

海宁皮城 (002344)

零售/商业贸易

发布时间: 2012-05-25

报告类型 / 公司深度报告

谨慎推荐

上次评级:

海宁皮城调研报告

连通上下游, 提租加扩张

报告摘要:

皮革专业市场龙头企业: 海宁中国皮革城是全国最大的皮革专业市场之一, 主要业务为皮革专业市场的开发租赁和服务, 致力于整合皮革产业价值链的上下游, 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。

“集”上游, “散”下游: 皮革专业市场是皮革制品的特定交易场所, 其上游皮革制品行业集中度较低, 大中型企业份额小, 主要以中小型企业为主, 下游消费具有典型的季节性和地域性特征。皮革制品销售行业的特点决定了皮革专业市场存在的必要性, 公司在专业化经营中汇集上游资源, 并通过渠道建设和市场规划, 与商户共同将产品向产地市场和销地市场分销, 不断提升自身和商户的盈利能力, 形成了较为成熟的经营模式, 为未来成长奠定了较好的基础。

短期增长点清晰, 长期等待增量: 从公司近期经营情况看, 未来两年增长点比较清晰。(1) 2012 年内生提租受商户订单量下降影响, 增幅将有所放缓; 外延增量主要为佟二堡二期、本部五期、成都皮革城新乡皮革城新贡献租金; 商铺销售部分新增本部三期剩余部分、四期和佟二堡二期原辅料市场。(2) 2013 年除内生提租外, 新增租金来自于次新市场全年贡献租金、皮革城五期继续招租; 商铺销售部分主要为本部四期、五期及成都皮革城。(3) 不考虑潜在项目, 2014 年以后公司将进入稳定提租期且商铺销售将逐步减少, 若年内可顺利签约 1-2 个项目 (本地或异地), 则公司 2013-2014 年业绩存在超预期可能。不考虑未公告项目, 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.19、1.68 和 1.95 元, 估值高于同类上市公司且短期增速尚需观察, 给予谨慎推荐评级, 考虑公司全国扩张及未来新增项目预期相对确定, 我们将对公司长期关注。

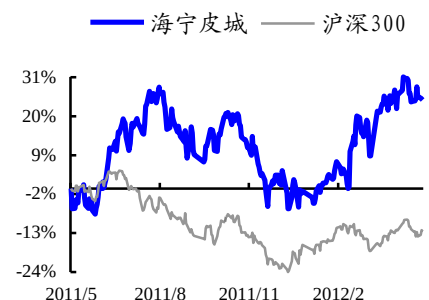
风险提示: 提租天花板, 新市场招商情况及租金水平低于预期, 商铺出售及承租权费确认时间不定, 全国扩张瓶颈。

股票数据

2012-5-24

收盘价 (元)	26.30
12 个月股价区间 (元)	19.71 ~ 28.66
总市值 (百万元)	14,728
总股本 (百万股)	560
A 股 (百万股)	560
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	14%	10%
相对收益	-4%	16%	24%

相关报告

证券分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002
(021)20361102 luoky@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,020	1,856	2,235	2,638	2,918
(+/-)%	82%	82%	20%	18%	11%
净利润	251	565	710	991	1,141
(+/-)%	158%	110%	27%	41%	16%
每股收益 (元)	0.90	0.94	1.19	1.68	1.95
市盈率	29.4	27.9	22.1	15.6	13.5
市净率	3.76	6.28	5.13	4.07	3.29
净资产收益率 (%)	12.8%	22.5%	23.2%	26.0%	24.3%
股息收益率 (%)	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
总股本 (百万股)	280	560	560	560	560

目 录

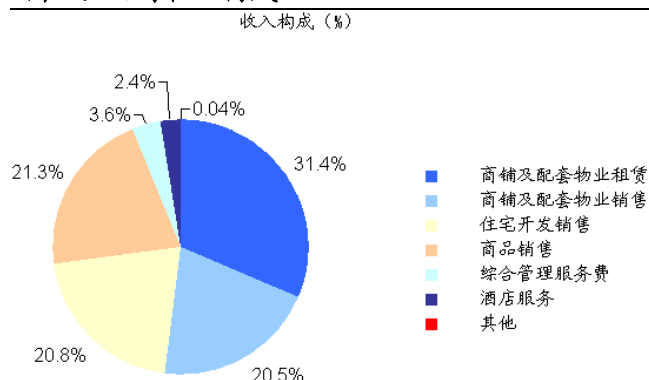
1. 公司概况——皮革专业市场龙头企业	3
1.1. 经营市场，租赁为主	3
1.2. 主打皮装，多类经营	4
1.3. 雄踞海宁，拓展全国	4
1.4. 国资控股，激励充分	5
2. 经营特色——“集”上游，“散”下游	6
2.1. 皮革行业持续发展	6
2.2. 皮革制品行业集中度低	7
2.3. 下游消费存在季节性和区域性	7
2.4. 将模式复制到销地市场	8
3. 公司主业经营情况——稳定提租，积极扩张	9
3.1. 本埠市场——稳定提租，升级扩建	9
3.1.1. 皮革城一期——影响力最大的综合市场	9
3.1.2. 皮革城二期——鞋业+毛皮牛仔+原辅料	10
3.1.3. 皮革城三期——品牌风尚中心，提租有空间	11
3.1.4. 皮革城四期——裘皮广场，租金较高	11
3.1.5. 皮革城五期——品牌生活馆，本埠新扩张	12
3.1.6. 老城市场——稳定收租	12
3.1.7. 配套物业	12
3.1.7.1. 出口加工区	12
3.1.7.2. 综合商务楼	13
3.1.7.3. 皮革城大酒店	13
3.2. 外埠市场——积极扩张，项目丰富	14
3.2.1. 佟二堡一期——第一个控股异地项目	14
3.2.2. 佟二堡二期	14
3.2.3. 江苏沭阳皮革城	15
3.2.4. 新乡海宁皮革城	16
3.2.5. 成都海宁皮革城	16
3.3. 扩张计划——长江以北全面辐射	17
3.4. 其他业务	17
3.4.1. 东方艺墅——唯一地产项目	17
3.4.2. 商品销售——利润占比较低	17
4. 盈利预测与投资建议——短期增长点清晰，长期等待增量	17
5. 风险提示	18

1. 公司概况——皮革专业市场龙头企业

1.1. 经营市场，租赁为主

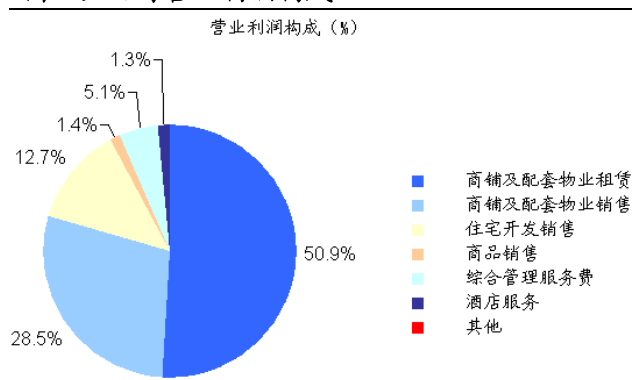
海宁中国皮革城是全国最大的皮革专业市场之一，主要业务为皮革专业市场的开发租赁和服务，致力于整合皮革产业价值链的上下游，在皮革制品生产、营销和交易等环节，通过向生产商、经销商、代理商、消费者和采购商等提供配套厂房、进出口、公共营销、物业管理、电子商务、文化娱乐等服务，促进市场内商户经营效益最大化，逐步提高销售和租赁价格，持续分享市场繁荣的经营成果。公司在经营综合市场的过程中，形成了以商铺及配套物业租赁+销售为主，住宅开发销售、酒店服务及商品销售为辅的业务结构。2011 年，公司商铺及配套物业租赁和销售分别实现营业收入 5.8 亿元和 3.8 亿元，合计占比 52%，分别贡献营业利润 5.1 亿元和 2.9 亿元，合计占比达 79%，其中租赁部分贡献超过 50%。

图 1：公司收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 2：公司营业利润构成



数据来源：东北证券，公司公告

从各项业务发展情况看，公司主业商铺租赁随着市场规模的扩大和租金水平的提高，收入得以成倍增长，公司后续市场经营仍将以租赁为主；商铺销售则由于项目运作周期不同略有波动，但整体保持稳定；2011 年起增加了住宅开发销售，主要来源于公司唯一的房地产开发项目“东方艺墅”，项目将于 2013 年结算完毕，此后公司将不再开展房地产业务；08 年开始贡献收入的酒店服务业务主要来自于皮革城大酒店，在充足的客源支持下，经营情况良好，目前公司还有 3 家待开业配套酒店。

