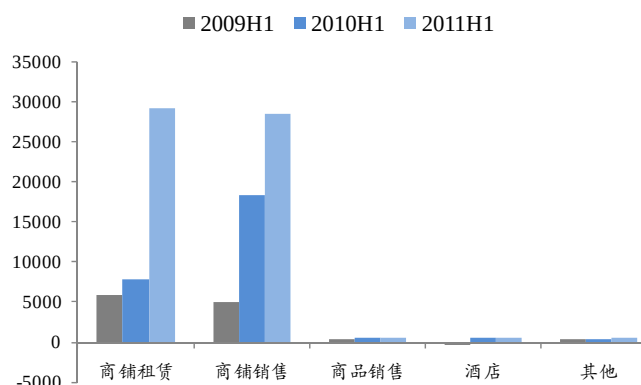
2. 分业务增长情况:

图 5: 公司分业务收入情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 公司分业务毛利润情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.1. 市场租赁——市场面积增加导致收入大幅上升

去年 10 月份开业的皮革城四期市场和佟二堡一期今年上半年为公司市场租赁业务贡献了大量新增收入。今年上半年较去年同期市场租金收入增加约 2.3 亿元, 其中根据公司之前公告, 四期半年租金约为 1 亿元, 佟二堡一期半年租金约为 4200 万元。另外去年 6 月公司收购的沐阳皮革城也贡献了部分新增租金收入。

除新增市场外, 租金收入增加还来自于各老市场租金上涨, 特别是皮革城二期市场由于经营方向进行调整, 租金有较大的涨幅。

2.2. 市场出售——增量来自于佟二堡与东方艺墅

2011 年上半年共确认商铺/配套物业销售收入 5.0 亿元, 这主要来源于皮革城三期、佟二堡一期以及东方艺墅。与去年相比, 物业销售收入增加了 1.9 亿元, 主要由佟二堡和东方艺墅销售贡献。

2.3. 商品销售/酒店/其他业务——收入稳健增长, 但利润微薄

公司上半年商品销售/酒店/其他业务收入分别增长 24.4%/9.5%/56.0%, 但毛利总共只增加了 232 万元, 与公司商铺租金与销售相比微薄足道。

3. 公司未来增长点

公司下半年业绩增长将会来自于:

- 新增市场——四期、佟二堡去年 10 月开业, 下半年有 4 个月的增量租金收入, 另外新乡市场将于 9 月开业, 按公司公告的招商情况, 下半年新增租金收入将在 1400 万左右, 另外新增市场皆有部分物业出售, 公司分部结算会持续为公司带来收入;
- 租金上涨——公司市场租金一般一年一签, 市场的持续繁荣支撑租金的持续上涨, 而租金的上涨并不会带来额外成本, 所以将对业绩有较大提升。

公司明后年业绩增长将会来自于:

- 新增市场——皮革城四期商业楼、五期市场、佟二堡二期、新乡、新都市场以及斜桥、沐阳皮革加工区等新增市场租金和销售收入；
- 租金提升。

4. 主要假设

- 新乡市场、沐阳皮革城 2011 年下半年开始确认收入；
- 五期皮革生活馆、佟二堡二期原料、裘皮市场、斜桥市场、新都市场 2012 年开始营业，确认部分收入；
- 市场租金每年 6-10% 提升，成本上升幅度小于租金上升幅度；
- 佟二堡一期 2011 年、皮革城三期 2011-2012 年、东方艺墅 2011-2013 年确认剩余销售收入，四期商业楼、五期、佟二堡二期、沐阳、斜桥、新都 2012 年开始确认销售收入。

5. 盈利预测和投资建议

公司具有很强的异地扩张能力，租售结合发展模式能有效解决快速扩张的资金瓶颈，短期租约亦能使租金水平保持较高的市场化率。公司未来 2-3 年能保持业绩快速增长，更长时间发展则将取决于能否持续异地扩张。

我们预计公司 2011-2013 年收入为 19.7/24.6/28.4 亿元，实现净利润 4.66/6.53/9.1 亿元，对应最新股本 EPS 分别为 0.83/1.17/1.63 元，其中 2011/12 年销售物业 EPS 分别为 0.26/0.35 元。我们给予市场主业 12 年 25 倍，销售物业 12 年 10 倍的估值，对应目标价 24 元，维持中性评级。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		