

商贸零售行业

海宁皮城 002344.SZ

公司深度报告

评级：增持 首次评级

目标价：30.00 元

中国皮革市场的领先者

市场数据：

收盘价（元）	23.42
一年内最高/最低(元)	28.66/19.86
总市值（亿元）	131
流通值（亿元）	37

基础数据：

每股净资产（元）	4.76
资产负债率（%）	51.74

盈利预测

百万元、元、%

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入额	1020	1856	2084	2615	1801
(+/-, %)	82.2%	82.0%	12.3%	25.5%	-31.1%
归属于母公司所有者的净利润	251	527	686	912	650
(+/-, %)	157.7%	110.1%	30.3%	32.9%	-28.7%
EPS	0.448	0.941	1.226	1.629	1.162
毛利率	48.1%	54.8%	60.0%	62.6%	64.1%
净利率	24.6%	28.4%	32.9%	34.9%	36.1%

数据来源：德邦研究

投资要点

1. 公司是中国皮革专业市场的代表。公司作为国内最具规模及影响力的皮革专业市场经营者，目前在海宁、成都、佟二堡、新乡和沭阳等地开设并经营皮革专业市场 10 余个，经营面积 60 多万平米，年营业规模已超过 20 个亿。
2. 模式创新，公司具备诸多竞争优势。公司专注于皮革市场的经营，不断尝试，勇于创新，积累了丰富的经验，且形成了一套行之有效的运营模式，即皮革市场的连锁化、景区化及租售结合的经营方式。连锁化赋予了公司最大的成长空间，公司通过异地扩张扩大经营规模、提升品牌影响，巩固其在行业中的龙头地位；景区化赋予了公司旗下市场旺盛的人气和丰富的客流；而租售结合的模式则能更好地平衡公司的收支状况，使其市场经营不但能够持续而且能够带来丰厚的投资回报。
此外，公司旗下长期聚集着上千家优质商户，这种商户资源通常是同行无法比拟的，也是公司能够在异地成功推进、实现连锁扩张的关键。
3. 皮革市场属于“专业细分市场”，本身也存在“天花板”。皮革有别于生鲜、服饰等大众生活消费品，存在着地域和天气等限制。公司所经营的皮革专业市场存在两个明显特征：一是定位于皮革消费的细分群体，而这些群体在地理上多分布于气候相对寒冷的北方地区；二是皮革市场本身的辐射半径较大，一般来讲其辐射范围至少可以覆盖 1-2 个省市。因此，我们认为，公司所处一个细分子行业，行业外延扩张存在瓶颈，从长期来看，存在着一定的“天花板”。
4. 盈利预测、估值及评级。我们预计，公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.23 元/1.63 元/1.16 元（不考虑北京、哈尔滨和西安等新开发项目利润贡献）。公司长期专注于皮革市场，模式领先，核心竞争力强，是中国专业市场的领先者。我们给予公司未来 12 个月 30.00 元/股的目标价，首次予以“增持”的评级。
5. 风险分析。新项目招商低于市场预期；宏观经济及行业下行风险等。

分析师：

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

研究助理

李远

8621-68761616-8556

Liyuan@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

目录

逻辑及结论	1
1. 突破异地扩张瓶颈，皮革市场领导地位进一步获得巩固	1
2. 持续创新、模式领先，公司具备诸多竞争优势	1
3. 皮革市场属于“专业细分市场”，本身存在“天花板”	1
4. 公司未来 2-3 年有望实现 30%-40% 的盈利增速，业绩释放确定	1
公司简介	2
模式分析	3
1. 模式创新 I：商业物业的连锁化赋予了公司最大化的成长空间	3
2. 模式创新 II：专业市场的景区化赋予了市场更旺的人气和丰富的客流	3
3. 模式创新 III：“租+售”、“商铺+配套”模式赋予了公司快速、稳健和持续的现金流	4
主业分析	6
1. 主要市场基本情况	6
2. 主业经营分析	8
盈利预测	11
假设说明	11
盈利测算	11

逻辑及结论

1. 突破异地扩张瓶颈，皮革市场领导地位进一步获得巩固

公司作为皮革专业市场的先行者和领导者，在产业链整合、客户积累和品牌营销等方面无疑是做得非常出色，具备十分显著的竞争优势。与同行相比，公司已经突破专业市场的“单体式”扩张，实现了皮革市场的连锁化经营。公司目前实际经营着海宁、成都、佟二堡、新乡和沭阳等地 10 多个专业市场，其市场规模和品牌知名度均列居行业第一。

我们认为，前期积极的外延扩张为公司储备了丰富的经验和成熟的模式，尤其是成都和佟二堡两地的成功更是证实了公司异地开拓市场的能力和可行性。公司未来将继续对海宁、成都、佟二堡等已进地区进行深度开发。此外，公司还将积极开设新的皮革市场，包括北京、哈尔滨、西安、乌鲁木齐等地。我们认为，公司对专业市场具有很深的理解和领悟，在皮革专业市场方面更是走在了行业的前列。

2. 持续创新、模式领先，公司具备诸多竞争优势

公司专注于皮革市场的经营，不断尝试，勇于创新，积累了丰富的经验，且形成了一套行之有效的运营模式，即皮革市场的连锁化、景区化及租售结合的经营方式。连锁化赋予了公司最大的成长空间，公司通过异地扩张扩大经营规模、提升品牌影响，巩固其在行业中的龙头地位；景区化赋予了公司旗下市场旺盛的人气和丰富的客流；而租售结合的模式则能更好地平衡公司的收支状况，使其市场经营不但能够持续而且能够带来丰厚的投资回报。