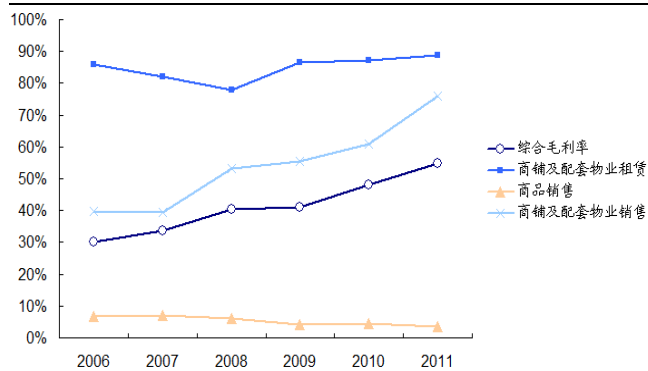
表 1：公司各项业务收入情况（百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
物业租赁	56.43	75.19	104.63	149.47	291.74	579.29
YOY	-	33.25%	39.16%	42.85%	95.18%	98.57%
物业销售	166.17	320.33	269.23	136.61	314.66	379.57
YOY	-	92.77%	-15.95%	-49.26%	130.33%	20.63%
商品销售	209.81	237.72	240.61	226.66	351.02	392.92
YOY	-	13.30%	1.21%	-5.80%	54.87%	11.94%
住宅开发	-	-	-	-	-	384.14
YOY	-	-	-	-	-	-
酒店服务	-	-	4.34	33.21	40.77	44.33
YOY	-	-	-	665.25%	22.77%	8.73%
综合管理	3.26	14.00	25.22	10.94	12.34	0.75
YOY	-	329.91%	80.20%	-56.63%	12.83%	-93.95%

数据来源：东北证券，公司公告

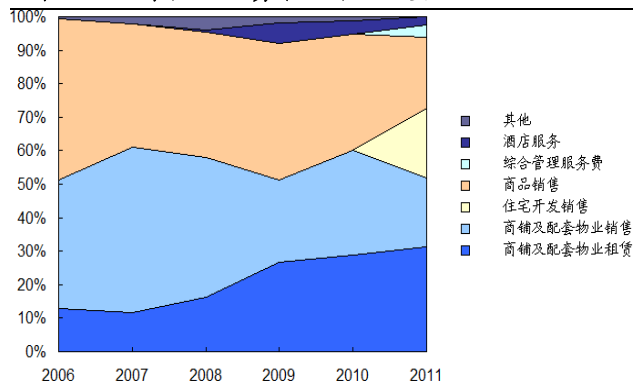
公司各项业务中，物业租赁业务毛利率最高，且占比逐步提升，物业销售业务在公司控制拿地成本及地产价格上涨的背景下，毛利率也持续提高，拉动公司综合毛利率逐年上升，2011 年已达 54.8%，其中还包含毛利率相对较低的住宅开发的反向影响。以出口为主的商品销售业务毛利率下降明显，主要由于外需不振影响利润空间，我们认为未来该业务毛利率有望有所恢复。总体来看，我们认为公司未来综合毛利率将呈上升趋势。

图 3: 公司各项业务毛利率情况



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 4: 公司各项业务收入占比变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

1.2. 主打皮装, 多类经营

海宁皮城商品交易额位居全国皮革专业市场第二位, 目前公司共有 3200 多家商户, 2000 余家当地皮革企业进驻市场, 经营范围包括革皮服装、裘皮服装、皮毛制品、箱包、鞋帽、手套、票夹、皮革、皮毛原辅料等全部皮革上下游产品, 是全国皮革产品种类最集中的专业市场。其中市场内的革皮服装交易辐射全国甚至海外市场, 是海宁皮城最具竞争力的销售品类。

表 2: 主要皮革专业市场情况

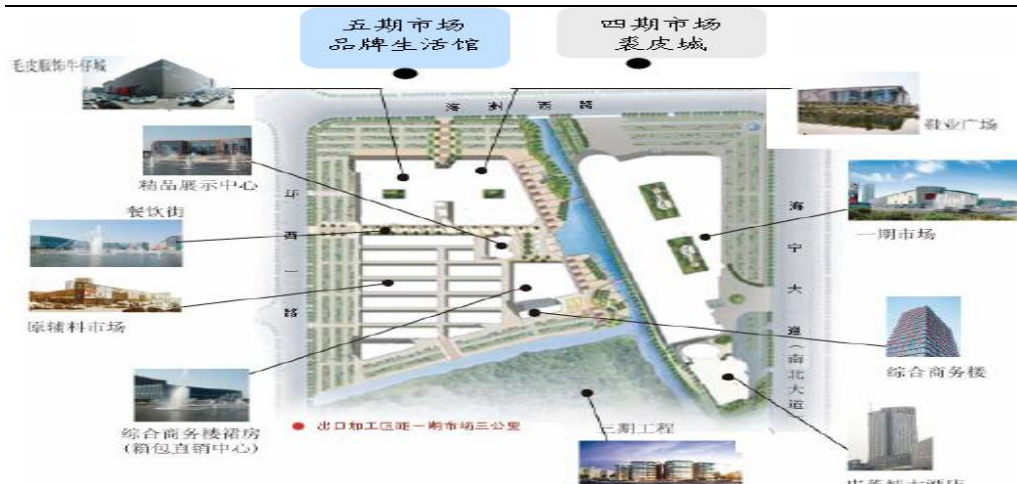
市场	开业时间	占地面积	商铺数量	主要经营品类
广州花都狮岭皮革皮具城	2000	50 万 m ²	2700 余间	皮革五金、原材料、皮具成品、皮革五金机械设备
河北辛集皮革商业城	1992	150 万 m ²	1800 余个	皮装、皮衣
河北白沟箱包交易城	1994	18.4 万 m ²	-	品牌箱包、五金饰件、皮革、辅料及缝纫设备
河北大营国际皮革交易中心	2006	50 亩	1980 个	裘皮服装、服饰、各种裘皮制品、裘皮半成品
广州白云世界皮具贸易中心	2003	2.1 万 m ²	1000 余间	皮具、箱包、鞋类、皮料及配件五金辅料、包装印刷
辽宁灯塔佟二堡皮革市场	1992	10 万 m ²	6000 余个	皮革、裘皮服装
中国·崇福皮革大世界	2005	3.6 万 m ²	400 多间	皮革
桐乡鞋业皮革城	2006	17 万 m ²	800 余间	鞋类、箱包、皮革制品
余姚中国裘皮城	2007	10.2 万 m ²	-	裘皮服装
温州鞋都	1993	6.5 万平方公里	2500 余个	皮鞋
海宁皮革城	1994	70 万 m ²	3200 余个	皮革服装、裘皮服装、箱包皮具、皮鞋、皮革原辅料
佟二堡海宁皮革城	2009	21 万 m ²	1900 余个	裘皮、皮装、箱包

