



2013/2/28

海宁皮城（002344）： 厚积薄发，模式造就皮革专业市场的“王者”

分析师：

李项峰

联系方式：8621-68761616-8316

电子邮件：Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

逻辑及结论

✓ 皮革专业市场：小行业下隐蕴着的市场机会

国内皮革消费需求巨大，预计未来几年依然能够保持20%以上的年均增速，至2015年中国将成为全球最大的皮革消费国。我们认为，专业市场相对于百货、购物中心等竞争优势还在，依然是皮革销售较为有效的一种渠道。

✓ 模式决定空间：海宁皮城是中国皮革专业市场的引领者

公司在皮革市场“摸爬滚打”多年，经验丰富，且拥有一支高效的管理团队；招商能力尤为出色，与商户共赢的经营理念是公司能够快速扩张，成为第一品牌的有效保障；持续的模式创新能力，“连锁化”、“景区化”及“租售结合”的市场经营模式凸显公司的竞争优势。

✓ 战略清晰，成长稳健，盈利可期，具备一定的安全边际

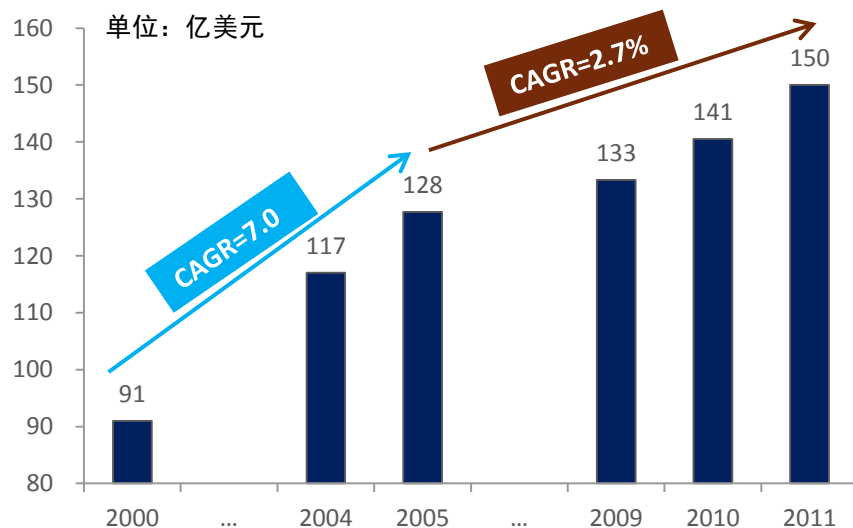
公司管理有效，扩张战略十分清晰，未来几年之成长性和盈利能力均比较确定，是A股中比较安全的投资标的。在不考虑新市场带来的业绩贡献之情况下，我们预计，公司2012-2014年归属于母公司所有者净利润分别为7.03亿元、8.66亿元和6.55亿元，摊薄EPS分别为1.25元、1.55元和1.17元。未来12个月内目标价调高至38.75元/股，“增持”评级。

中国皮革消费市场渐入佳境

中国目前是全球最大的皮革制品消费市场之一：据国际皮革协会统计，2011年全球皮草消费零售总额约为150亿美元，其中中国就占据了四分之一。而中国皮革协会预计，中国皮草消费正处于上升期，国内皮草服饰市场复合增速约达22.4%，至2015年将达164亿元，中国无疑将成为全球最大的皮草消费国。