此外，公司旗下长期聚集着上千家优质商户，这种商户资源通常是同行无法比及的，也是公司能够在异地成功推进、实现连锁扩张的关键。

3. 皮革市场属于“专业细分市场”，本身存在“天花板”

皮革消费有别于生鲜、服饰等大众消费，存在着地域和天气等因素限制。我们认为，公司所经营的皮革专业市场存在两个明显特征：一是定位于皮革消费的细分群体，而这些群体在地理上多分布于气候相对寒冷的北方地区；二是皮革市场本身的辐射半径较大，一般来讲其辐射范围至少可以覆盖 1-2 个省市。因此，我们认为，公司所处一个细分子行业，行业外延扩张存在瓶颈，从长期来看，存在着一定的“天花板”。

4. 公司未来 2-3 年有望实现 30%-40%的盈利增速，业绩释放确定

公司通过对海宁本部的深度挖掘及对异地项目的持续培育，目前正处于业绩高速释放阶段。预计 2012-2014 年归属于母公司所有者的净利润分别为 6.86 亿元、9.12 亿元和 6.50 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.63 元和 1.16 元。

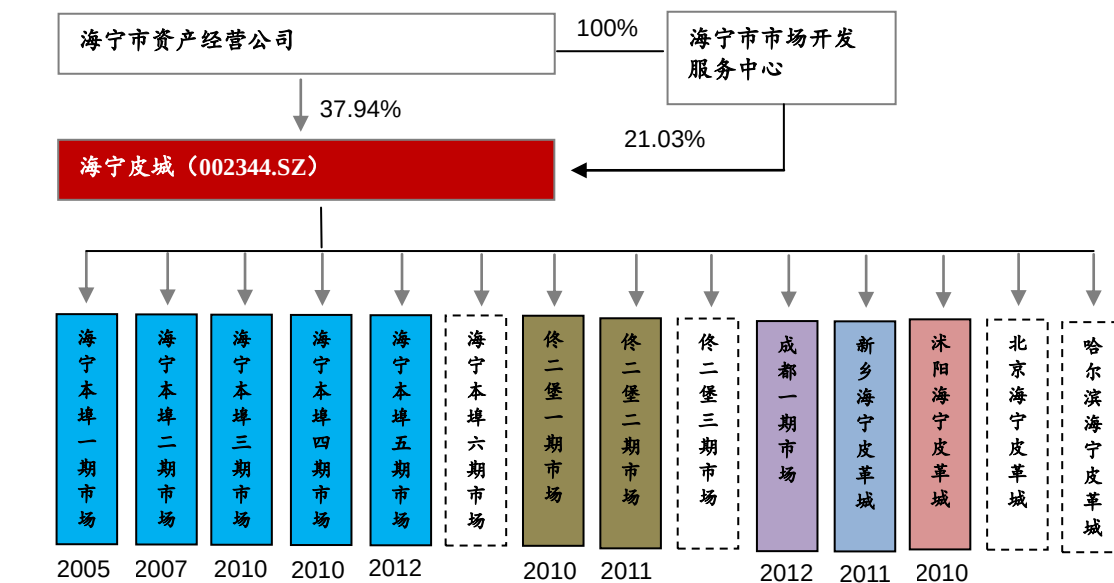
公司简介

公司是目前中国规模最大、最具影响力的皮革专业市场运营商，主要从事皮革专业市场的开发、租赁和服务。截至目前，公司已在海宁、成都、佟二堡、新乡和沭阳等地开设并经营皮革专业市场 10 余个，经营面积 60 多万平方米，年营业规模已超过 20 个亿。

公司是国内“专业”的皮革市场运营者，长期以来致力于皮革产业价值链上下游的整合，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、公告营销、物业管理、电子商务、文化娱乐等服务，把皮革市场的价值挖掘得淋漓尽致。

公司第一大股东是海宁市资产经营公司，直接和间接持有公司 58.97% 股份。资产经营公司由海宁市财政局 100% 控股，海宁市财政局为公司实际控制人。

图 1 公司股权结构及下属市场



资料来源:公司公告、德邦研究

模式分析

1. 模式创新 I：商业物业的连锁化赋予了公司最大化的成长空间

国内常见的专业市场，比如小商品城、轻纺城等，通常采取的是“单体式”扩张模式，即在同一区域对既定市场通过分期开发形式来实现面积和规模的稳步提升。这种单体开发模式能够有效控制扩张风险，将既定市场的潜力发挥到极致。然而，一旦当市场趋于成熟，这种模式的弊端将开始显现。

公司前期实际上也采取了以上这种模式，公司通过对海宁本埠市场 1 至 5 期的分期开发，不仅提升了品牌影响，而且还获取了十分可观的经营收益。2010 年，公司成功实现异地扩张，当年分别在辽宁佟二堡和江苏沭阳两地开设皮革专业市场；2011 年，佟二堡 2 期开业，当年公司新进河南新乡市；2012 年，公司成都 1 期招商远超预期；公司目前已先后签下北京和哈尔滨两个项目，未来还计划进入西安等地。

公司异地扩张模式成功证明了其可行性和必要性，皮革市场的连锁化经营大大突破了以往单体模式的成长瓶颈，公司也一跃成为全国最大的皮革专业市场运营商，经营规模和品牌影响力获得了快速提升。