数据来源: 东北证券, 中国皮革网

1.3. 雄踞海宁, 拓展全国

公司主要经营项目在海宁本地, 包括老城市场及总部一期到五期, 总建面近 100 万平。

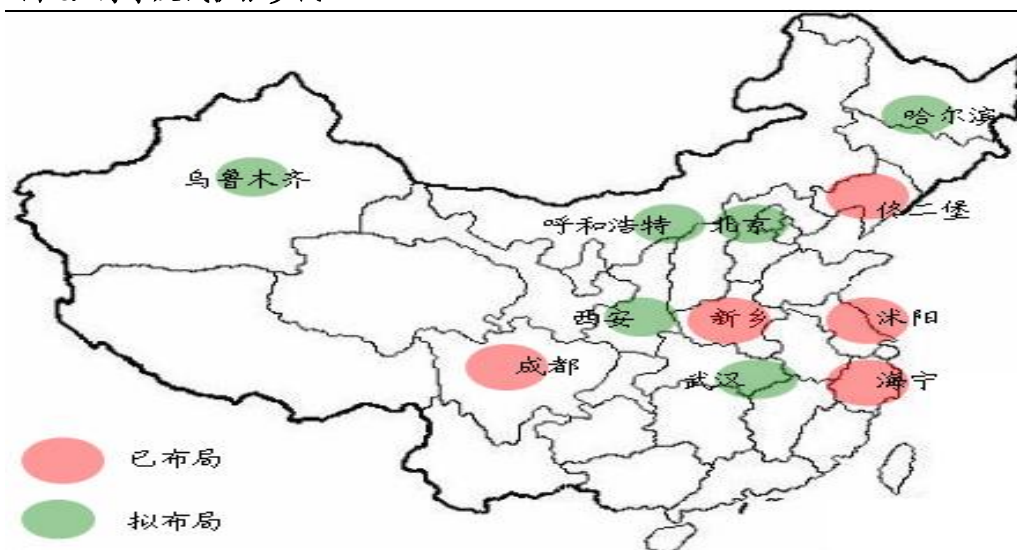
图 5: 海宁皮城总部布局



数据来源: 东北证券, 公司公告

公司异地项目主要有佟二堡一期、佟二堡二期、江苏沭阳皮具城、新乡皮革城和成都皮革城一期, 不含在建项目总建面也超过 45 万平, 且公司在北京、哈尔滨、武汉、西安、乌鲁木齐、呼和浩特等地均有考察项目, 并积极论证总部六期及佟二堡三期的可行性, 公司全国拓展大幕已经拉开, 主要跟随消费者需求情况, 在长江以北发展。

图 6: 海宁皮城扩张步伐

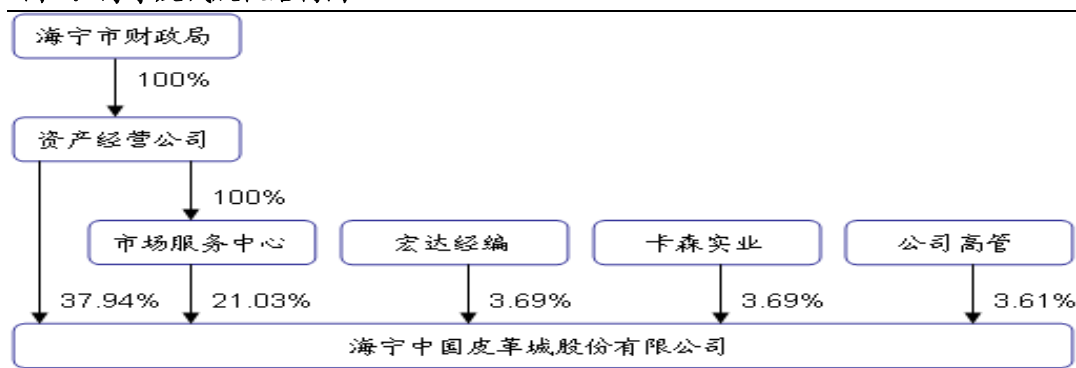


数据来源: 东北证券, 公司公告

1.4. 国资控股, 激励充分

公司控股股东为海宁市财政局下属全资子公司海宁市资产经营公司, 其直接持有上市公司 37.94% 股权, 并通过 100% 控股市场服务中心间接持有公司 21.03% 股权, 宏达经编和卡森实业各持有上市公司 3.69% 股权, 另外, 包括公司董事长在内的 27 名公司高管减持后仍持有公司 3.61% 股份, 在国资背景下形成了有效的激励, 有助于权责统一, 促使公司经营更为灵活。

图 7: 海宁皮城股权结构图



数据来源：东北证券 注：高管持股为考虑减持后比例

2. 经营特色——“集”上游，“散”下游

2.1. 皮革行业持续发展

我国皮革行业是由制革、制鞋、皮衣、皮件、毛皮及其制品等主体行业，以及皮革机械、皮革化工、皮革五金、鞋用材料等配套行业组成的一个大行业。“十一五”期间，我国皮革行业生产保持平稳较快增长，2010年皮革行业规模以上企业实现工业总产值7473亿元，比“十五”末期增长134.6%，“十一五”期间工业总产值年均增长18.6%，占轻工行业工业总产值的5.4%。“十一五”末期，我国规模以上企业轻革产量为7.5亿m²，皮鞋产量41.9亿双，皮革服装产量6237万件，天然皮革包产量7.8亿只，毛皮服装产量312万件，均名列世界产量首位。“十二五”期间，行业将保持工业总产值年均增长12%，各子行业均将快速发展。

表 3: “十二五”时期皮革各子行业发展方向

	制革行业	制鞋行业	皮革服装行业	皮件行业	毛皮及其制品行业
产业布局	在有条件的地区形成5-8个比较成熟完善的制革集中生产基地，制革产业转移将从自发无序向规范有序转变。	继续呈现渐进式梯度转移态势，新老产业基地差异发展，协调控制成本和劳动力水平，形成产业链分段延伸、劳动力本地就业的新格局。	浙江海宁、河北辛集、辽宁佟二堡等原有产业基地将进一步优化和提升，在引导时尚流行的前沿城市将会出现一些新兴企业。	广州花都狮岭、河北白沟、浙江平湖、瑞安和东阳、福建泉州等原有产业基地在提升中发展。	浙江桐乡崇福、河北肃宁、枣强大营、河南孟州桑坡、辽宁佟二堡、浙江余姚等原有的产业基地将会巩固和提升，河北昌黎、山东文登等毛皮动物养殖基地将会向毛皮加工环节挺进。
企业规模	大中型制革企业占规模以上制革企业的数量将由“十一五”末期的9.5%提高到20%，工业总产值将由“十一五”末期的44.1%提高到50%以上。	大中型制鞋企业占规模以上制鞋企业的数量将由“十一五”末期的16.1%提高到28%，工业总产值将由“十一五”末期的62.7%提高到70%以上。	大中型皮衣企业占规模以上皮衣企业的数量将“十一五”末期的7.1%提高到16%，工业总产值将由“十一五”末期的33.9%提高到42%。	大中型皮件企业占规模以上皮件企业的数量将由“十一五”末期的6.7%提高到15%，工业总产值将由“十一五”末期的35%提高到45%。	预计大中型毛皮及其制品企业占规模以上毛皮及其制品企业的数量将由“十一五”末期的3.5%提高到8%，工业总产值将由“十一五”末期的24.6%提高到32%。
产品结构	高端产品将逐年提高，预计占20%，中端产品占50%以上。	高端产品占10%，中端产品占50%，低端产品占40%。	高端产品占10-15%，中端产品占60-70%，同时生产少量低端产品。	高端产品占10%，中端产品占40%，低端产品仍然会占较大的比重。	高端产品占30%，中端产品占40%，同时生产少量低端产品。

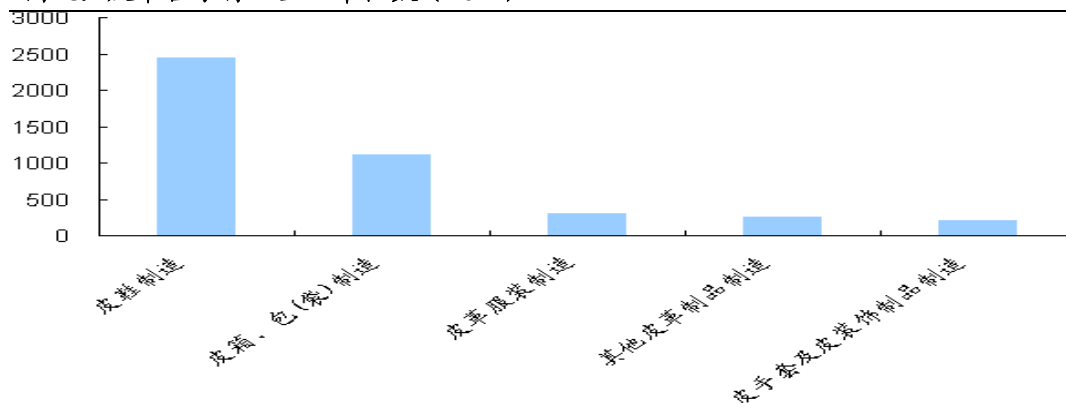
市场趋势	成品革仍将以国内市场为主，绝大部分将加工成皮革制品后出口，制革产量将维持现有水平，但产品附加值将不断提升。	鞋类产品内外销量比约为 3: 7。随着中国各项成本要素的上升，出口产品结构趋于优化，但仍将以出口市场为主。	皮衣产品内外销量比约为 7: 3。随着中国经济的持续发展和各项扩内需政策的实施，仍将以内销市场为主。	皮件产品内外销量比约为 3: 7。随着中国各项成本要素的上升，出口产品结构将会有很大调整，但仍将以出口市场为主。	毛皮及其制品行业产品内外销量比约为 2: 8。随着中国各项成本要素的上升，出口产品结构将会有很大调整，但仍将以出口市场为主。

