



批零贸易业/可选消费品

海宁皮城 (002344)

## 处于快速扩张期，业绩持续高成长

## ——海宁皮城 (002344) 公司调研报告

刘冰  
021-38676703  
liubing6168@gtjas.com  
编号 S0880511010042

## 本报告导读：

我们认为公司所处的皮革相关制品行业将会受益于国内巨大的潜在市场和居民消费升级，异地扩张能力强，现有项目支撑三年高速增长。

## 投资要点：

- 海宁中国皮革城现有海宁皮城一至四期，佟二堡、新乡等市场以及相关配套设施，总建筑面积超过 185 万平米，是全国最大的皮革专业市场之一。
- 我国专业市场是集贸式市场组织的典型，是一项极具“中国特色”的制度创新。上市公司中小商品城、海宁皮城、轻纺城皆属于产业集群型专业市场，且都位于浙江。
- 公司经营具有：行业发展收益于国内巨大市场和消费升级；市场初期租售结合、后续租赁为主；异地扩张能力强，突破区域发展瓶颈等特色，未来几年发展会相当迅速。
- 目前公司拥有的主要市场有：海宁皮革城一至五区、佟二堡一期二期、海宁老城、出口加工区、新乡、沭阳等市场，公司还准备进军西南，已定点成都。此外，北京、哈尔滨、武汉等地都是未来公司扩张的潜在市场。
- 我们认为公司所处的皮革相关制品行业将会受益于国内巨大的潜在市场和居民消费升级，公司提供配套服务并采取租赁结合的经营模式能有效控制风险，持续维持市场繁荣，此外公司异地扩张能力强，现有项目支撑三年高速增长。预计公司 2011-13 年收入为 20.2/25.9/32.8 亿元，同比增长 98%/28%/27%，实现净利润 4.9/6.8/9.4 亿元，同比增长 96%/39%/37%，对应 EPS0.88/1.22/1.67 元。其中 2011-12 年市场租赁贡献 EPS 分别为 0.54/0.83 元，按照 12 年租赁 30 倍，销售 10 倍，我们给予目标价 28.8 元，调高评级从“中性”至“谨慎增持”。

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 560   | 1,020 | 2,023 | 2,591 | 3,282 |
| (+/-)%      | -13%  | 82%   | 98%   | 28%   | 27%   |
| 经营利润 (EBIT) | 118   | 264   | 622   | 897   | 1,249 |
| (+/-)%      | -22%  | 124%  | 136%  | 44%   | 39%   |
| 净利润         | 97    | 251   | 493   | 684   | 937   |
| (+/-)%      | 15%   | 158%  | 97%   | 39%   | 37%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.17  | 0.45  | 0.88  | 1.22  | 1.67  |
| 每股股利 (元)    | 0.00  | 0.27  | 0.45  | 0.50  | 0.60  |

| 利润率和估值指标    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 21.1% | 25.9% | 30.7% | 34.6% | 38.0% |
| 净资产收益率 (%)  | 17.9% | 12.8% | 22.4% | 26.3% | 29.3% |
| 投入资本回报率 (%) | 23.8% | 29.2% | 30.7% | 32.8% | 37.4% |
| EV/EBITDA   | 33.3  | 15.8  | 17.1  | 11.8  | 8.3   |
| 市盈率         | 139.7 | 54.2  | 27.6  | 19.9  | 14.5  |
| 股息率 (%)     | 0.0%  | 1.1%  | 1.9%  | 2.1%  | 2.5%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：28.80

上次预测：24.00

当前价格：25.41

2011.08.09

## 交易数据

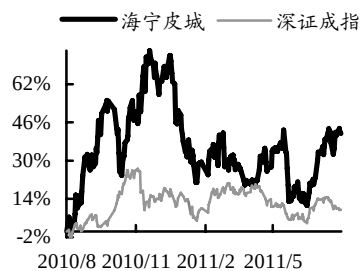
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 19.71-66.11 |
| 总市值 (百万元)        | 14,230      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 560/155     |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 28%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 2           |
| 日均成交值 (百万元)      | 63          |

## 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        | 7.0   |
| 净负债率       | 0%    |

| EPS (元) | 2010A | 2011E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.01  | 0.13  |
| Q2      | 0.20  | 0.25  |
| Q3      | 0.09  | 0.25  |
| Q4      | 0.15  | 0.25  |
| 全年      | 0.45  | 0.88  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 9%  | 11% | 44% |
| 相对指数   | 13% | 12% | 33% |