表 1 公司近年及未来几年项目拓展情况

	2005 年	2007 年	2010 年	2011 年	2012 年	2014 年—
项目	海宁 1 期	海宁 2 期	海宁 3、4 期、佟二堡 1 期、沭阳海宁皮革城	佟二堡 2 期、新乡海宁皮革城	海宁 5 期、成都 1 期	海宁 6 期、佟二堡 3 期、北京海宁皮革城、哈尔滨海宁皮革城、西安海宁皮革城
区域	浙江海宁	浙江海宁	浙江海宁、辽宁佟二堡、江苏沭阳	辽宁佟二堡、河南新乡	浙江海宁、四川成都	浙江海宁、辽宁佟二堡、北京市、黑龙江哈尔滨、陕西西安

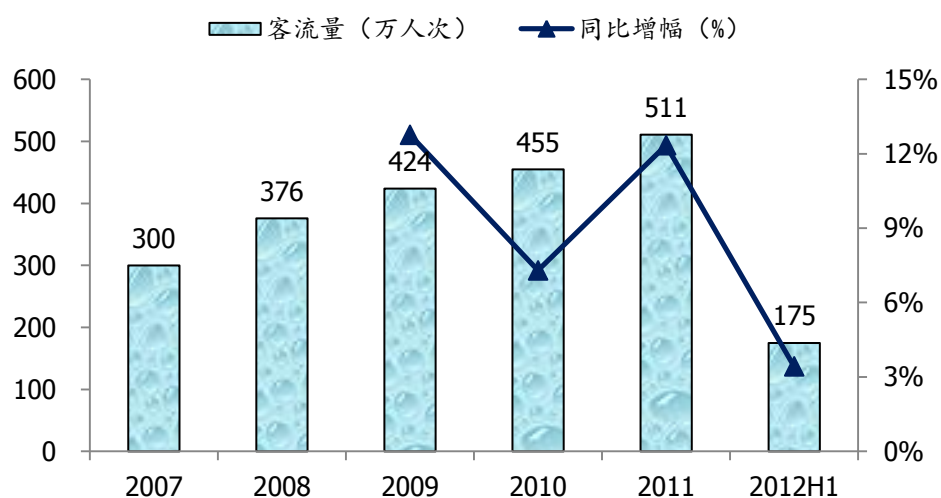
资料来源：德邦研究

2. 模式创新 II：专业市场的景区化赋予了市场更旺的人气和丰富的客流

公司将专业市场和旅游景区紧密结合，通过挖掘商贸和旅游之间诸多共性，大力开展和推广休闲购物旅游活动，并取得了良好效果。

公司旗下海宁皮革城目前是国家 4A 级旅游景区（在全国专业市场中，仅有海宁皮革城和义乌小商品城获此殊荣）。公司已与国内 1500 多家旅行社签订了合作协议，购物旅游成为公司一种创新模式。公司旗下各个市场通过提供舒适的购物环境及独特的消费概念吸引着越来越多的消费者：2011 年，海宁本部市场客流量达 511 万人次，同比增长 12.35%；佟二堡海宁皮革城客流量达 180 万人次，成为东三省最重要的皮革、裘皮批零中心。

图 2 公司海宁本部市场客流量及增长率



资料来源：公司公告、德邦研究

3. 模式创新 III：“租+售”、“商铺+配套”模式赋予了公司快速、稳健和持续的现金流

近年来，公司对项目普遍采取租售结合的开发模式，第一次招商时，市场出售面积比例会尽量控制在 15% 以内，且商铺通常不进行二次出售，当然不同的市场将根据具体情况区别对待。如下表所示，2010-2012 年这三年间，公司商铺平均出售占比为 17.6%，租赁面积为 82.4%。

表 2 商铺租售比例计算

	出售面积 (m²)	租赁面积 (m²)	出售比例 (%)	租赁比例 (%)
海宁 3 期	72235	109212	39.8%	60.2%
海宁 4 期	0	28042	0.0%	100.0%
海宁 5 期	0	48519	0.0%	100.0%
佟二堡 1 期	6715	89042	7.0%	93.0%
佟二堡 2 期	22428	49050	31.4%	68.6%
成都 1 期	14337	138897	9.4%	90.6%
新乡市场	4185	54410	7.1%	92.9%
沭阳市场	23762	28186	45.7%	54.3%
均值			17.6%	82.4%

资料来源：德邦研究

若把配套物业考虑在内，2011 年，公司商铺和配套占比分别为 76.3%和 23.7%，且预计未来 4 年间（2012-2015 年）这一比例变化不会很大。2011 年，公司商铺及配套物业合计出售面积为 4.74 万平米，租赁面积为 62.90 万平米，租售比例约为 93:7，2012-2015 年出售/租赁面积比例预计会有所下降（不考虑北京、哈尔滨、西安等新开市场）。

表 3 商铺及配套物业租售比例计算

		2011	2012E	2013E	2014E	2015E
商铺	租赁面积 (m²)	468878	697222	697222	697222	697222
	出售面积 (m²)	47377	45753	15197	0	0
配套物业	租赁面积 (m²)	160184	207975	219057	219057	219057
	出售面积 (m²)	0	14500	22870	11082	0
商铺合计 (m²)		516255	742975	712419	697222	697222
配套合计 (m²)		160184	222475	241927	230139	219057
	租赁合计 (m²)	629062	905197	916279	916279	916279
	出售合计 (m²)	47377	60253	38067	11082	0
商铺占比 (%)		76.3%	77.0%	74.6%	75.2%	76.1%
配套占比 (%)		23.7%	23.0%	25.4%	24.8%	23.9%
	租赁比例 (%)	93.0%	93.8%	96.0%	98.8%	100.0%
	出售比例 (%)	7.0%	6.2%	4.0%	1.2%	0.0%