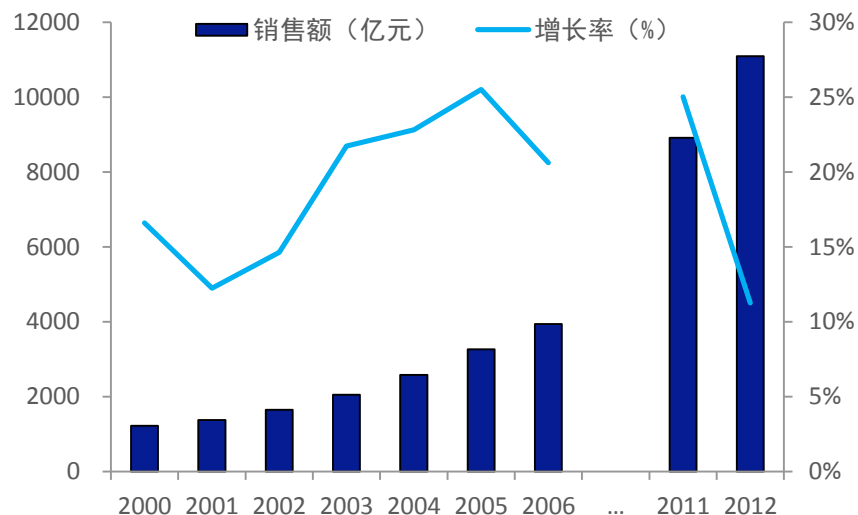
中国居民对皮草产品的巨大需求将继续带动这一市场迈入快速而又持续的增长当中。

图1 历年全球皮草市场规模及增速



数据来源：国际皮革协会、德邦证券

图2 中国皮革、毛皮、羽毛及制品收入额及增长率



数据来源：Wind、德邦证券

专业市场依然是有效的零售渠道

专业市场作为目前皮革制品最主流的销售渠道，近年来已在全国范围内快速兴起，其中比较有名的皮革专业市场包括浙江海宁皮革城、崇福皮草大世界、余姚裘皮城以及广州花都狮岭皮革皮具城和河北辛集皮革商业城等。

与百货、购物中心等业态相比，专业市场无疑是皮革产品一种比较有效的零售渠道，具备如下经营优势：其一是规模优势。专业市场通常能够聚集众多皮革厂商、经销商、代理商、采购商以及单体消费者，其年交易额要远高于百货商场；其二是价格优势。专业市场通常是商户与购买者之间进行直接议价，省去了较多的中间环节，双方可以以一种有效的方式达成交易；其三是产业背景优势。专业市场在地域分布上通常拥有坚实的产业基础。如以上皮革专业市场，均具有比较鲜明的区域特征，能与地方产业集群紧密结合，通过产销一体化，从而提升市场本身的效率。

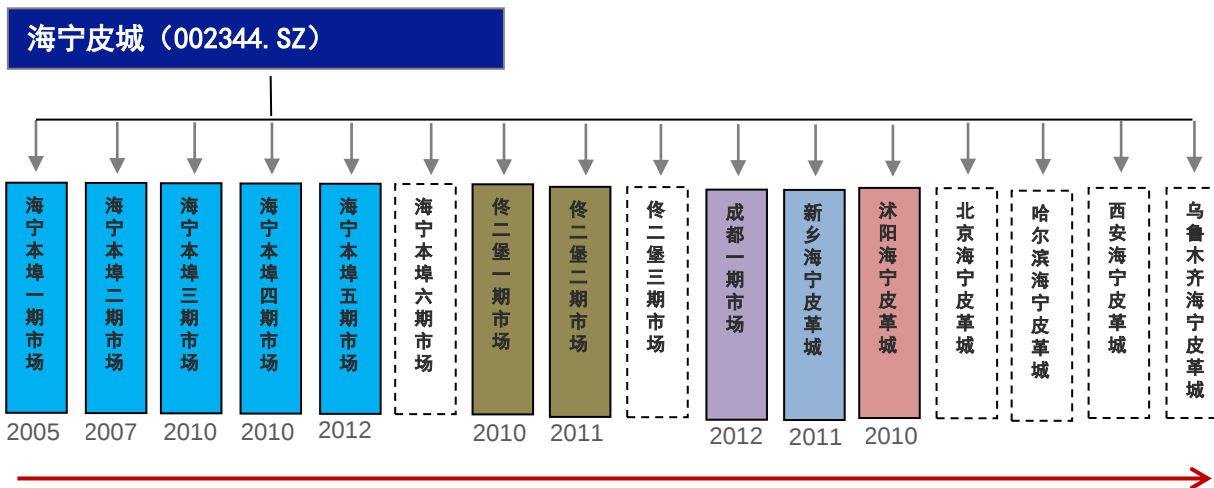
海宁皮城是中国皮革专业市场的领先者，其“海宁模式”已成为国内专业市场中的典范，凭借其上市公司显著的融资平台优势，通过模式在全国进行连锁复制，公司目前已为行业中知名度最高、影响力最大的皮革专业市场运营商。