数据来源：皮革行业“十二五”规划指导意见(2011-2015 年)，公司公告

2.2. 皮革制品行业集中度低

皮革专业市场是皮革制品的特定交易场所，其上游皮革制品行业集中度较低，大中型企业份额小，主要以中小型企业为主，2011 年，皮革行业各子行业企业单位数均较多，其中皮革制造和皮革服装制造企业分别为 2445 个和 301 个。以公司所处浙江省为例，2010 年浙江省全行业规模以上企业总数 2373 家，皮革服装产量 2025.23 万件，皮革鞋靴产量 10.93 亿双，全行业生产企业超过 1 万家。

图 8: 皮革各子行业企业单位数 (2011)



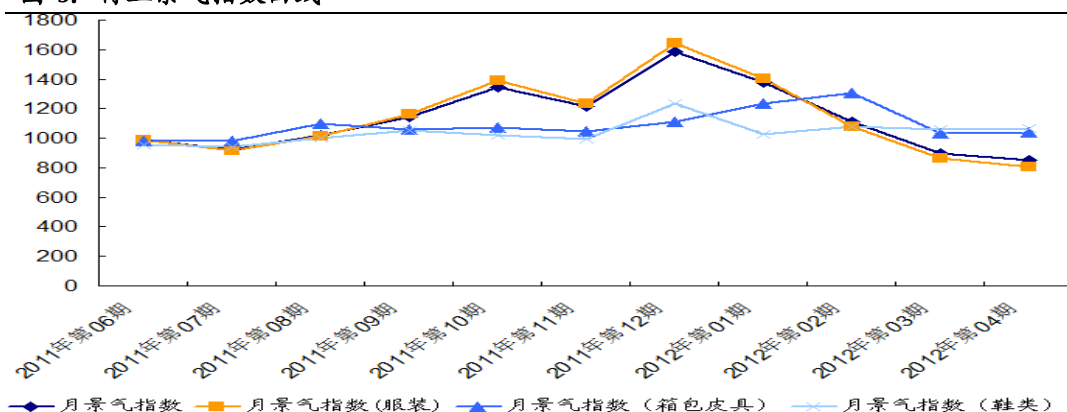
数据来源：东北证券，国家统计局

皮革行业的持续发展带来的巨大产值及上游企业分散的特点使得皮革制品需要更加有效的渠道进行流通。上游企业数量多、规模小的客观现状决定了生产企业难以将产品以最有效方式传递到消费者手中，且由于小型企业难以形成品牌效应，在流通中往往处于弱势地位，而专业市场经营场所相对集中、固定，通过特定商品的大规模集聚，为消费者和采购商提供选择空间，为生产商和经销（或代理）商提供信息平台，从而降低商品的营销和交易成本，并实现规模效应，起到很好的聚集作用。

2.3. 下游消费存在季节性和区域性

皮革服装尤其是毛皮服装消费具有典型的季节性特征，其传统旺季在每年“十一”左右到次年“五一”，这一特征使得上游企业在选择渠道时更具局限性。选择传统百货渠道的弊端在于在百货店追求坪效及毛利率的背景下，皮革专柜会面临位置不固定或高扣点，从而大幅降低盈利水平，且皮革服装多数为中端以上产品，在与百货定位匹配的过程中，也存在比较明显的不可调和性；若选择自建渠道，特别是进行连锁扩张，对资金及经营能力会有更高的要求，这也是中小型企业难以承受的。

图 9: 行业景气指数曲线



数据来源: 东北证券, 国家统计局

另外, 皮革制品尤其是皮衣消费具有一定的地域性, 主要表现在皮革专业市场多分布在生产商聚集的产地型市场。目前, 我国较为发达的皮革交易市场主要集中在浙江、河北、广东、辽宁四省。除公司外, 具有一定经营规模的还有广州花都狮岭皮革皮具城、河北辛集皮革商业城、河北白沟皮革市场、河北大营国际皮革交易中心、广州白云世界皮具贸易中心、辽宁灯塔佟二堡皮革市场等。以公司主要经营品类皮革服装为例, 销量最大的省份为浙江、河北和广东, 与消费市场分布吻合。

图 10: 中国皮革市场分布概况



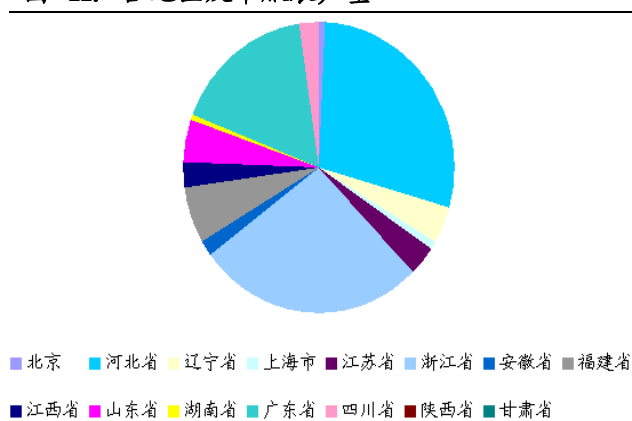
数据来源: 东北证券, 公司公告

2.4. 将模式复制到销地市场

目前, 公司已在浙江、辽宁等产地市场成功经营, 占据了较大市场份额, 并开始向销地市场扩张, 我们认为销地市场扩张成功的基础在于模式可复制、招商能力强及需求可创造。

从经营模式看, 公司采取了租售结合的方式。出售商铺一方面可以快速回流资金, 一方面可以减少空置风险, 保障市场顺利开业及后续配套服务的持续开展, 同时, 向知名生产商和品牌经销 (或代理) 商销售商铺锁定长期入驻, 有助于提高优质商户的稳定性和对市场的忠诚度, 利于树立市场知名度和品牌优势, 从而持续吸引大量的消费者和采购商, 形成“商铺租赁需求上升——商品规模和数量增加——市场吸引力提高——商铺租赁需求上升”的良性循环, 促进商品的大规模集聚。同样, 厂房等配套物业的销售将使生产商在专业市场周边长期入驻, 促进市场内商品的有效供给。后续经营以租赁为主可促进市场经营者努力提升后续服务与管理水平, 推动市场持续繁荣, 促进商铺租赁价格稳定上涨, 从而分享市场持续发展的经营成果。公司在市场经营方面也做了很多努力, 通过建设工业园、创意园、申报AAAAA风景区提升影响力, 举办时尚展会等配套服务, 与生产厂家共同成长。我们认为公司