资料来源：德邦研究

在“租+售”模式中，公司通常会在初次招商中把一定数量商铺选择性地向知名生产商、品牌经销商（或代理商）进行销售，既有助于提升优质商户的稳定性和对市场的忠诚度，也能使得公司迅速回笼现金流，提高资金的周转率；而“后续经营租赁”的做法则更能反映公司专业市场经营的本质和能力。我们认为，公司作为皮革市场的专业运营商，能真实反映其经营能力的，或许并不是其商铺销售的一次性收益，而是能够充分分享专业市场持续发展的经营成果。

在“商铺+配套”模式中，公司在商铺旺租、旺销的情况下，充分获得了配套物业的租售收益。配套物业实际是专业市场价值链的延伸，公司通过配套物业经营实现了对专业市场价值的深度挖掘。据我们的统计，2011 年公司配套物业面积已达 16 万平米，实现收入 2000 多万元，预计 2012-2015 年整体规模将显著扩大。

主业分析

1. 主要市场基本情况

公司目前主要包括海宁、成都、佟二堡、新乡和沭阳等 5 个城市 10 个市场，其中海宁本埠已建 5 期，1-5 期合计面积超过 75 万平米，由于经营比较成熟，海宁市场租售单价整体定得较高，构成了公司目前最主要的盈利来源；公司异地项目佟二堡 1 期、2 期（合计面积近 30 万平米）分别于 2010 年和 2011 年开业，由于招商情况远超预期，2011 年盈利丰厚，达 2.22 亿元；公司成都 1 期也于 2012 年开业，面积约 15 万平米，采取租+售方式，售价和租金均高于之前市场预测，估计将对今年业绩产生明显的提升作用。鉴于公司已成功开拓了佟二堡、成都等异地市场，我们认为，海宁已突破单体专业市场的“瓶颈”，成功实现向连锁专业市场的转变。

公司积极开发除专业市场外的各种市场配套物业，用以完善产业链，挖掘市场深度价值，这些物业包括配套厂房、酒店公寓、电子商务、文化娱乐等，截至目前，公司已开发的各类经营物业面积合计达 200 万平米，其中近 60 万平米用于出售（约占 29%），扣除自用和公共区域，公司实际用于租赁（即商铺和配套物业）的面积近 100 万平米（约占 48%）。

我们认为，公司作为国内最大的连锁皮革专业市场，未来的拓展空间将主要体现在两个方面：一是对已进入市场的深度开发，如海宁本埠 6 期、成都市场 2-3 期、佟二堡 3 期等，以进一步巩固公司在当地市场的规模及影响力；二是积极开拓新的市场，公司目前正在筹建的专业市场有北京和哈尔滨，未来还将进入西安和乌鲁木齐等地。

表 4 公司已有专业市场基本情况

区域	项目名称	开业时间	市场性质	市场面积	市场位置
海宁市	海宁 1 期	2005 年	皮革服装、箱包皮具、裘皮制品	合计面积 15.73 万平米，其中 4.23 万平米已售，扣除自用及公共区域，市场实际可租售面积为 4.08 万平米	浙江省海宁市海州西路 201 号
	海宁 2 期	2007 年	鞋业广场、毛皮服饰牛仔城、原辅料市场	合计面积近 20 万平米，其中鞋业广场 6.57 万平米，毛皮服饰牛仔城 7.11 万平米和原辅料市场 6.27 万平米，扣除自有及公共区域，实际可租售面积为 6.24 万平米	海宁市海州西路 205 号、209 号、207 号
	海宁 3 期	2010 年	品牌风尚中心、“网商大厦”	合计面积近 20 万平米，其中品牌风尚中心面积 18.14 万平米，已售面积 7.22 万平米，市场实际可租售面积 10.92 万平米	位于海宁 2 期市场南侧
	海宁 4 期	2010 年	裘皮市场、“裘皮大厦”、“卡森大厦”	建筑面积约 12 万平方米，包括 6.2 万平米的裘皮交易市场及约 5.8 万平米的两幢商务楼。市场实际可租售面积为 2.95 万平米（套内面积）	位于 1 期市场北侧，海宁大道西侧

	海宁 5 期	2012 年	品牌皮革生活馆、酒店公寓	占地面积 5.69 万平米, 包括两幢 2.2 万平米 SOHO 和 16 万平米市场, 目前租赁 1-4 层商铺, 面积为 4.85 万平米	海州路北侧、广顺路东侧、沙泾港西侧
佟二堡市	佟二堡 1 期	2010 年	皮革专业市场、商务酒店	4 层交易市场和 14 层配套商务酒店, 其中市场面积 16.12 万平米, 0.67 平米已售, 实际可租售面积 8.90 万平米	辽宁省灯塔市佟二堡镇佟二堡村
	佟二堡 2 期	2011 年	原辅料市场、裘皮市场	建筑面积 13.19 万平米, 包括原辅料市场 2.97 万平米和裘皮市场 10.23 万平米。拟将 2.23 万平米用于出售, 实际可租面积 4.90 万平米	佟二堡 1 期西北侧
成都市	成都 1 期	2012 年	皮革专业市场	项目占地 198 亩, 建筑面积 45.6 万平米, 其中 1 期市场部分建筑面积约 16 万平米, 1.43 万平米已售, 市场实际可租售面积为 13.89 万平米	成都市新都区北新干线和新城大道西延线交叉口西北角
新乡市	新乡海宁皮革城	2011 年	皮革专业市场	共计六层, 负二层为停车场, 负一层至四层为商业面积, 合计面积 7.5 万平米。0.42 万平米面积已售, 市场实际可租售面积 5.44 万平米	河南省新乡市火车站广场
沭阳市	沭阳海宁皮革城	2010 年	皮革专业市场	项目占地 2 万亩, 建筑面积 5.19 万平米, 其中 2.38 万平米已售, 实际可租售面积 2.82 万平米	江苏省沭阳市区