## 相关报告

- 《中报业绩亮丽，全年增长确定》  
2011.07.27
- 《逐步迈向扩张的专业皮革市场》  
2010.01.08

模型更新时间: 2011.08.05

## 股票研究

可选消费品  
批零贸易业

## 海宁皮城 (002344)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 28.80

上次预测: 24.00

当前价格: 25.41

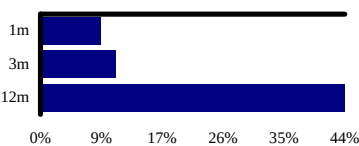
公司网址

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

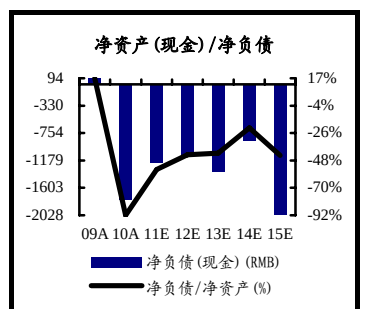
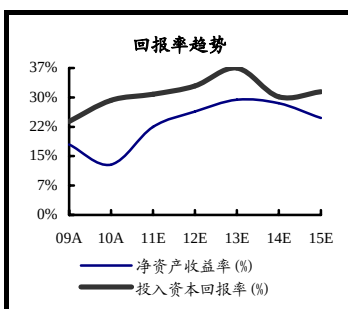
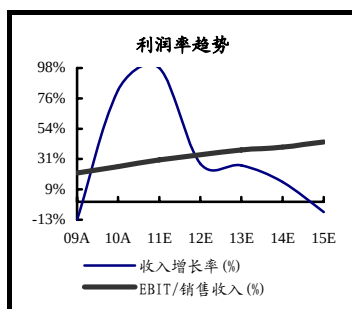
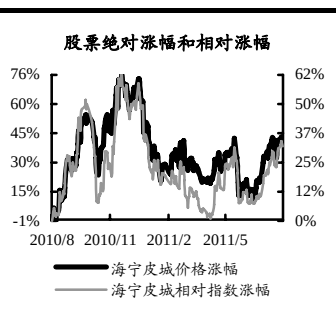
19.71-66.11

市 (百万)

14,230

财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 560    | 1,020  | 2,023  | 2,591  | 3,282  | 3,760  | 3,475  |
| 营业成本          | 330    | 529    | 887    | 1,090  | 1,275  | 1,357  | 1,161  |
| 税金及附加         | 50     | 116    | 384    | 448    | 574    | 684    | 591    |
| 销售费用          | 25     | 66     | 79     | 98     | 118    | 113    | 104    |
| 管理费用          | 36     | 45     | 51     | 57     | 66     | 94     | 94     |
| EBIT          | 118    | 264    | 622    | 897    | 1,249  | 1,511  | 1,525  |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | 0      | 9      | 5      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 财务费用          | 7      | -14    | -38    | -31    | -36    | -27    | -45    |
| 营业利润          | 110    | 285    | 665    | 933    | 1,290  | 1,544  | 1,575  |
| 所得税           | 35     | 76     | 160    | 222    | 303    | 362    | 369    |
| 少数股东损益        | 1      | 0      | 42     | 58     | 79     | 94     | 96     |
| 净利润           | 97     | 251    | 493    | 684    | 937    | 1,117  | 1,139  |
| 资产负债表         |        |        |        |        |        |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 223    | 1,795  | 1,800  | 1,800  | 1,800  | 1,800  | 2,043  |
| 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    | 671    | 1,110  | 1,679  | 2,196  | 2,659  |
| 无形资产及其他资产     | 33     | 39     | 31     | 31     | 31     | 31     | 31     |
| 资产合计          | 1,915  | 4,331  | 5,419  | 6,104  | 6,851  | 8,602  | 8,112  |
| 流动负债          | 1,124  | 2,352  | 3,155  | 3,377  | 3,441  | 4,368  | 3,085  |
| 非流动负债         | 218    | 0      | 1      | 3      | 6      | 10     | 15     |
| 股东权益          | 543    | 1,957  | 2,198  | 2,602  | 3,203  | 3,928  | 4,619  |
| 投入资本(IC)      | 365    | 694    | 1,561  | 2,103  | 2,568  | 3,866  | 3,738  |
| 现金流量表         |        |        |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 87     | 203    | 479    | 691    | 962    | 1,164  | 1,174  |
| 折旧与摊销         | 38     | 53     | 102    | 161    | 231    | 283    | 337    |
| 流动资金增量        | 178    | 1,252  | -669   | -132   | 49     | -838   | 779    |
| 资本支出          | -67    | -430   | -462   | -570   | -770   | -770   | -770   |
| 自由现金流         | 236    | 1,078  | -550   | 150    | 471    | -161   | 1,520  |
| 经营现金流         | 367    | 1,157  | -102   | 777    | 1,297  | 667    | 2,347  |
| 投资现金流         | -1     | -560   | -457   | -565   | -765   | -765   | -765   |
| 融资现金流         | -199   | 977    | 564    | -212   | -532   | 98     | -1,338 |
| 现金流净增加额       | 167    | 1,574  | 5      | 0      | 0      | 0      | 243    |
| 财务指标          |        |        |        |        |        |        |        |
| 成长性           |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | -13.3% | 82.2%  | 98.4%  | 28.0%  | 26.7%  | 14.6%  | -7.6%  |
| EBIT 增长率      | -21.7% | 123.8% | 135.6% | 44.2%  | 39.2%  | 21.0%  | 0.9%   |
| 净利润增长率        | 15.0%  | 157.7% | 96.6%  | 38.6%  | 37.0%  | 19.3%  | 2.0%   |
| 利润率           |        |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 41.0%  | 48.1%  | 56.1%  | 57.9%  | 61.1%  | 63.9%  | 66.6%  |
| EBIT 率        | 21.1%  | 25.9%  | 30.7%  | 34.6%  | 38.0%  | 40.2%  | 43.9%  |
| 净利率           | 17.4%  | 24.6%  | 24.4%  | 26.4%  | 28.5%  | 29.7%  | 32.8%  |
| 收益率           |        |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 17.9%  | 12.8%  | 22.4%  | 26.3%  | 29.3%  | 28.4%  | 24.7%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 5.1%   | 5.8%   | 9.1%   | 11.2%  | 13.7%  | 13.0%  | 14.0%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 23.8%  | 29.2%  | 30.7%  | 32.8%  | 37.4%  | 30.1%  | 31.4%  |
| 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   | 880    | 48     | 42     | 85     | (26)   |
| 净利润现金含量       | 3.77   | 4.61   | -0.21  | 1.14   | 1.38   | 0.60   | 2.06   |
| 资本支出/收入       | 12%    | 42%    | 23%    | 22%    | 23%    | 20%    | 22%    |
| 偿债能力          |        |        |        |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 70.1%  | 54.3%  | 58.2%  | 55.4%  | 50.3%  | 50.9%  | 38.2%  |
| 净负债率          | 17.4%  | -91.6% | -55.2% | -43.5% | -42.1% | -22.1% | -43.9% |
| 估值比率          |        |        |        |        |        |        |        |
| PE            | 139.7  | 54.2   | 27.6   | 19.9   | 14.5   | 12.2   | 11.9   |
| PB            | 9.4    | 3.5    | 6.2    | 5.2    | 4.2    | 3.5    | 2.9    |
| EV/EBITDA     | 33.3   | 15.8   | 17.1   | 11.8   | 8.3    | 7.1    | 6.2    |
| P/S           | 9.1    | 6.7    | 6.7    | 5.2    | 4.1    | 3.6    | 3.9    |
| 股息率           | 0.0%   | 1.1%   | 1.9%   | 2.1%   | 2.5%   | 2.9%   | 3.3%   |