主业分析

公司是中国皮革专业市场的先行者及领导者，目前在海宁、成都、佟二堡、新乡及沭阳等5大城市实际经营皮革专业市场达到10个，其中海宁本埠市场已扩展至五期，佟二堡两期，成都、新乡和沭阳等地各一期，截至2012年底，若把各类配套物业计算在内，公司实际已开发的市场经营面积合计达到200万平米，无疑成为国内规模最大的皮革专业市场运营商。

专注于皮革细分市场，致力于产业链上下游的整合。除了皮革专业市场外，公司在皮革制品生产、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、广告营销、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。

图3 公司主要已/拟专业市场统计



数据来源：德邦证券

主业分析

表1 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
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
	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
	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）
	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
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
	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
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
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
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

数据来源：公司公告、德邦证券

表2 公司商铺及配套物业面积统计

地域	物业名称	建筑面积 (㎡)	已/拟售面积 (㎡)	实际租赁面积 (㎡)	自用面积 (㎡)	公共区域 (㎡)	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. 0%
	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%
	二厅市场	21913		21913			100%
	佟二堡酒店	16079		16079			100%
	佟二堡合计	331190	38206. 93	183585. 07		48927	81. 0%
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%

数据来源：公司公告、德邦证券

主业分析

租金收入已构成公司最稳定的盈利来源。2006-2011年，公司商铺及配套物业租金收入CAGR为59.3%，预计2012年将达8.41亿元，同比增幅在45%左右，维持连续多年的高速增长；租金收入在公司总收入中的占比不断上升，2011年31.2%，预计2012年将升至37.2%。目前，商铺及配套之租金约占公司主业利润的60%左右，构成最大、最稳定的盈利来源。

其一是“量”的增长。公司2011年商铺租赁面积约46.89万平米，配套物业16.01万平米，合计62.90万平米，租赁面积已占到公司总面积的93.0%；预计至2012年底，商铺、配套物业之面积将分别达到69.72万平米和20.80万平米，分别同比增长48.7%和29.8%；随着海宁六期、佟二堡三期、成都二期以及北京、西安、哈尔滨、乌鲁木齐等新市场的开发运营，预计公司商铺及配套的租赁面积还将大幅增长。

其二是“价”的提升。市场经营面积扩大带来的是人气和客流，随着市场逐步进入成熟，公司商铺单位租金水平也在持续提升。2011年，公司商铺平均租赁单价已突破100元/㎡·月，若考虑配套物业，我们估计也将维持在80元/㎡·月以上。我们认为，商铺租价是市场成熟度的直接表现，与市场本身的客流量、实际经营等紧密相关。随着市场步入成熟期，提租的空间将趋于有限。