资料来源: 公司公告、德邦研究

表 5 公司已开发物业统计情况

地域	物业名称	建筑面积 (m²)	已/拟售面积 (m²)	实际租赁面积 (m²)	自用面积 (m²)	公共区域 (m²)	租售占比 (%)
海宁市	一期市场	157288	42323	40759	27694	46511	52.8%
	二期鞋业、牛仔城、原辅料市场	199475	47824	62383	6840	82428	55.2%
	三期品牌风尚中心	181447	72235	109212			100%
	四期裘皮广场	49080		29580			60.3%
	五期品牌旗舰店广场	175266		48519			27.7%
	箱包批发中心	17770		17770			100%
	淘皮城	5478		5478			100%
	皮革城大厦	24438	7966	9160	7312		70.1%
	网商大厦	28500		28500			100%
	裘皮大厦	28408	14204	14204			100%
	卡森大厦	25740	23166		2574		90%
	五期 SOHO	22164	11082	11082			100%
	皮都锦江大酒店	39769	11495	28274			100%
	老城市场	57505		37479			65.2%
	皮革城加工区	258969	145424	113545			100%
	中信海宁营业部	5087		5087			100%
	东方艺墅	130282	130282				100%
	海宁合计	1406666	506001	561032	44420	128939	83.6%
佟二堡市	一期市场	161249	15779	96543		48927	69.7%
	二期市场	131949	22428	49050			54.2%
	二斤市场	21913		21913			100%

	佟二堡酒店	16079		16079			100%
	佟二堡合计	331190	38206.93	183585.07	0	48927	81%
成都市	一期市场	153234	14337	138897			100%
新乡市	新乡海宁皮革城	71504	4185	54410			81.9%
沭阳市	沭阳海宁皮革城	51949	23762	28186			100%
合计		2014542	586493	966110	44420	177866	89.3%

资料来源：公司公告、德邦研究

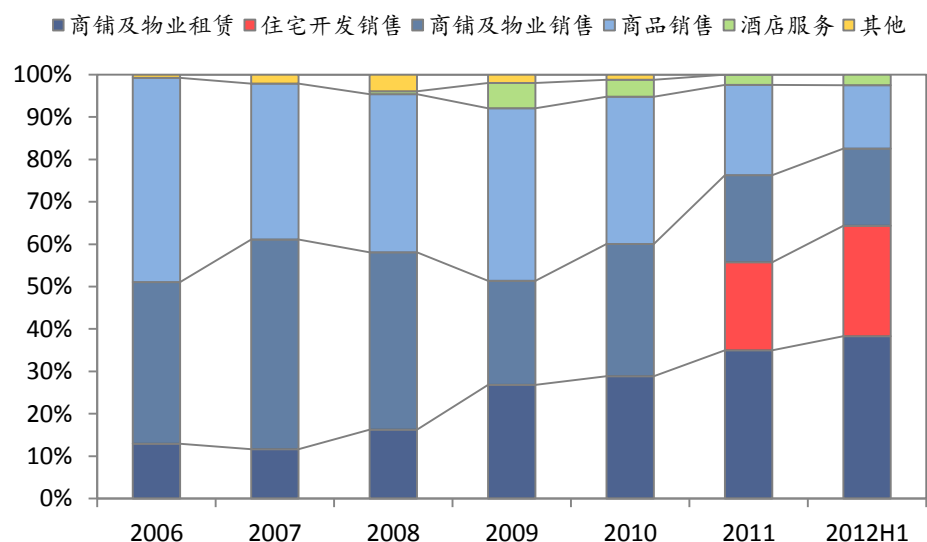
2. 主业经营分析

收入构成：租金占据四成，为第一大收入源

公司采取租售结合的经营模式，其中商铺租赁构成公司最稳定、持续的收入来源。在公司主业构成中，2006-2012 年，其商铺及物业租赁收入占比呈持续上升之势，至 2012 年 6 月底，公司商铺及配套物业的租金收入占比已达到 38%，是第一大收入源，我们预计，至今年年底这一比例将突破 40%，2015 年则达 65%(不考虑后续新项目情况)。

比较各项收入构成，住宅开发比例尽管暂列第二，但我们认为，此项业务与公司专业市场经营的关联度相对较小，因此可以确定未来难以有持续性，而商铺及配套物业销售则与专业市场租售结合模式相符，只要公司持续开拓新市场和新项目，我们相信，通过销售商铺及配套物业，公司丰厚的投资回报率将得以保证。