## 目 录

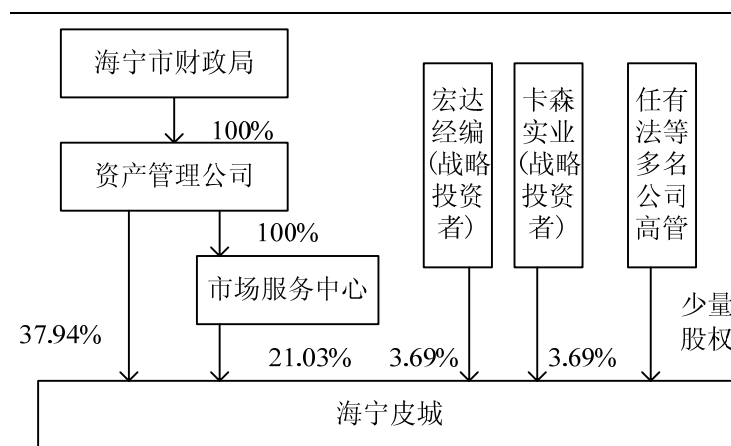
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 公司简介.....                 | 4  |
| 2. 中国专业市场发展背景.....           | 4  |
| 2.1. 专业市场的起源.....            | 4  |
| 2.2. 上市公司中专业市场比较.....        | 5  |
| 3. 公司经营特色.....               | 6  |
| 3.1. 行业发展收益于国内巨大市场和消费升级..... | 6  |
| 3.2. 市场初期租售结合、后续租赁为主.....    | 6  |
| 3.3. 异地扩张能力强，突破区域发展瓶颈.....   | 7  |
| 4. 公司主要市场.....               | 7  |
| 4.1. 老城市场.....               | 7  |
| 4.2. 出口加工区.....              | 8  |
| 4.3. 一期市场.....               | 8  |
| 4.4. 二期市场.....               | 8  |
| 4.5. 三期市场.....               | 8  |
| 4.6. 四期市场.....               | 8  |
| 4.7. 五期市场.....               | 8  |
| 4.8. 佟二堡一期.....              | 8  |
| 4.9. 佟二堡二期.....              | 9  |
| 4.10. 其他异地市场.....            | 9  |
| 5. 未来销售项目.....               | 9  |
| 6. 其他业务.....                 | 9  |
| 6.1. 市场配套物业.....             | 9  |
| 6.2. 东方艺墅.....               | 10 |
| 7. 盈利预测及投资评级.....            | 10 |
| 8. 主要风险.....                 | 11 |
| 8.1. 渠道风险.....               | 11 |
| 8.2. 消费习惯的风险.....            | 11 |