表3 公司商铺及配套物业面积、单价及收入情况

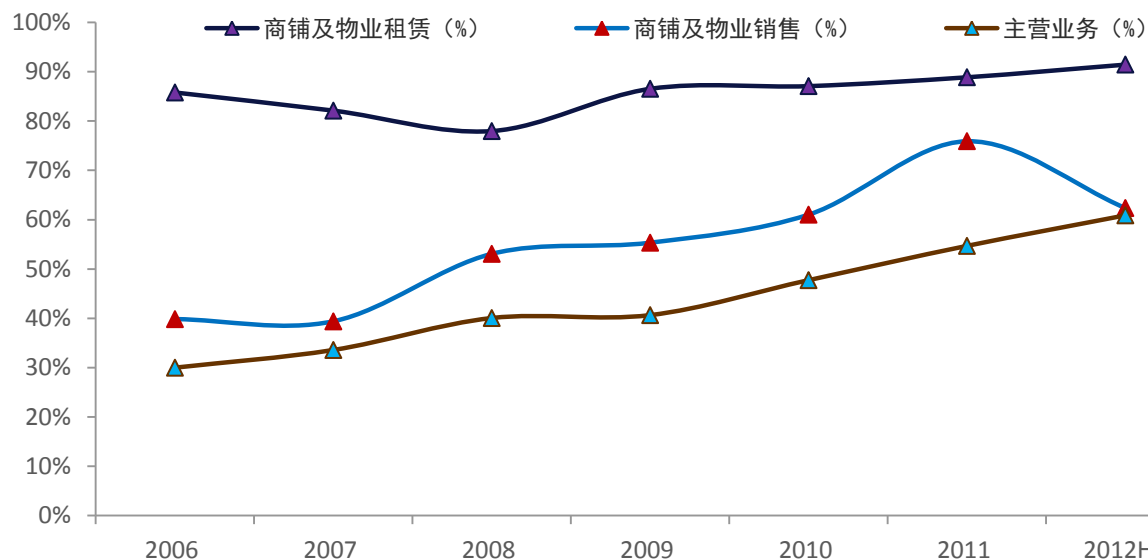
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
商铺租赁面积（万㎡）	4.07	9.52	9.52	12.09	40.63	46.89
商铺同比增速（%）		134.1%	0.0%	27.0%	236.1%	15.4%
商铺及物业租赁单价（元/㎡·月）	19.59	21.27	19.57	46.32	44.33	82.53
商铺租赁单价（元/㎡·月）	91.16	48.33	73.32	92.55	57.51	106.63
商铺及物业租金收入（百万元）	56.43	75.19	104.63	149.47	291.74	579.29
租赁收入占比（%）	13.0%	11.6%	16.3%	26.7%	28.6%	31.2%

数据来源：公司公告、德邦证券

主业分析

毛利率稳步提升，公司具备充分的业绩释放力。历年数据来看，公司毛利率呈现逐年上升趋势：主营业务毛利率已从2006年的30%到2012年H1的60%，提升了近30个百分点。其中，商铺及配套租赁、销售的毛利率持续上升，其中租赁部分毛利率目前已达90%以上，而销售部分则为62.4%（较2010年和2011年分别有所上升和下降）。

图5 公司商铺及物业之租赁、销售毛利率



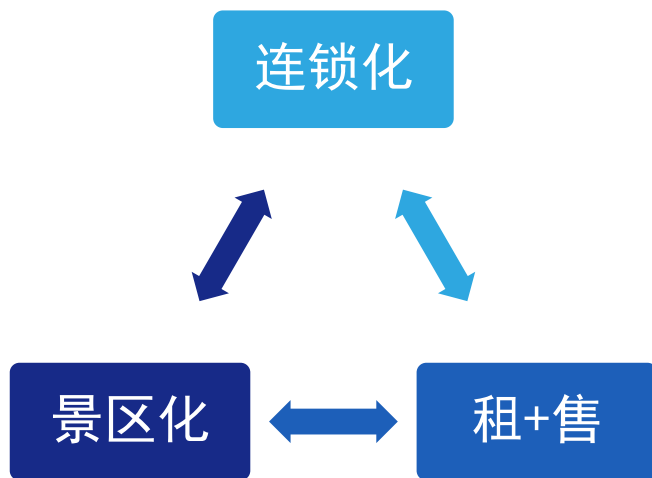
数据来源：公司公告、德邦证券

模式决定空间，公司具备引领皮革专业市场的潜质

我们认为，公司专注于皮革市场多年，不断创新，积累了丰富的经验，并形成了行之有效的运营模式，简单可概括为皮革市场的连锁化、景区化以及租售结合的经营方式。

连锁化赋予了公司最大程度上的增长空间，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。这三种模式之间相互促进、相互补充，有效地提升了公司专业市场的盈利能力。