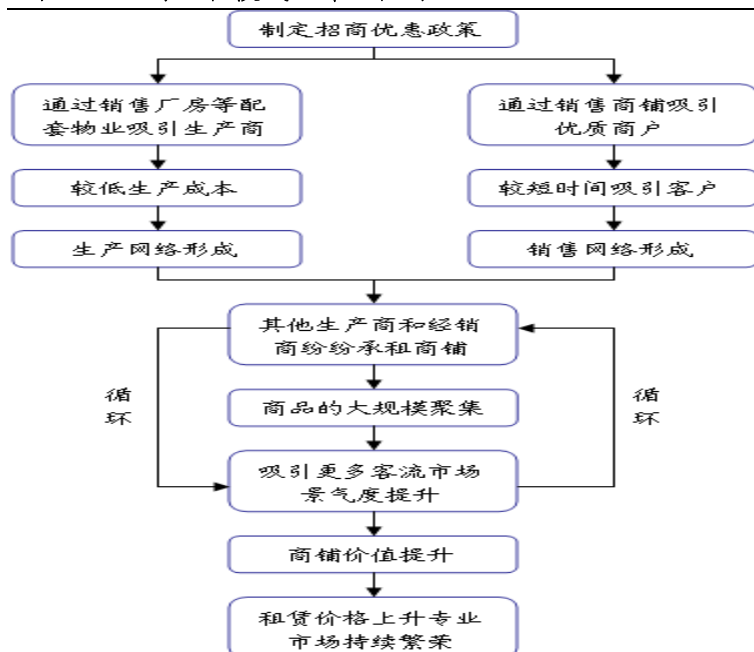
图 11: 各地区皮革服装产量



数据来源: 东北证券, 国家统计局

经营专业市场的模式已经比较成熟，且专业市场的经营更易标准化，在招商及需求配合的情况下，比较适合连锁复制。

图 12: 公司经营模式运作流程图



数据来源：东北证券，公司公告

从招商能力看，由于海宁本地即有大小生产厂家 2000 多家，周边合计 5000 家左右，有大量的商户资源，公司凭借良好的品牌效应和经营能力，在本地市场并不需要招商且有自己的“选商”标准，皮革城一铺难求，大量优质商户愿意进驻海宁皮城异地门店，实现自身销售渠道的拓展。例如，佟二堡海宁皮革城作为产地市场，有 40% 商户来自于海宁，50% 为本地商户；新乡皮革城 70% 商户来自海宁；销地市场成都皮革城 55% 的商户来自海宁，本地商户仅 15%。优质丰富的客户资源是公司全国连锁的后盾；需求方面，公司前期扩张均在产地市场，具备皮革消费的传统，后续扩张项目多选择在消费能力较强，追求时尚的城市或北方天气寒冷地区，我们认为这些地区潜在需求量较大，公司能起到引领需求的作用。

从成都项目初次招商情况看，公司销地市场扩张取得初步成功，未来是否能够稳定提租，创造繁荣，主要还是看商户经营情况。总体来看，皮革制品销售行业的特点决定了皮革专业市场存在的必要性，公司在专业化经营中汇集上游资源，并通过渠道建设和市场规划，与商户共同将产品向产地市场和销地市场分销，不断提升自身和商户的盈利能力，形成了较为成熟的经营模式，为未来成长奠定了较好的基础。

3. 公司主业经营情况——稳定提租，积极扩张

3.1. 本埠市场——稳定提租，升级扩建

公司目前在海宁主要运营的市场有老城市场、皮革城一到五期以及出口加工区、综合商务楼、皮革城大酒店等配套项目，其中五期市场近期完成初次招商，预计 2012 年 10 月开业，为公司本埠带来新的增长点。

3.1.1. 皮革城一期——影响力最大的综合市场

一期市场共四层，总建筑面积 15.73 万 m²，设有 1300 多个商铺，主要经营皮具箱包、革皮服装、裘皮服装等，自开业以来交易活跃，商铺供不应求，在海宁皮城市场中客流量最多且影响力最大，单位租金稳步增长，是公司稳定发展的重要支柱。

表 4: 皮革城一期布局

楼层	经营项目
一层	箱包、手套、票夹、工艺品、皮凉席等
二层	革皮服装等
三层	裘皮服装、革皮服装等
四层	皮毛制品、箱包批发、仓储、餐饮等

数据来源：东北证券，中国皮革网

一期市场开业于 2005 年下半年，是公司首个有影响力的皮革专业市场，为提高优质商户的稳定性和忠诚度，树立市场知名度和品牌优势，持续吸引大量的消费者和采购商，公司在一期市场初次招商过程中采取了租售结合的经营模式，选择向知名生产商和品牌经销（或代理）商销售商铺。其 4.23 万 m² 的销售面积已于 2009 年之前全部确认收入，共计实现销售收入 4.23 亿元，实际租赁面积 4.08 万 m²。

表 5: 一期市场基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
皮革城一期	2005	15.73	4.23	4.08	1	100%

数据来源：东北证券，公司公告

由于一期市场交易活跃，经营情况较好，市场租金逐年提升，考虑到市场已经比较成熟及商户承受能力，我们预计其未来租金涨幅将相对平稳。而由于今年上半年上游皮革行业景气度下滑明显，预计今年提租幅度不会超过 10%。

表 6: 一期市场平均租金情况

皮革城一期	2006	2007	2008	2009	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	40,660.99	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97
平均租金 (元/m ² ·月)	91.16	100.53	111.89	163.55	233.16	261.14	287.25
YOY (%)		10.28%	11.30%	46.17%	8.00%	12.00%	10.00%
租金收入 (百万元)	44.48	49.17	54.73	79.99	114.04	127.72	140.50

数据来源：东北证券，公司公告 注：2009 年为半年数据年化（下同）

3.1.2. 皮革城二期——鞋业+毛皮牛仔+原辅料

皮革城二期 2007 年开始试营业，包括原辅料市场、鞋业广场和毛皮服饰牛仔城，主要经营皮革原辅料、鞋类产品、羊毛衫、毛皮服饰和牛仔制品。二期市场的经营品种更为多样化，涵盖了皮革生产的原辅料产品，降低了市场经营较为集中的风险。二期市场总建筑面积 20 万 m²，在一期市场商圈稳定之后，2007 年对于二期市场中鞋业广场和毛皮服饰牛仔城的初次招商，鞋业广场用于出售的面积不足 10%，毛皮服饰牛仔城全部用于租赁，原辅料市场出售 50% 左右，二期市场 3.7 万 m² 的销售面积已于 2009 年之前全部确认收入，共计实现销售收入 1.8 亿元；实际租赁面积 6.24 万 m²。

表 7: 二期市场基本情况

皮革城二期	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
鞋业广场	2007	6.57	0.28	1.77	1	100%
毛皮服饰广场	2007	7.11	0.00	2.70	1	100%
原辅料市场	2007	6.26	3.40	1.77	1	100%

数据来源：东北证券，公司公告

二期市场开业初期为聚拢商家人气，公司采取了适度降低租金的方式吸引商家，使得二期市场租赁毛利率低于一期市场，后期随着市场的繁荣及销售品种的调整，2011 年鞋业广场 2-4 楼改为皮装经营，租金呈快速上升趋势。

表 8: 二期市场平均租金情况

皮革城二期		2007	2008	2009	2012E	2013E	2014E
鞋业广场	租赁面积 (m ²)	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80
	平均租金 (元/m ² ·月)	52.31	51.91	52.31	123.74	148.49	170.76
	YOY (%)		-0.76%		15.00%	20.00%	15.00%
	租金收入 (百万元)	2.87	11.02	2.87	26.27	31.53	36.26
毛皮服饰广场	租赁面积 (m ²)	19,097.20	19,097.20	19,097.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20
	平均租金 (元/m ² ·月)	26.73	55.71	26.73	126.21	151.45	166.59
	YOY (%)		108.42%		15.00%	20.00%	10.00%
	租金收入 (百万元)	1.28	12.77	1.28	40.95	49.14	54.05
原辅料市场	租赁面积 (m ²)	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73
	平均租金 (元/m ² ·月)	9.77	24.76	9.77	43.75	48.12	52.94
	YOY (%)		153.43%		10.00%	10.00%	10.00%
	租金收入 (百万元)	1.90	5.25	1.90	9.27	10.20	11.21

数据来源: 东北证券, 公司公告

3.1.3. 皮革城三期——品牌风尚中心, 提租有空间

皮革城三期位于一期市场的西南侧, 二期市场的南侧, 由 72 幢独栋商务楼、两幢办公楼和一个高档商务会所组成, 为公司 IPO 募投项目。项目用地规模为 9.96 万 m², 总建筑面积为 20.48 万 m², 租售比例为 6: 4 即出租 12.29 万平, 出售 8.19 万平。

表 9: 三期市场基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
皮革城三期	2010	20.48	8.19	12.29	3	100%

数据来源: 东北证券, 公司公告

公司 2010 年结算了三期项目大部分的商铺销售收入, 2012 年有 2 万平待确认, 售价 5500 元/m²左右; 独栋商务楼租赁部分首年租金 21 元/m²·月, 2.5 万平的办公楼 (西区) 2012 年起贡献租赁收入, 由于三期租期为三年, 预计 2014 年起租金会有更加明显的提升。

表 10: 三期市场平均租金情况

皮革城三期	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	122,884.80	122,884.80	122,884.80
平均租金 (元/m ² ·月)	29.88	32.87	39.44
租金收入 (百万元)	9.46%	10.00%	20.00%

数据来源: 东北证券, 公司公告

3.1.4. 皮革城四期——裘皮广场, 租金较高

皮革城四期总用地规模 4.95 万 m², 总建筑面积 11.90 万 m², 项目包括 5 万 m²左右的裘皮广场, 两幢总面积 5 万 m²左右的科研中心和商务办公楼及配套皮革博物馆和停车场。