## 1. 公司简介

海宁中国皮革城现有海宁皮城一至四期，佟二堡、新乡等市场以及相关配套设施，总建筑面积超过 200 万平米，是全国最大的皮革专业市场之一。主要从事市场商铺及配套物业的销售、租赁，致力于整合皮革产业价值链的上下游，通过向生产商、经销商、代理商、消费者和采购商等提供配套商铺、厂房、进出口、电子商务、文化娱乐等全产业链服务，促进市场内商户经营效益最大化，逐步提高销售和租赁价格，持续分享市场繁荣的经营成果。

公司的实际控股股东为海宁市财政局，宏达经编以及卡森实业是公司上市前进入的战略投资者，同时董事长任有法等 27 名公司高管持有部分上市公司股权，2011 年 1 月高管股权解禁，今年 1-5 月部分高管进行了一定量的减持。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 2. 中国专业市场发展背景

### 2.1. 专业市场的起源

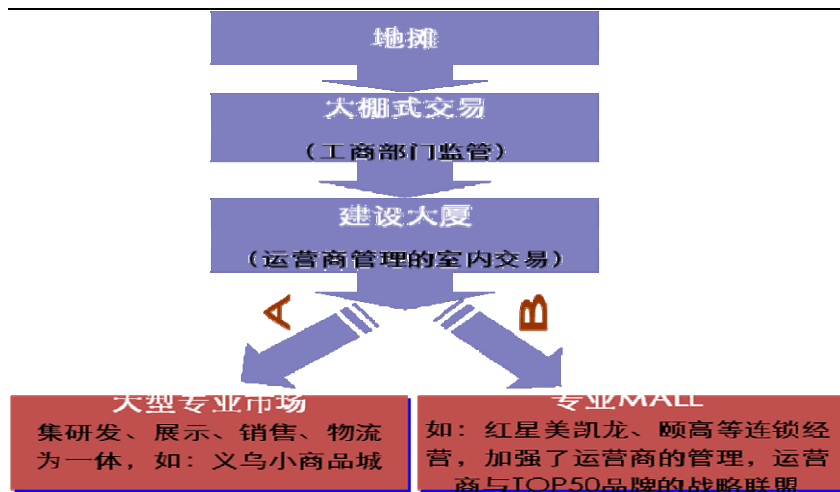
我国专业市场是集贸式市场组织的典型，它由乡村集市发展而来，后由农村到城市郊区，渐渐发展为大型专业市场，是一项极具“中国特色”的制度创新。

表 1：我国各种专业市场

| 类型 | 产业集群型                    | 供应当地及周边市场需求型      |
|----|--------------------------|-------------------|
| 举例 | 海宁皮革城<br>义乌小商品城<br>绍兴轻纺城 | 各类服装、汽车、通讯、建材、家具等 |

数据来源：国泰君安证券研究

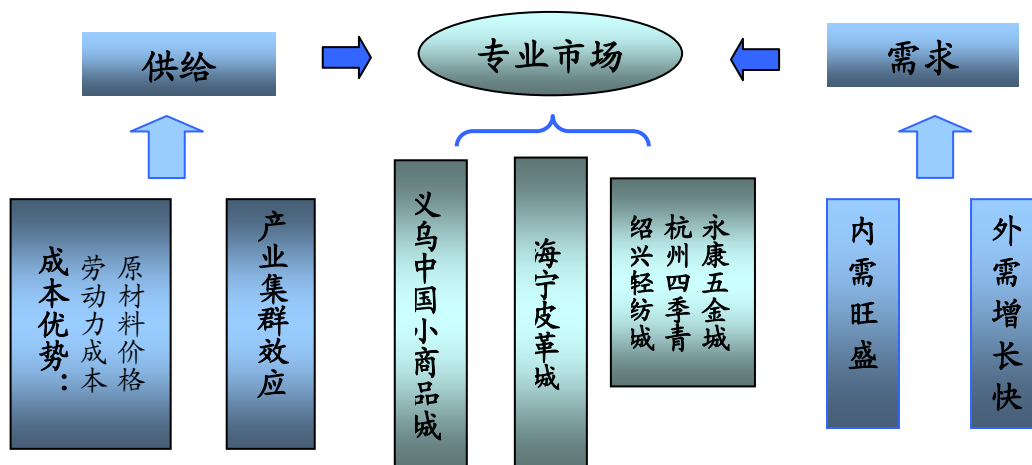
图 2: 我国大型专业市场的发展历程



数据来源：国泰君安证券研究

从供需关系上看，供给需求双方面推动，孕育了这些专业市场的形成：供给方面，中国的轻工业产品具备成本优势：原材料价格便宜、劳动力成本优势；而需求方面，由于内需旺盛、外需增长较快，商品需求量较大，供给需求双方面推动了中国专业批发市场的形成。