图6 公司专业市场的模式分析

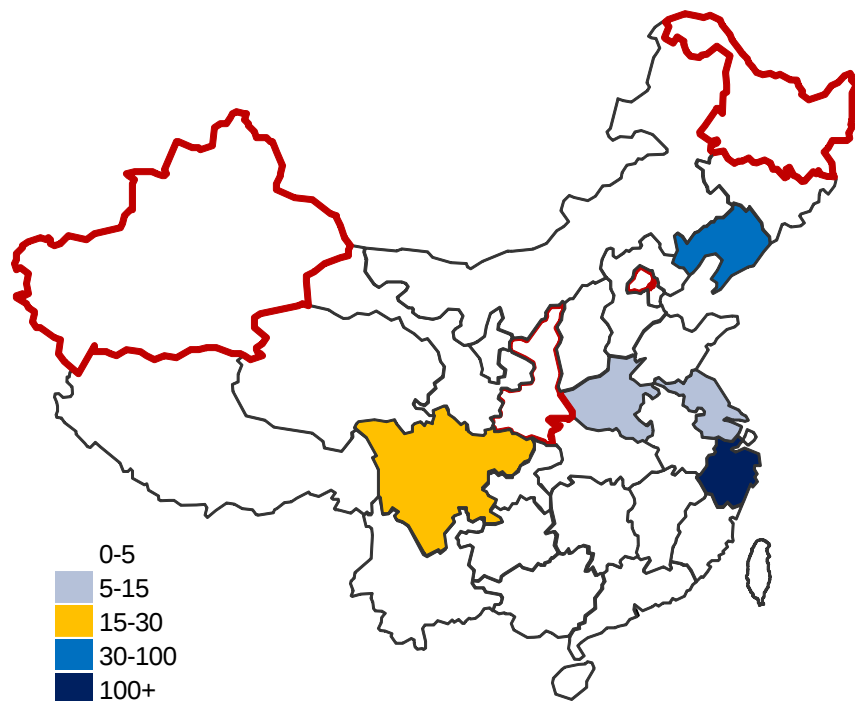


数据来源：德邦证券

连锁化模式为公司带来几何级数的规模扩张

公司作为中国皮革专业市场的先行者和领导者，与同行相比，公司已经突破传统专业市场“单体式”经营的各种“瓶颈”，成功实现了皮革市场的“连锁化”扩张。截至目前，公司已在海宁、成都、佟二堡、新乡和沭阳等地开设皮革专业市场达到10家以上，经营面积60多万平米，年营业规模超过20个亿，市场数量和经营规模均居行业前列。公司未来还计划在北京、西安、哈尔滨及乌鲁木齐等地开设新的市场。

图7 海宁皮城专业市场的区域分布



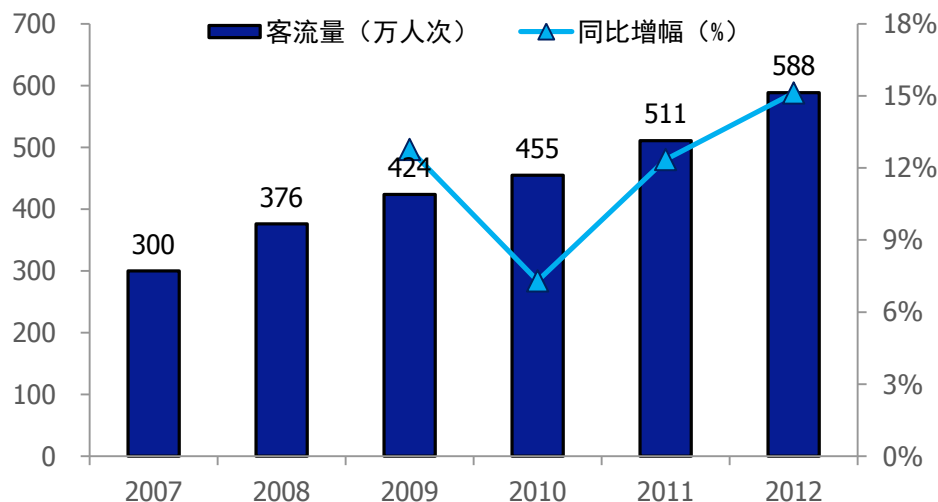
数据来源：公司公告、德邦证券 注：按实际经营面积划分

景区化模式为市场聚集了旺盛的人气和丰富的客流

“旅游+购物”已成为当前全球消费市场的一大趋势。公司通过多年经验积累，致力于将“专业市场”和“旅游景区”两大概念紧密结合，深度挖掘商业与旅游两大行业之间的共性，积极在全国范围内推广其“休闲+旅游+购物”模式，取得了极大成功。公司旗下海宁皮革城是国家知名4A级旅游景区，每年吸引着成千上万的游客。依托于为游客提供舒适的购物环境，公司旗下各大市场通常能够积聚较高的人气和丰富的客流。