图 3 公司主业构成比例

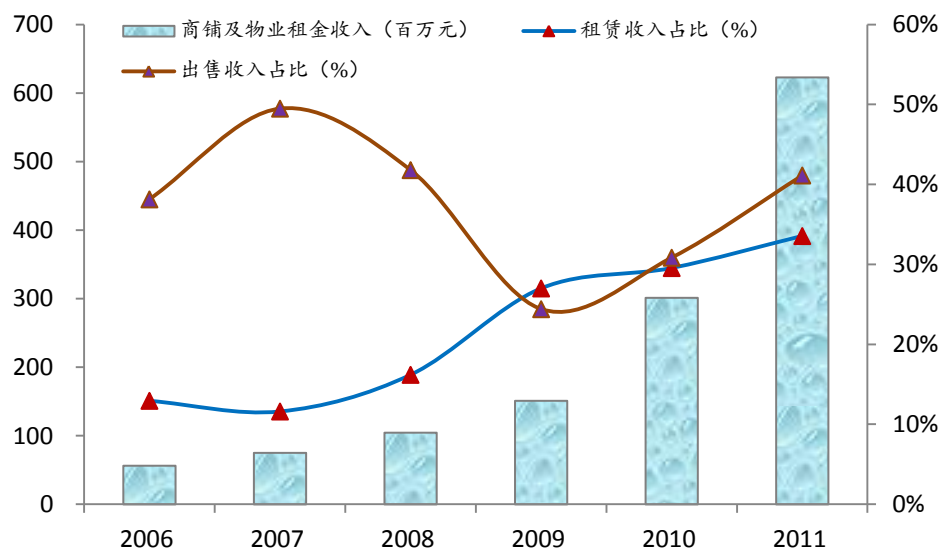


资料来源：公司公告、德邦研究

租金收入：占比不断上升，且有持续性质

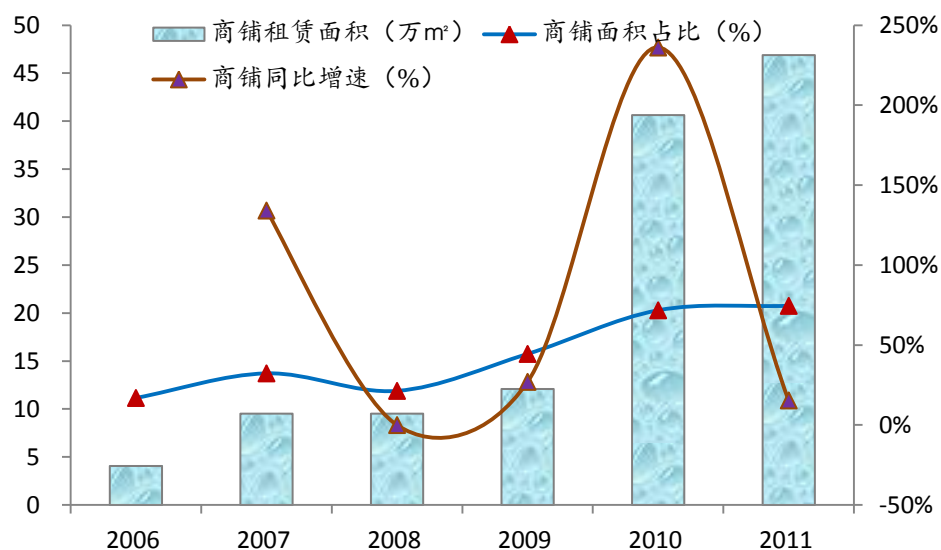
2011 年，公司商铺及配套租金收入约为 6.23 亿元（包括综合管理服务费 0.67 个亿），我们预计 2012 年至少能达 8.3 个亿。租金收入占营业收入的比例持续上升，2006 年仅为 12.9%，2011 年已达 33.6%。而出售收入占比则先降后升，我们认为，2010-2011 年主要受地产结算影响较大。

图 4 公司商铺及物业租金及占比



资料来源：公司公告、德邦研究

图 5 公司商铺租赁面积统计



资料来源：公司公告、德邦研究

租金构成了公司稳定、持续的收入来源，且最能体现公司零售公司的特征。我们认为，推动公司租金持续增长的因素主要来自以下两个方面：

一是市场租赁面积的扩大。

2011 年，公司商铺租赁面积近 47 万平米，约占整个租赁面积（63 万平米）的 74.5%，这一比例自 2008 年以来呈现持续上升趋势。

2006-2011 年，公司开发商铺经营面积不断扩大，尤其是在 2010 年，公司异地扩张加力，连锁市场突飞猛进，经营面积大幅攀升，实际持有的商铺及配套物业面积从 2009 年的 27.19 万平米增至 2010 年的 56.65 万平米，同比增幅达 108%，其中仅商铺的租赁面积也从 12.09 万平米增至 40.63 万平米，同比增幅更是达到了 236%。