图 3: 供求双方面推动中国一批专业批发市场形成



数据来源：国泰君安证券研究

## 2.2. 上市公司中专业市场比较

上市公司中小商品城、海宁皮城、轻纺城皆属于产业集群型专业市场，且都位于浙江。江浙一带是中国轻工业生产企业聚集地，江浙民营生产企业发展促进市场形成加之政府施以“有形的手”在调控，小商品城和轻纺城这样的专业批发市场才得以茁壮发展。

表 2: 上市公司中专业市场比较

| 代码        | 公司名称 | 地区       | 股东背景  | 产业         | 面积               | 市场交易额   | 批零占比 | 外向度  |
|-----------|------|----------|-------|------------|------------------|---------|------|------|
| 600415.SH | 小商品城 | 浙江<br>义乌 | 义乌国资委 | 3万多种<br>品类 | 400 万平           | 450 亿左右 | 批发为主 | 外贸为主 |
| 600790.SH | 轻纺城  | 浙江<br>绍兴 | 绍兴国资委 | 纺织品        | 275 万平<br>(包括仓储) | 400 亿左右 | 批发为主 | 内贸为主 |

| 002344.SZ | 海宁皮城 | 浙江<br>海宁 | 海宁财政局   | 皮革相关<br>制品 | 185 万平<br>(包括异地) | 100 亿左右  | 批零对半 | 内贸为主 |
|-----------|------|----------|---------|------------|------------------|----------|------|------|
| 代码        | 公司名称 | 股价       | 市值 (亿元) | 收入 2010    | 收入 2011E         | EPS2011E | PS   | PE   |
| 600415.SH | 小商品城 | 11.87    | 323     | 31.7       | 52.4             | 0.65     | 6.2  | 18.3 |
| 600790.SH | 轻纺城  | 8.10     | 50      | 3.3        | 3.1              | 0.16     | 16.2 | 50.6 |
| 002344.SZ | 海宁皮城 | 25.31    | 142     | 10.2       | 20.2             | 0.88     | 7.0  | 28.8 |

数据来源：国泰君安证券研究

### 3. 公司经营特色

#### 3.1. 行业发展收益于国内巨大市场和消费升级

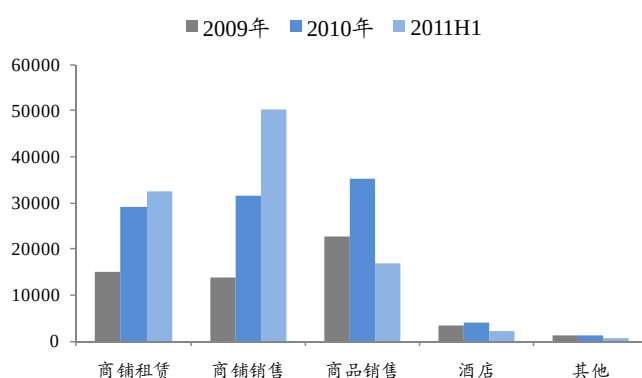
与海宁皮城相比较，义乌小商品城繁荣得益于浙江乃至整个长三角轻工业利用资源、人力以及集群优势在改革开放后的崛起。海宁皮城不仅有着制造和集群等优势，重要的是，皮革制品的消费群体是国内庞大的市场，更会受益于消费升级概念。

据中国皮革协会的数据显示，全球年产 250 万件裘皮，中国消费 150 万件，占一半以上。中国裘皮消费处于上升期，2009 年海宁中国皮革城裘皮销售增长 30% 以上，2010 年海宁市场交易额大约在 100 亿左右。目前中国每百人拥有的裘皮服饰数量是 3 件到 4 件，和汽车拥有量差不多。与国外贵族化不一样，裘皮服饰在中国走的是时尚化、平民化路线，所以市场潜力非常大。成长良好的行业支撑市场的持续繁荣。

#### 3.2. 市场初期租售结合、后续租赁为主

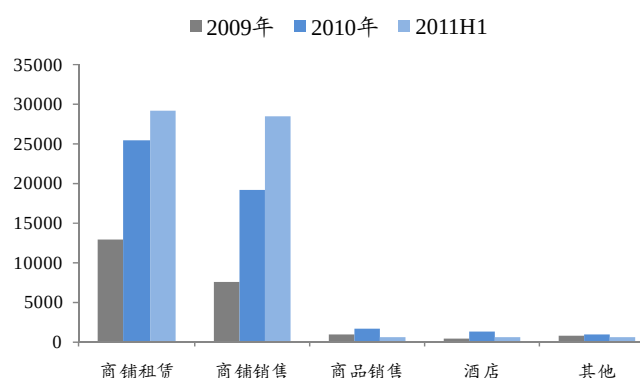
从经营数据上看，2011 年上半年公司商铺租赁和物业销售分别占总收入的 32% 和 49%，毛利额分别占 49% 和 48%。公司经营市场选择租售结合的模式，是因为在各个市场/厂房招商初期，选择向生产商/经销商出售部分物业，以吸引他们长期入驻，有助于提高优质商户的稳定性和忠诚度，也有利于树立市场知名度和品牌优势，将会持续吸引大量的消费者和采购商；同时出售部分物业也能避免市场招商初期，走入空置-吸引力下降-再空置的恶性循环以及缓解由于招商初期商铺租赁价格较低而产生的资金压力。