2012年，海宁总部市场客流量达588万人次，同比增长15%，在2011年突破500万人次大关之后又再次创下了历史新高。2013年春节期间，公司旗下市场客流依旧火爆，接待游客共计36.6万人次，其中海宁本埠接待客流18.9万人次，同比增长24.5%；外埠佟二堡市场客流量达5万人次，同比增长52.9%；12年9月份才开业的成都市场接待游客数超过10万人次；其它区域，如新乡市场客流量突破了2万人次，而沭阳市场尽管只有7300人次，但其与上年同比其增幅则超过了30%。

图8 海宁总部市场历年客流量统计



数据来源：公司公告、德邦证券

“租+售”以及全产业链的整合赋予了公司快速、持续的现金流

公司对专业市场通常会采取“租+售”的模式，即第一次招商时，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。如表1所示，2010-2012年这三年间，公司商铺租赁面积占比为82.4%，而出售面积仅为17.6%。这种租售结合模式的优点在于：通过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以及对市场的忠诚度，也能使得公司可以迅速回笼现金流，提高投入资金的周转率；而对于后续商铺实现租赁方式，则更能反映公司专业市场经营的本质和能力。我们认为，经过多年的沉淀、积累，公司在皮革专业市场上具备着丰富的管理经验及卓越的品牌影响，公司的招商能力及营销能力十分强大，这是保证其能够在全国范围不断扩张、持续盈利的主要原因。

此外，公司在过去几年经营领域已发生显著变化，成功实现了由之前单纯的专业市场向市场的上、下游延伸。这种全产业链式的模式赋予了其更多的盈利空间。除了专业市场经营外，公司目前还致力于市场配套物业的开发经营。我们认为，公司通过对市场产业链深度挖掘，将最大程度上提升其盈利的释放能力。

表4 商铺租售比例计算

	出售面积 (㎡)	租赁面积 (㎡)	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%

表5 商铺及配套物业租售比例计算

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
商铺合计	516255	742975	712419	697222	697222
配套合计	160184	231141	233261	230139	219057
租赁合计	629062	905197	916279	916279	916279
出售合计	47377	68919	29401	11082	0
商铺占比	76.3%	76.3%	75.3%	75.2%	76.1%
配套占比	23.7%	23.7%	24.7%	24.8%	23.9%
租赁占比	93.0%	92.9%	96.9%	98.8%	100.0%
出售占比	7.0%	7.1%	3.1%	1.2%	0.0%

数据来源：公司公告、德邦证券

风险分析

我们认为，皮革市场属于“专业细分市场”，其本身也存在“天花板效应”。皮革产品有别于生鲜、家电、服饰等大众生活消费品，存在着显著的地域和天气等限制。公司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，而这些群体在地理或区域上多分布于气候相对寒冷的北方地区（如从全球范围来看，俄罗斯就是最大的皮草消费国之一），因此公司专业市场模式不可能在全国范围进行复制；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，这也在很大程度上局限了公司未来的连锁化扩张战略。我们认为，公司所处“皮革”这一细分子行业，其外延扩张存在显著瓶颈，从长期来看，存在着一定的“天花板”。

盈利预测及建议

在不考虑新市场带来的业绩贡献之情况下，我们预计，公司2012-2014年归属于母公司所有者净利润分别为7.03亿元、8.66亿元和6.55亿元，摊薄EPS分别为1.25元、1.55元和1.17元。给予公司未来12个月内目标价38.75元/股，维持“增持”评级。