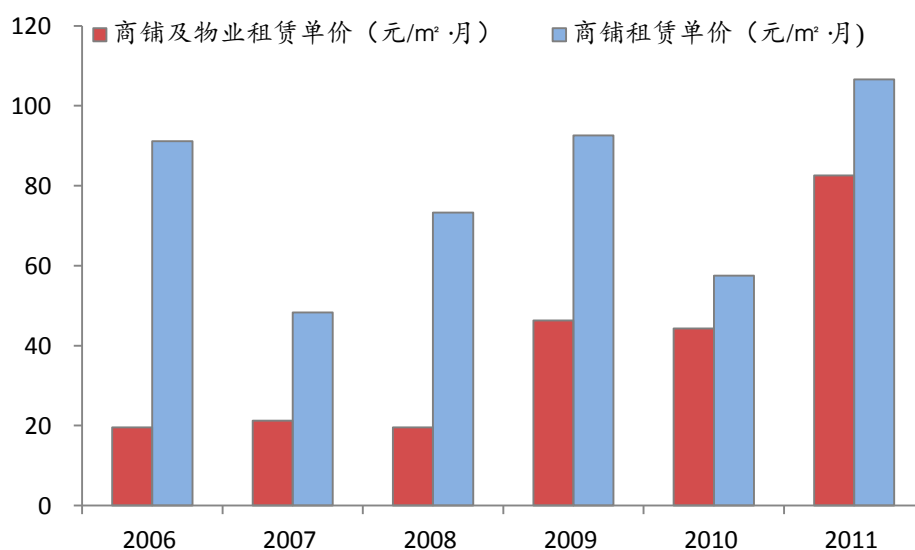
二是商铺租赁单价的提升。

商铺的租售价格通常取决于市场的人气和集客能力，人气较高的市场由于能够为商户带来相对可观的经营利润，因此能够提升对商户的吸引力，商铺的租售价格也将“水涨船高”。

根据行业惯例及一般性判断，既定市场商铺价格通常会随着市场自身不断成熟而逐渐上扬。公司专注于皮革市场连锁经营，鉴于新市场和老市场无论是成熟度还是知名度等方面均存差异，两者之间租售单价也有很大不同。海宁皮革城作为公司最早开拓出来的皮革专业市场，目前已开业 5 期，6 期正在筹备，经营相当成熟，商铺租金整体要明显高于成都、佟二堡等地。

如下图所示，2007 年以来，公司商铺租赁单价整体来看呈现上升趋势，2010 年与 2009 年相比租金单价有所下降，主要是因为公司佟二堡一期和沭阳等新市场陆续开业，拉低了公司商铺的整体租赁单价。

图 6 公司商铺及物业租赁单价

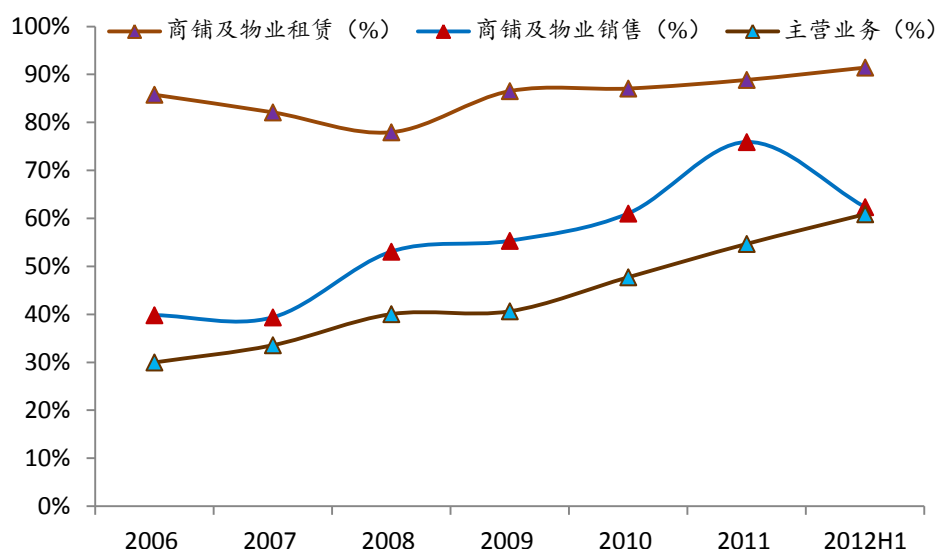


资料来源：公司公告、德邦研究

毛利率：稳步上升，业绩释放力充分

公司毛利率逐年上升：主营业务毛利率从 2006 年的 30% 到 12 年 6 月底的 60%，提升了近 30 个百分点；商铺及配套租赁和销售的毛利率也持续上升，其中租赁部分毛利率目前已达 91.5%，而销售业务则为 62.4%（较 2010 年和 2011 年分别有所上升和下降）。

图 7 公司商铺及物业租金与销售毛利率



资料来源：公司公告、德邦研究

盈利预测

假设说明

以下预测均基于公司现有项目，由于北京、哈尔滨、西安等项目目前尚处签约或筹建阶段，为遵循谨慎原则，我们暂不纳入盈利预测。

盈利测算

预计公司 2012-2014 年分别实现收入 20.84 亿元、26.15 亿元和 18.01 亿元，其中主要市场的商铺租金分别为 7.99 亿元、10.61 亿元和 11.14 亿元。

公司作为国内知名的皮革专业市场，已逐渐突破地域限制，实现跨区和连锁经营，我们认为，公司未来 3-5 年内的成长空间将是比较确定的。在不考虑北京、哈尔滨等新项目情况下，预计公司 2012-2014 年分别实现归属于母公司所有者的净利润为 6.86 亿元、9.12 亿元和 6.50 亿元，EPS 为 1.23 元、1.63 元和 1.16 元。