图 4：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 5：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



### 3.3. 异地扩张能力强，突破区域发展瓶颈

海宁皮城的零售消费占到总销售的一半左右，能覆盖周边 150 公里以内的消费者。2002 年海宁客流量为 75 万人次，到 2010 年，客流量已达到 455 万人次，伴随着消费者生活水平的提高，交通的便利，皮革城已不仅仅是一个专业市城，更成为了一个休闲购物的目的地。由于皮革城的零售撑起半边天，使得市场可以在全国复制，根据当地消费能力的差异建设规模不同的市场。公司目前已经进入传统皮革市场佟二堡、新乡等地，计划进入成都、斜桥等，另外北京、武汉等地也都是具有相当潜力的地区有待公司开拓市场。佟二堡、新乡等市场的成功运营初步证明公司异地扩张模式可以复制，消除了市场对于海宁单区域发展空间有限的怀疑。

## 4. 公司主要市场

表 3: 公司主要市场情况一览

| 海宁市场        | 总建面  | 租赁面积 | 股权比例 | 市场概况                                               |
|-------------|------|------|------|----------------------------------------------------|
| 老城市场        | 5.8  | 3.7  | 100% | 2005 年 10 月全部迁出至新皮革城，2007 年 7 月整体租赁给第三方            |
| 一期市场        | 15.7 | 4.1  | 100% | 四层，主要经营皮具箱包、服装等，在海宁中客流量/影响力最大，11 年 4 楼改造，近半层租金大幅上升 |
| 二期鞋业广场      | 6.6  | 1.8  | 100% | 前期进行改造，调整了品牌结构，2-3 楼改为毛皮市场，租金水平与二期毛皮服饰接近           |
| 二期毛皮服饰      | 7.1  | 2.7  | 100% | 一楼为牛仔服装区，二楼和三楼为毛皮服饰交易区                             |
| 二期原辅料       | 6.3  | 1.8  | 100% | 是皮革原辅料经营者的交易平台，租金较低                                |
| 出口加工区       | 25.9 | 11.4 | 100% | 东、西两区合计占地面积 386 亩，2007 年出售了部分面积                    |
| 三期皮革风尚      | 20.5 | 12.3 | 100% | 由 70 多幢多层和高层建筑组成，定位为“专门为皮革业转型升级服务的总部商务区”           |
| 四期裘皮市场      | 12.0 | 3.0  | 100% | 主要为大开间的裘皮精品商铺                                      |
| 五期皮革生活馆     | 13.2 | 11.2 | 100% | 与四期相连,配有酒店公寓等配套设施,总投资 6.6 亿，已规划还未建                 |
| <b>异地市场</b> |      |      |      |                                                    |
| 佟二堡一期       | 17.4 | 5.6  | 100% | 辐射东三省,当地商家/海宁商家分别占 50%/50%                         |
| 佟一期二厅       | 2.2  | 2.2  | 100% | 当地原有 7 个皮革市场中人气最旺、租金最高的市场,公司 2010 年 1 月收购          |
| 佟二期裘皮交易     | 3.0  | 2.4  | 100% | 一期西北侧，总投资 3 亿元，原辅料计划 2011 年部分投入使用，裘皮               |
| 佟二期原辅料      | 10.2 | 8.2  | 100% | 交易市场 12 年启用                                        |
| 江苏沭阳市场      | 5.2  | 2.8  | 70%  | 公司 2010 年 6 月收购，收购价格低                              |
| 沭阳皮革工业园     | 10.0 | 5.0  | 70%  | 占地 120 亩，总投资 7000 万，拟引入 40-50 家企业，租金低，一期预计年内竣工     |
| 新乡海宁皮革城     | 7.5  | 5.4  | 51%  | 90%是海宁商户，目前市场在市区，面积受限，未来可能拆往郊外                     |
| 斜桥皮革加工区     | 24.0 | 12.0 |      | 总投资 3.4 亿，计划建设厂房等配套公 24 万平米，目前拆迁进度低于预期             |
| 成都新都皮革城     | 12.0 | 6.0  |      | 力争 2011 年 Q3 动工，2012 年下半年开业                        |

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 4.1. 老城市场

2005 年之前，海宁皮城位于老城区内，2005 年 10 月全部迁至现有的新

皮革城一期，目前老城物业整体租赁给第三方，租金很低，一年贡献收入小于 1000 万元。

#### 4.2. 出口加工区

出口加工区包括东、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。出口加工区合计占地面积 386 亩，但租金水平较低，2007 年出售了部分面积，我们预计 2011 年能贡献租金收入约 150 万元。