表 11: 四期市场基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
皮革城四期	2010	11.90	5	2.96	5	100%

数据来源: 东北证券, 公司公告

裘皮广场部分已于 2010 年竣工, 租赁面积 2.96 万 m², 租金通过投标方式确定, 平均租金水平为 195.5 元/m²·月, 承租权费合 407.68 元/m²·月, 合计租金水平为 603.18 元/m²·月, 租期为五年, 裘皮广场部分未对外销售。

表 12: 四期裘皮广场平均租金情况

皮革城四期	2010	2011	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	27,429.00	27,429.00	29,600.00	29,600.00	29,600.00
平均租金 (元/m ² ·月)	603.18	603.18	603.18	603.18	603.18
租金收入 (百万元)	49.63	198.54	214.25	214.25	214.25

数据来源: 东北证券, 公司公告

四期还有 5 万 m² 左右的商务办公楼未投入使用, 假设均用于出售, 售价在 4500 元/m² 左右, 共可贡献 2.25 亿收入, 预计在 2012-2013 年确认收入。

3.1.5. 皮革城五期——品牌生活馆, 本埠新扩张

皮革城五期位于二期北侧、四期西侧, 总建筑面积约为 18.2 万 m², 由两幢共 2.2 万 m² 的 SOHO 和 16 万 m² 的商场组成。商场部分横跨沙泾港两侧, 沙泾港东侧建筑层高六层, 沙泾港西侧建筑层高七层, 三至六层跨河相连。五期商场部分定位为品牌旗舰店集群, 单店面积较大, 适宜有一定知名度的品牌开设旗舰店、形象店和生活馆。

表 13: 五期市场基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
皮革城五期	2012	18.2	2.2	7.8	3	100%

数据来源: 东北证券, 公司公告

公司已推出五期项目 1-4 层共 185 间商铺, 计 4.85 万 m² (套内面积) 进行招商, 平均租金 147.6 元/m²·月, 只租不售, 租赁期为 1-3 年, 2012 年贡献 5 个月的租金收入。由于商铺租金可一付三年也可一年一付, 我们预计此部分平均租金每年会略有提升。公司原计划在五期商场的五至七层招商皮革服装批发, 现规划进入六期市场, 该部分因考虑整体市场培育, 本年度暂不对外进行招商, 我们估算剩余可租面积在 3 万 m² 左右。另外, 五期 2.2 万 m² 的公寓销售收入预计在 2013 和 2014 年体现。

表 14: 五期市场平均租金情况

皮革城五期		2012E	2013E	2014E
1-4F	租赁面积 (m ²)	48,519.00	48,519.00	48,519.00
	平均租金 (元/m ² ·月)	147.60	154.98	162.73
	YOY (%)		5.00%	5.00%
	租金收入 (百万元)	35.81	90.23	94.75
5-7F	租赁面积 (m ²)	-	30,000	30,000
	平均租金 (元/m ² ·月)	-	120	120
	租金收入 (百万元)	-	21.60	43.20

数据来源: 东北证券, 公司公告

3.1.6. 老城市场——稳定收租

公司老城市场已不再使用, 2005 年 10 月起整体搬迁至一期市场, 现租赁给颐高集团, 租期 12 年, 2011 年贡献租金 1120 万元, 以后每年略有提高。

表 15: 老城市场基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
老城市场	1994	5.75	0.00	3.75	12	100%

数据来源: 东北证券, 公司公告

3.1.7. 配套物业

3.1.7.1. 出口加工区

出口加工区建筑面积 25.9 万 m², 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，向其销售或租赁生产加工厂房以完善市场配套。

表 16: 出口加工区基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
出口加工区	2006	25.9	14.54	11.35	1	100%

数据来源：东北证券，公司公告

出口加工区约 14.54 万 m² 面积已经销售完毕并于 2006 年和 2008 年确认收入，目前 11.35 万 m² 面积用于租赁，平均租金较低，且增速较慢。

表 17: 出口加工区平均租金情况

出口加工区	2006	2007	2008	2009	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	199,418.22	199,418.22	199,418.22	113,545.48	113,545.48	113,545.48	113,545.48
平均租金 (元/m ² ·月)	7.70	8.35	10.20	9.43	11.55	12.70	13.72
YOY (%)	-	8.44%	22.16%	-7.55%	5.00%	10.00%	8.00%
租金收入 (百万元)	11.98	19.98	17.84	12.85	15.74	17.31	18.69

数据来源：东北证券，公司公告

3.1.7.2. 综合商务楼

综合商务楼位于二期市场中心区域，包括一幢 23 层的主楼和 4 层的裙房，占地面积 18380 m²，总建筑面积为 49324.60 m²，公司计划 6861 m² 用于销售，7312 m² 公司自用，其余将用于租赁。

表 18: 综合商务楼基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
综合商务楼	2009	4.93	0.69	1.09	1	100%

数据来源：东北证券，公司公告

综合商务楼主楼部分面积将用于公司办公，其余面积主要用于出租或出售，以满足市场商户以及为商户提供服务的广告、外贸等机构的办公需求，综合商务楼的裙房部分开发为市场商铺。2009 年主楼租赁单价为 250 元/m²·年，以后租金每年增长 3%，预计 2012 年开始可实现满租；裙楼部分目前租金水平约 100 元/m²·月。

表 19: 综合商务楼平均租金情况

综合商务楼		2010	2011	2012E	2013E	2014E
主楼	租赁面积 (m ²)	8,190.00	9,282.00	10,920.00	10,920.00	10,920.00
	平均租金 (元/m ² ·月)	21.45	22.10	22.76	23.44	24.15
	YOY (%)	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
	租金收入 (百万元)	2.11	2.46	2.98	3.07	3.16
裙楼	租赁面积 (m ²)	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00
	平均租金 (元/m ² ·月)	70.00	84.00	100.80	110.88	121.97
	YOY (%)		20.00%	20.00%	10.00%	10.00%
	租金收入 (百万元)	20.35	24.42	29.31	32.24	35.46

数据来源：东北证券，公司公告

3.1.7.3. 皮革城大酒店

皮革城大酒店位于海宁市海州西路 201 号，总占地面积 0.98 万 m²，总建筑面积 5.07 万 m²，共有客房 313 间，2008 年 11 月开始试营业。公司已销售皮革城大酒店 5-14 层，回笼资金 5698.72 万元，为了满足日益增长的市场需求，便于大酒店的统一管理，大酒店公司向全部购房者租赁上述楼层作为客房使用，租赁期限为 2008 年 10

月1日至2018年9月30日，平均年租金为405.49万元，支付方式为按年支付。今年3月24日，皮革城大酒店（皮都锦江大酒店）已被国家旅游星级饭店评定委员会批准为“五星级旅游饭店”，预计未来平均房价及入住率均会有所提升。

3.2. 外埠市场——积极扩张，项目丰富

3.2.1. 佟二堡一期——第一个控股异地项目

佟二堡海宁皮革城是公司第一个控股的异地皮革专业市场开发项目，由公司控股子公司灯塔佟二堡海宁皮革城有限责任公司投资开发，公司控股83.73%，于2009年8月开工。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，总建筑面积177328 m²，其中交易市场建筑面积161249 m²，商务酒店建筑面积16079 m²。佟二堡海宁皮革城4层交易市场可租售面积共103258 m²，其中供出售商铺面积6715 m²，供租赁商铺面积89042 m²。佟二堡一期设有近700家皮革品牌店，其中佟二堡当地的商家占50%，来自海宁的皮革企业占40%，另有10%的商家来自其他地区。

表 20: 佟二堡一期基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
佟二堡一期	2010	17.73	0.67	8.90	1	83.73%

数据来源：东北证券，公司公告

佟二堡项目可出售部分已全部确认，售价3.48万元/m²，贡献收入2.34亿元。可租赁商铺2010年出租率为93.49%，平均租金75.2元/m²·月（2010年9月1日至2011年6月30日），第二年大幅提高，由于基数较低且经营情况良好，预计未来该项目租金会继续有所提升。

表 21: 佟二堡一期租金情况

佟二堡一期	2010	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	83,242.00	89,042.00	89,042.00	89,042.00
平均租金 (元/m ² ·月)	75.20	128.22	147.45	162.19
YOY (%)		-	15.00%	10.00%
租金收入 (百万元)	25.04	137.00	157.55	173.30