表 6 主要市场收入预测

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
租赁面积 (m ²)	海宁 1 期	40759	40759	40759	40759	40759	40759	40759
	海宁 2 期	62383	62383	62383	62383	62383	62383	62383
	海宁 3 期		109212	109212	109212	109212	109212	109212
	海宁 4 期		29580	29580	29580	29580	29580	29580
	海宁 5 期				48519	48519	48519	48519
	箱包批发中心	17770	17770	17770	17770	17770	17770	17770
	佟二堡 1 期		96543	96543	96543	96543	96543	96543
	佟二堡 2 期			8122	49050	49050	49050	49050
	二斤市场		21913	21913	21913	21913	21913	21913
	成都 1 期				138897	138897	138897	138897
	新乡市场			54410	54410	54410	54410	54410
	沭阳市场		28186	28186	28186	28186	28186	28186
	合计	120912	406346	468878	697222	697222	697222	697222
租赁单价 (元/m ² ·月)	海宁 1 期	163.55	179.91	200.59	210.62	221.15	235.53	248.48
	海宁 2 期	55.44	65.91	74.06	77.77	82.82	88.70	94.62
	海宁 3 期		79.17	89.06	93.52	99.59	107.06	114.56
	海宁 4 期		195.51	205.29	215.55	226.33	237.64	249.53
	海宁 5 期				147.60	154.98	166.60	179.10
	箱包批发中心	60.00	71.25	80.16	84.16	88.37	94.12	99.29
	佟二堡 1 期		75.20	82.72	86.86	91.63	98.51	105.40
	佟二堡 2 期			27.66	57.98	165.17	165.88	177.35
	二斤市场		20.00	21.00	22.05	23.15	24.31	25.53
	成都 1 期				67.75	71.14	76.47	82.21
	新乡市场			48.30	49.75	52.24	54.85	57.59
	沭阳市场		26.00	26.61	27.94	29.34	30.80	32.34
	平均	23.25	59.41	71.29	95.13	108.83	115.04	122.17
租赁收入 (万元)	海宁 1 期	7999	8799	9811	10302	10817	11520	12154
	海宁 2 期	4150	4934	5544	5822	6200	6640	7084
	海宁 3 期		3891	10505	12256	13052	14031	15013
	海宁 4 期		5046	20521	20876	21249	21640	15342
	海宁 5 期				3581	9023	9700	10428
	箱包批发中心	1279	1519	1624	1795	1884	2007	2117
	佟二堡 1 期		2678	8839	9281	9791	10525	11262
	佟二堡 2 期			90	3413	9722	9763	10439
	二斤市场		296	552	580	609	639	671
	成都 1 期				7847	19397	20287	16844
	新乡市场			1610	3248	3411	3581	3760
	沭阳市场		879	900	945	992	1042	1094
	合计	13429	28043	59996	79944	106147	111376	106208

资料来源：德邦研究

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,030	3,304	4,718	3,590
现金	1,332	1,617	2,707	2,302
应收账款	77	84	117	21
其他应收款	158	177	222	153
预付款项	26	25	29	19
存货	1,431	1,391	1,629	1,079
其他流动资产	7	10	13	16
非流动资产	1,866	2,068	2,050	2,025
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	252	230	209	188
无形资产	11	6	1	-4
其他非流动资产	1,603	1,832	1,840	1,841
资产总计	4,896	5,372	6,768	5,615
流动负债	2,477	2,384	3,181	1,813
短期借款	4	0	0	0
应付账款	434	234	548	-30
其他流动负债	2,039	2,150	2,633	1,843
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	2,477	2,384	3,181	1,813
少数股东权益	75	98	127	149
股本	560	560	560	560
资本公积	1,000	1,000	1,000	1,000
留存收益	784	1,330	1,900	2,094
归属母公司股东权益	2,344	2,890	3,459	3,654
负债和股东权益	4,896	5,372	6,768	5,615

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	498	616	1,371	-21
净利润	565	709	942	672
折旧摊销	76	24	23	23
财务费用	-46	-48	-62	-72
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-143	-70	479	-639
其他经营现金流	46	1	-12	-5
投资活动现金流	-853	-234	0	1
资本支出	-21	0	0	0
长期投资	271	234	0	0
其他投资现金流	-603	0	0	1
筹资活动现金流	-126	-96	-281	-384
短期借款	0	-4	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	280	0	0	0
资本公积增加	-280	0	0	0
其他筹资现金流	-126	-92	-281	-384
现金净增加额	-480	286	1,090	-405

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,856	2,084	2,615	1,801
营业成本	839	835	977	647
营业税金及附加	187	208	262	180
营业费用	86	82	96	84
管理费用	61	72	96	76
财务费用	-46	-48	-62	-72
资产减值损失	5	5	6	6
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	725	930	1,241	881
营业外净收支	31	15	15	15
利润总额	756	945	1,256	896
所得税	192	236	314	224
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	565	709	942	672
少数股东损益	38	22	30	21
归属母公司净利润	527	686	912	650
EBITDA	755	906	1,203	831
EPS (元)	0.94	1.23	1.63	1.16

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	82.0%	12.3%	25.5%	-31.1%
营业利润	154.3%	28.3%	33.4%	-29.1%
归属于母公司净利润	110.1%	30.3%	32.9%	-28.7%
盈利能力				
毛利率(%)	54.8%	60.0%	62.6%	64.1%
净利率(%)	28.4%	32.9%	34.9%	36.1%
ROE(%)	22.5%	23.8%	26.4%	17.8%
ROIC(%)	20.9%	22.1%	24.7%	15.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.6%	44.4%	47.0%	32.3%
流动比率	1.22	1.39	1.48	1.98
速动比率	0.90	0.80	0.97	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.41	0.43	0.29
净资产周转率	0.86	0.80	0.82	0.51
每股指标 (元)				
EPS	0.94	1.23	1.63	1.16
每股净资产	4.19	5.16	6.18	6.52
每股经营现金流	0.89	1.10	2.45	-0.04
估值比率				
P/E	24.89	19.11	14.38	20.16
P/B	5.60	4.54	3.79	3.59
P/S	3.53	6.29	5.01	7.28
EV/EBITDA	13.56	11.31	8.52	12.32

资料来源: 德邦研究

分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。