#### 4.3. 一期市场

一期市场是目前海宁皮革城中人流最多，影响力最大，同时也是租金水平最高的市场。其主要经营皮具箱包、皮革/裘皮服装等，特别是一楼的皮具箱包业，由于不存在季节性，相对其他区域常年四季人流量都很大。今年四楼近半层原有的餐饮区域进行改造，改为经营皮革服装商铺，租金水平大幅提升，预计改造一年能增收 400 万左右收入。同时由于去年商户经营效益较好，公司租金与市场租金（原先出售/回迁的物业）差距较大，今年重订租约时，租金提升超出往年一般增幅，我们预计今年一期总体能贡献 3000 万以上收入。

#### 4.4. 二期市场

二期市场分为几部分，鞋业广场、毛皮服饰区、原辅料市场以及其他配套物业。鞋业市场前期进行改造，调整了品牌结构，2-3 楼改为毛皮市场，目前租金水平与二期毛皮服饰接近，提升了收入增速，我们预计二期除配套物业外 2011 年整体能贡献近 4000 万收入。

#### 4.5. 三期市场

三期皮革风尚城是由 70 多幢多层和高层建筑组成，租赁形式为挑选市场内核心高端客户整栋租赁。定位为“专门为皮革业转型升级服务的总部商务区”，将实现个性化展示、区域营销中心、设计师创业园、商务服务和高档休闲等功能。到目前为止三期项目尚未完全交房，今年预计能贡献近 4000 万收入，但三期项目租约 3 年一签，每年租金上涨 10% 左右，小于一二期市场上涨幅度。

#### 4.6. 四期市场

四期裘皮广场总建筑面积约为 12 万平方米，包括高层商务办公楼区、裘皮服装专业市场区以及皮革博物馆区三大功能区块，专业市场内主要以大开间的裘皮精品馆为主。四期招商时公司运用了租金+拍卖承租权的创新定价模式，以较高的价格锁定了 5 年租金水平，预计均摊后每年贡献 2.1 亿左右收入，为公司所有市场内租金水平最高。

#### 4.7. 五期市场

公司计划投资 6.6 亿元在四期市场旁建设五期皮革品牌生活馆项目，项目总建筑面积 18.2 万平，其中商业面积 13.2 万平，85% 用于租赁，计划年中动工，2012 年下半年部分投入使用。

#### 4.8. 佟二堡一期



佟二堡海宁皮革城项目包括一座 4 层的交易市场和一座 14 层的配套商务酒店, 4 层交易市场可租售面积共 10.3 万平米, 第一年租金水平稍低, 约 900 元/平/年, 第二年续约情况良好, 租金水平有较大提升, 我们预计 2011 年能贡献 1.3 亿左右收入。另外, 公司与 2010 年收购了一个当地原有 7 个皮革市场中人气最旺、租金最高的市场, 但总面积较小, 总建面为 2.2 万平。

#### 4.9. 佟二堡二期

佟二堡二期公司计划总投资 3 亿元, 总建筑面积约 13.2 万平, 建设内容为 2.97 万平的原辅料市场和 10.2 万平的裘皮交易市场。项目市场建成后拟以 8:2 的面积比例进行租售, 原辅料市场部分计划于 2011 年底投入使用, 裘皮交易市场部分计划于 2012 年底投入使用。我们假设二期市场可租赁面积 2.8 万平, 2012 年由于开业时间短, 且第一年租金较低, 只能贡献约 1200 万租金收入, 正常年份贡献 3000 万左右租金收入。

#### 4.10. 其他异地市场

目前公司公告的异地项目有已营业/招商的江苏沭阳和新乡皮革城, 这两市场 2011 年租金收入较少, 预计 2012 年总共能贡献约 2000 万收入。

其他拟建设的项目有沭阳、斜桥皮革加工区, 和成都新都皮革城。皮革加工区租金水平低, 未来对公司整体影响较小。而成都新都市场是公司首次计划进入中西部地区, 作为公司向大西南地区扩张的重要一步, 目前尚处于土地一级整理阶段, 土地位于成都新都区北部, 面积约为 200 亩, 我们假设可租赁面积为 5 万平, 与佟二堡二期相似, 新都市场 2012 年由于开业时间短, 且第一年租金较低, 只能贡献约 5000 万租金收入, 正常年份贡献 1 亿以上租金收入。

### 5. 未来销售项目

- 2011 年结算项目——公司 2011 年将结算三期部分物业、佟二堡一期剩余面积以及东方艺墅首期, 其中上半年 5 亿销售收入中, 包含了佟二堡一期剩余全部月 2 亿收入, 我们假设三期销售价格在 7500 元/平, 东方艺墅 8600 元/平, 预计全年能确认超过 8 亿销售收入;
- 2012 年结算项目——2012 年将结算项目较多, 主要为东方艺墅、三期剩余面积, 四、五期部分市场以及配套物业、佟二堡二期和其他异地如沭阳等部分物业。但大多物业工程进度不确定, 租售比尚未确定, 销售价格也存在不确定性, 预测总体销售收入存在较大不确定性。我们假设东方艺墅分三年结算总销售收入约 14 亿元, 佟二堡二期销售收入超过 2 亿元, 新都斜桥 2012-14 年确认总销售收入 4 亿元左右。