数据来源：东北证券，公司公告

3.2.2. 佟二堡二期

佟二堡二期为公司子公司佟二堡海宁公司投资开发，公司持有83.73%股权。二期位于一期西北侧，项目用地约7.72万m²，总建筑面积约13.19万m²，包括2.97万m²的原辅料市场和10.23万m²的裘皮交易市场。项目租售面积比为8:2。

表 22: 佟二堡二期基本情况

佟二堡二期	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
原辅料市场	2011	2.97	2.55	0.42	1.5	83.73%
裘皮交易市场	2012	10.23	0.086	4.09	3	83.73%

数据来源：东北证券，公司公告

佟二堡二期已完成了初次招商，其中原辅料市场有131户认购了21567.93m²商铺，为推出租售面积的72.64%，平均认购单价约5609.31元/m²，总认购金额约1.21亿元，预计2012年确认收入，有2户认租了376.35m²商铺，为推出租售面积的1.27%，平均租金约27.66元/m²·月，2011年贡献4个多月的收入。

裘皮交易市场将于2012年9月份开业，2012年为公司贡献4个月租金收入。裘皮市场定向销售了银行网点用房860m²，认购单价为2万元/m²，总认购金额为1720万元。215户认租了裘皮皮装市场商铺39616m²，为推出租售面积的96.79%，平均租金约192元

/m²·月，其中租金合69.52元/m²·月；综合管理合122.48元/m²·月，裘皮市场首个租赁期为3年，提前锁定租金收入。

表 23: 佟二堡二期平均租金情况

佟二堡二期		2011	2012E	2013E	2014E
原辅料市场	租赁面积 (m ²)	376.35	2,376.35	4,160.20	4,160.20
	平均租金 (元/m ² ·月)	27.66	30.00	31.50	33.08
	YOY (%)			5.00%	5.00%
	租金收入 (百万元)	0.04	0.86	1.57	1.65
裘皮市场	租赁面积 (m ²)	-	39,616.00	40,928.00	40,928.00
	平均租金 (元/m ² ·月)	-	192.00	192.00	192.00
	租金收入 (百万元)	-	30.43	94.30	94.30

数据来源：东北证券，公司公告

3.2.3. 江苏沭阳皮革城

沭阳皮革城位于江苏省沭阳市常州路与永安路交汇处，占地 2 万 m²，建设面积 52212 m²，包括一幢建筑面积为 30100 m² 的三层楼市场和一幢建筑面积为 22112 m² 的写字公寓楼，公司持股 70%。沭阳位于江苏省北部，距海宁 498 公里，在苏南和胶东半岛两个经济发达地区之间，超出了海宁本部的有效零售辐射半径，在沭阳开设皮革市场对提高海宁中国皮革城的产品覆盖有一定帮助。

表 24: 沭阳皮革城基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
沭阳皮革城	2008	5.22	2.38	2.7	1	70%

数据来源：东北证券，公司公告

沭阳皮革城商铺部分约400余户商户，由于当地产业基础相对薄弱，商户较少及缺乏配套，目前市场处于微利状态，2011年收入400万元左右。另外，公司2010年11月已公告投资建设了沭阳皮革工业园，项目用地约120亩，标准厂房建筑面积约10万m²，拟通过租售结合的方式引进皮革制品加工企业和其他配套企业40-50家，主要为海宁皮革企业设立分厂、沭阳海宁皮革城经营户自主办厂和当地皮革企业培育相结合，服务沭阳海宁皮革城的皮革产业。项目厂房建成后拟以1: 1的面积比例进行租售，预计销售价格900元/m²、租赁价格6元/m²·月，2013年起有望为公司贡献业绩并对原有市场租金起到一定推动作用。

表 25: 沭阳皮革城平均租金情况

沭阳皮革城		2012E	2013E	2014E
皮革市场	租赁面积 (m ²)	27,000	27,000	27,000
	平均租金 (元/m ² ·月)	13.89	14.59	17.50
	YOY (%)	5.00%	5.00%	20.00%
	租金收入 (百万元)	4.50	4.73	5.67
工业园	租赁面积 (m ²)	-	50,000	50,000
	平均租金 (元/m ² ·月)	-	6.00	6.60
	YOY (%)	-		10.00%
	租金收入 (百万元)	-	3.60	3.96
	销售面积 (m ²)	-	10,000	40,000
	售价 (元/m ²)	-	900	900
	销售收入 (百万元)	-	9	36

数据来源：东北证券，公司公告

3.2.4. 新乡海宁皮革城

新乡海宁皮革城项目是公司第三个异地皮革专业市场开发项目，公司持股 51%。该项目位于河南省新乡市火车站广场，建筑共六层，负二层为停车场，负一层至四层为商业面积，总建筑面积 7.5 万 m²。新乡皮革城一至四层商铺可租售面积共 58595.21 m²，其中供出售商铺面积 4185.41 m²（不确认收入），供租赁商铺面积 54409.8 m²，负一层因连通火车站广场地下部分不能同步完工，公司将另行安排招商。

表 26: 新乡皮革城基本情况

	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
新乡皮革城	2011	7.5	0.42	5.44	1	51%

数据来源：东北证券，公司公告

从租金情况看，新乡皮革城 2011 年 6 月完成初次招商，通过投标方式，有 23 户认购了 4185.41 m² 商铺，平均认购单价约 1.7 万元/m²，总认购金额约 7100 万元，通过抽签方式，有 259 户认租了 53070.39 m² 商铺，为推出租赁面积的 97.54%，认租商铺第一年租期（2011 年 7 月 1 日至 2012 年 5 月 30 日）平均租金 48.3 元/m²·月。我们认为新乡市场租金未来 3 年内仍有提升空间。

表 27: 新乡海宁皮革城租金情况

新乡海宁皮革城	2011	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	53,070.39	54,409.80	54,409.80	54,409.80
平均租金 (元/m ² ·月)	48.30	72.45	94.19	122.44
YOY (%)	-	50.00%	30.00%	30.00%
租金收入 (百万元)	15.38	47.30	61.50	79.94

数据来源：东北证券，公司公告

3.2.5. 成都海宁皮革城

成都海宁皮革城项目选址在成都市新都区北部商城北新干线和新城大道西延线交叉口西北角，项目土地面积 132077 m²（198.1162 亩），用于建设皮革市场、创意总部楼及配套公寓。项目总建筑面积约 455686 m²，其中地下停车场 105275 m²，地面建筑 351411 m²。项目分三期建设，其中一期建设皮革市场 159785 m²，租售比为 9:1；二期建设创意总部楼等 140626 m²，租售比为 5:5；三期建设配套公寓 50000 m²，全部出售。整个项目采取分期、滚动方式开发，建设周期约五年。

表 28: 成都项目基本情况

成都海宁皮革城	开业时间	建筑面积 (万 m ²)	出售面积 (万 m ²)	租赁面积 (万 m ²)	租期 (年)	权益占比
皮革市场	2012	15.98	1.43	13.89	3	100%
创意总部	2013	14.06	7.03	7.03	-	100%
配套公寓	2014	5.00	5.00	0.00	-	100%

数据来源：东北证券，公司公告

目前成都项目已经完成初次招商，有 59 户认购了成都海宁皮革城商铺 14337 m²，为推出出售面积的 100%，平均认购单价 3.26 万元/m²，总认购金额 46759 万元，预计在 2013 年体现收益；有 499 户认租了成都海宁皮革城商铺 123893 m²，为推出租赁面积的 89.2%，承租价格由承租权费和租金两部分组成，租赁期为 2012 年 8 月 1 日至 2015 年 5 月 31 日共 34 个月，所有商铺租金一年一定、一年一交。所认租商铺的总承租权费 21364.74 万元，确认方式待定，第一年租期总租金 8393.77 万元，合每 m² 67.75 元/月；未认租商铺共 58 间、计 15004 m²，其中 57 间为一楼箱包皮具商铺，公司将适当调整定位，继续进行招商。

成都项目招商结果与项目对外投资公告中的预计相比，租售比例（9:1）基本一致，

租售价格有较大幅度提高：实际销售价格约为预计数的 1.3 倍，实际租赁单价约为预计数的 2 倍，在此基础上还另行收取了 2.14 亿元承租权费，除公司相对较弱的箱包皮具部分外，其他部分招商情况超出预期，公司首个销地市场扩张取得初步成功，未来是否能够稳定提租主要还是看商户经营情况，尚待观察，且公司会视实际经营情况对二、三期市场规划适当调整。