### 6. 其他业务

#### 6.1. 市场配套物业

公司多个市场均有商务楼、酒店等配套物业, 或租或售或自营。目前主要有二期的商务楼和裙楼有部分物业租赁, 2011 年贡献收入少于 1000 万。另外公司目前拥有皮城锦江大酒店, 每年贡献近 3000 万收入, 但

利润贡献很少。

此外公司多个在建项目也有相关配套设施，如四、五期有办公楼、酒店公寓，佟二堡一期有酒店项目等，但公司对于这些配套设施租售安排还为确定，较难预测收入和利润情况。

## 6.2. 东方艺墅

东方艺墅是公司唯一的一个地产项目，位于海宁市碧云路西侧、长园新村点东侧。项目规划总建筑面积约 12 万平，定位为 3—6 层多层建筑为主的高品质住宅小区，规划容积率 1.0—1.4，规划建造 366 套多层公寓、230 套排屋，以当地自住型、改善型居民为目标消费群。该项目今年进入结算期，计划 3 年结算，上半年结算了部分排楼物业，销售价格在 7-8000/平左右，未来销售价格存在上升空间，我们预计今年能结算超过 4 亿收入，项目总收入为 14 亿左右。

## 7. 盈利预测及投资评级

- 主要市场租金每年上涨 15-20%左右，营业成本增长约 1-2 个百分点左右；
- 五期、佟二堡二期、斜桥、新都项目 2012 年开始贡献部分收入，租金水平参照相邻项目水平；
- 销售假设参考下表，销售物业毛利率保持在 57%左右，净利润水平 21%左右；

表 4: 未来推动公司业绩增长的主要项目情况假设

| 推动业绩主要项目 | 增量租赁面积 |        | 假设销售面积 |        | 假设租赁收入 |        | 假设销售收入 |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2012 年 | 2013 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2012 年 | 2013 年 |
| 五期皮革生活馆  | 45000  | 45000  | 2650   | 2650   | 1980   | 4752   | 2236   | 2367   |
| 佟二期裘皮交易  | 28000  | 28000  | 2400   | 2400   | 1120   | 6272   | 7158   | 7158   |
| 佟二期原辅料   | 5000   | 5000   | 350    | 350    | 69     | 303    | 150    | 150    |
| 沭阳皮革工业园  | -      | 50000  | 25000  | 25000  | -      | 560    | 2500   | 2500   |
| 斜桥皮革加工区  | 56000  | 120000 | 28000  | 46000  | 672    | 1613   | 6440   | 11040  |
| 成都新都皮革城* | 25000  | 50000  | 3600   | 3600   | 5000   | 12000  | 5400   | 5400   |
| 东方艺墅     | -      | -      | 45000  | 38000  | -      | -      | 49500  | 49400  |

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

我们认为公司所处的皮革相关制品行业将会受益于国内巨大的潜在市场和居民消费升级，公司提供配套服务并采取租赁结合的经营模式能有效控制风险，持续维持市场繁荣，此外公司异地扩张能力强，现有项目支撑三年高速增长。预计公司 2011-2013 年收入为 20.2/25.9/32.8 亿元，同比增长 98%/28%/27%，实现净利润 4.9/6.8/9.4 亿元，同比增长 96%/39%/37%，对应 EPS0.88/1.22/1.67 元。其中 2011-12 年市场租赁贡献 EPS 分别为 0.54/0.83 元，按照 12 年租赁 30 倍，销售 10 倍，我们给予目标价 28.8 元，调高评级从“中性”至“谨慎增持”。

## 8. 主要风险

### 8.1. 渠道风险

由于针对零售客户，其他销售渠道对于皮革城发展构成威胁。首先是原有的商场/百货渠道，由于皮衣等皮革制品不属于日常消费品，消费具有季节性，商场百货一般不重视，而季节消费的特点也使商场对于皮衣等只能采取较高定价，制约了消费。但是如果皮衣等产品能逐渐形成类似皮鞋的成熟的销售渠道，皮革城这样的业态优势将会渐失。其次是网络平台的挑战，皮革城的皮革制品走的是时尚化、平民化路线，迎合了消费者对于价格的要求，但如果皮革产品的标准逐渐统一，售后逐渐完善，网络销售平台将对皮革城形成类似网购在中低端服装品类中对于百货的影响。

### 8.2. 消费习惯的风险

皮革制品在北方属于必需品，但是在南方还是属于可选消费品，虽然随着居民消费升级，市场潜力巨大，但消费习惯的改变可能低于一般预期，另外随着高端仿皮材料的出现，南方消费者是否持续增加皮革制品消费有待检验。

**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       |                              |                               |