表 29：成都一期皮革市场租金情况

成都一期皮革市场	2012E	2013E	2014E
租赁面积 (m ²)	123,893	138,897	138,897
平均租金 (元/m ² ·月)	67.75	74.53	81.98
YOY (%)	-	10.00%	10.00%
租金收入 (百万元)	41.97	124.22	136.64

数据来源：东北证券，公司公告

3.3. 扩张计划——长江以北全面辐射

目前，公司除了尚未开发的成都二期、三期、沭阳工业园区外，还有北京（持股 53%，总面积约 36.3 万 m²）、哈尔滨、斜桥出口加工区（100 亩，2013 年建成，以售为主）等储备项目，并在武汉、西安、乌鲁木齐、呼和浩特等地均有考察项目，同时积极论证总部六期及佟二堡三期的可行性，公司全国拓展大幕已经拉开，主要跟随消费者需求情况，在长江以北发展，其中哈尔滨进展较快，武汉进展相对较慢，北京在拆迁立项等程序化方面进度较慢，预计 2014 年以后开业，其他北方城市项目可行性较强，预计会有进度超过北京的项目。

3.4. 其他业务

3.4.1. 东方艺墅——唯一地产项目

东方艺墅是公司唯一的住宅开发项目，位于海宁市碧云路西侧、长园新村点东侧。项目占地面积 111929 m²，总建筑面积约 120230 m²。该项目位于海宁市区东南部，北侧为海宁东山森林公园和城市生态湿地公园，南侧为海宁市教育园区，项目定位为 3—6 层多层建筑为主的高品质住宅小区，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。东方艺墅于 2009 年开盘预售，按 8000-10000 元/m²的销售均价算，项目收入 10 个亿左右，其中 2011 年已确认 3.84 亿，预计 2012 和 2013 年分别确认 4.7 亿和 1.5 亿元。

3.4.2. 商品销售——利润占比较低

商品销售主要为进出口业务，经营模式为代理，收入主要来源于纺织原料及纺织制品、革毛皮制品及箱包等商品的出口，毛利率低，因此虽然销售额较大，但毛利额贡献较小。

表 30：商品销售经营情况

商品销售	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入 (百万元)	240.61	226.66	351.02	392.92	412.57	474.46	521.90
YOY (%)	1.21%	-5.80%	54.87%	11.94%	5.00%	15.00%	10.00%
毛利率 (%)	6.12%	4.23%	4.39%	3.49%	4.00%	4.00%	4.00%

数据来源：东北证券，公司公告

4. 盈利预测与投资建议——短期增长点清晰，长期等待增量

从公司近期经营情况看，未来两年增长点比较清晰，2012 年内生提租受商户订单量下降影响，增幅将有所放缓，外延增量主要为佟二堡二期裘皮市场 4 个月租金、本部五期和成都皮革城 5 个月租金及 2.14 亿的承租权费用（确认方式待定）、佟二堡二期原辅料市场和新乡皮革城全年贡献租金，商铺销售部分新增本部三期剩余部

分、四期和佟二堡二期原辅料市场；2013 年除内生提租外，新增租金来自于佟二堡二期裘皮市场、本部五期和成都皮革城全年贡献租金、皮革城五期继续招租，商铺销售部分主要为本部四期、五期及成都皮革城；同时，随着未来两年地产业务的退出，公司毛利率将呈稳步上升趋势且税费比例也将有所下降。若不考虑潜在项目，2014 年以后公司将进入稳定提租期且商铺销售将逐步减少，若年内可顺利签约 1-2 个项目（本地或异地），则公司 2013-2014 年业绩存在超预期可能。

表 31：公司分项收入预测（百万元）

分项	2011	2012E	2013E	2014E
商铺及配套物业租赁	579.29	823.38	1,161.10	1,272.08
YOY (%)	98.57%	42.14%	41.02%	9.56%
商品销售	392.92	424.36	488.01	536.81
YOY (%)	11.94%	8.00%	15.00%	10.00%
住宅开发销售	384.14	470.00	146.00	-
商铺及配套物业销售	379.56	388.18	696.70	944.72
YOY (%)	20.63%	2.27%	79.48%	35.60%
酒店服务	44.33	48.94	56.53	64.16
YOY (%)	8.73%	10.39%	15.50%	13.49%

数据来源：东北证券，公司公告

不考虑未公告项目，我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.19、1.68 和 1.95 元，估值高于同类上市公司且短期增速尚需观察，给予谨慎推荐评级，考虑公司全国扩张及未来新增项目预期相对确定，我们将对公司长期关注。

表 32：同类上市公司估值情况

证券代码	证券简称	总市值	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
002344.SZ	海宁皮城	151.4	0.94	1.17	1.64	28.77	23.11	16.49
600790.SH	轻纺城	49.5	0.20	0.17	0.19	40.00	45.90	41.71
600415.SH	小商品城	225.9	0.24	0.44	0.63	34.58	18.97	13.18
000861.SZ	海印股份	79.7	0.79	1.10	1.42	20.51	14.76	11.43

数据来源：东北证券，公司公告

5. 风险提示

皮革行业增速回落导致商户经营情况波动影响租金水平提升，提租天花板，新市场招商情况及租金水平低于预期，商铺出售及承租权费确认时间不定，异地扩张土地成本提高、获取难度增大，销地市场招商风险，全国扩张瓶颈。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,332	1,564	1,822	2,049	净利润	565	710	991	1,141
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	77	104	110	126	折旧及摊销	76	61	68	71
存货	1,431	1,619	1,716	1,844	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	7	0	0	0	财务费用	-46	-62	-85	-95
流动资产合计	3,030	3,407	3,812	4,163	投资损失	-1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-143	-61	118	-127
长期投资净额	1,560	1,584	1,596	1,619	其他	0	1	0	0
固定资产	252	275	284	294	经营活动净现金流量	498	701	1,166	1,074
无形资产	11	9	5	2	投资活动净现金流量	-853	-324	-712	-623
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-126	-144	-196	-224
非流动资产合计	1,866	1,850	1,800	1,758	企业自由现金流	-936	355	388	508
资产总计	4,896	5,256	5,612	5,921					
短期借款	4	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	434	342	427	382		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	1,343	1,564	1,662	1,751	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.94	1.19	1.68	1.95
流动负债合计	2,477	2,557	2,822	2,819	每股净资产 (元)	4.19	5.13	6.46	8.00
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.89	1.25	2.08	1.92
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	82.0%	20.4%	18.1%	10.6%
负债合计	2,477	2,557	2,822	2,819	净利润增长率	110.1%	26.6%	41.0%	15.8%
归属于母公司股东权益合计	2,344	2,871	3,616	4,481	盈利能力指标				
少数股东权益	75	118	167	219	毛利率	54.8%	57.1%	63.7%	65.7%
负债和股东权益总计	4,896	5,545	6,605	7,519	净利率	28.4%	29.9%	35.7%	37.3%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	14	15	15	15
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	484	580	635	650
营业收入	1,856	2,235	2,638	2,918	偿债能力指标				
营业成本	839	960	958	1,000	资产负债率	50.6%	48.6%	50.3%	47.6%
营业税金及附加	187	226	251	277	流动比率	1.22	1.33	1.35	1.48
资产减值损失	4.54	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.65	0.70	0.74	0.82
销售费用	86	104	121	134	费用率指标				
管理费用	61	72	82	90	销售费用率	4.6%	4.7%	4.6%	4.6%
财务费用	-46	-62	-85	-95	管理费用率	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-2.5%	-2.8%	-3.2%	-3.2%
投资净收益	1	0	0	0	分红指标				
营业利润	725	936	1,311	1,511	分红比例				
营业外收支净额	31.26	10.00	10.00	10.00	股息收益率	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
利润总额	756	946	1,321	1,521	估值指标				
所得税	192	237	330	380	P/E (倍)	27.95	22.07	15.65	13.52
净利润	565	710	991	1,141	P/B (倍)	6.28	5.13	4.07	3.29
归属于母公司净利润	527	667	941	1,089	P/S (倍)	7.93	6.59	5.58	5.05
少数股东损益	38	43	50	51	净资产收益率	22.5%	23.2%	26.0%	24.3%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760