表6 公司商铺及配套物业租赁面积统计及预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
海宁一期	40661	40759	40759	40759	40759	40759	40759	40759	40759	40759
皮革城加工区	199418	199418	312964	113545	113545	113545	113545	113545	113545	113545
海宁二期		54444	54444	62383	62383	62383	62383	62383	62383	62383
其中：鞋业广场		17693	17693	17693	17693	17693	17693	17693	17693	17693
毛皮服饰牛仔城		19097	19097	27036	27036	27036	27036	27036	27036	27036
原辅料市场		17654	17654	17654	17654	17654	17654	17654	17654	17654
老城市场			37479	37479	37479	37479	37479	37479	37479	37479
箱包批发中心				17770	17770	17770	17770	17770	17770	17770
海宁三期					109212	109212	109212	109212	109212	109212
海宁四期					29580	29580	29580	29580	29580	29580
皮革城大厦					9160	9160	9160	9160	9160	9160
沭阳市场					28186	28186	28186	28186	28186	28186
佟二堡一期					96543	96543	96543	96543	96543	96543
二厅市场					21913	21913	21913	21913	21913	21913
新乡市场						54410	54410	54410	54410	54410
佟二堡二期						8122	49050	49050	49050	49050
其中：原辅料市场						8122	8122	8122	8122	8122
裘皮市场							40928	40928	40928	40928
海宁五期							48519	48519	48519	48519
网商大厦							28500	28500	28500	28500
裘皮大厦							14204	14204	14204	14204
中信海宁营业部							5087	5087	5087	5087
成都一期							138897	138897	138897	138897
五期SOHO								11082	11082	11082
合计	240079	294621	445645	271936	566530	629062	905197	916279	916279	916279
其中：商铺	40661	95203	95203	120912	406346	468878	697222	697222	697222	697222

数据来源：公司公告、德邦证券

表7 公司商铺及配套物业租赁收入统计及预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
海宁一期	4448	4917	5473	7999	8799	9811	10645	11444	12187	12858
皮革城加工区	1195	1998	1787	1285	1413	1555	1671	1755	1843	1935
海宁二期		604	2903	4150	4934	5544	6016	6467	6952	7473
其中：鞋业广场		287	1102	1172	1347	1509	1637	1760	1892	2034
毛皮服饰牛仔城		128	1277	2282	2682	3017	3273	3519	3783	4067
原辅料市场		190	525	696	905	1018	1105	1188	1277	1373
老城市场			300	400	460	520	580	640	700	760
箱包批发中心				1279	1519	1624	1795	1884	2007	2117
海宁三期					3891	10505	12664	13614	14635	15733
海宁四期					5046	20521	20876	21249	21640	15342
皮革城大厦					224	231	250	258	265	273
沭阳市场					879	900	945	992	1042	1094
佟二堡一期					2678	8839	9546	10262	11031	11859
二厅市场					296	552	580	609	639	671
新乡市场						1610	3248	3411	3581	3760
佟二堡二期						90	3413	9722	9763	10439
其中：原辅料市场						90	270	292	334	367
裘皮市场							3143	9430	9430	10072
海宁五期							3581	9023	9700	10428
网商大厦							187	808	1131	1188
裘皮大厦							70	403	564	592
中信海宁营业部							183	192	202	212
成都一期							7847	19397	20287	16844
五期SOHO								55	314	440
合计	5643	7519	10463	15114	30140	62301	84097	112184	118484	114017
其中：商铺	4448	5521	8376	13429	28043	59996	81155	108073	113465	108617

数据来源：公司公告、德邦证券

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3030	3658	4645	3813
现金	1332	1702	2563	2395
应收账款	77	97	104	42
其他应收款	158	192	223	162
预付款项	26	29	31	21
存货	1431	1628	1711	1178
其他流动资产	7	10	13	16
非流动资产	1866	2068	2050	2025
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	1603	1832	1840	1841
资产总计	4896	5726	6695	5838
流动负债	2477	2722	3148	2047
短期借款	4	0	0	0
应付账款	434	348	474	92
其他流动负债	2039	2374	2675	1955
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	2477	2722	3148	2047
少数股东权益	75	98	126	148
股本	560	560	560	560
资本公积	1000	1000	1000	1000
留存收益	784	1347	1861	2083
归属母公司股东权益	2344	2906	3421	3643
负债和股东权益	4896	5726	6695	5838

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012	2013	2014
经营活动现金流	498	700	1151	192
净利润	565	726	894	677
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	-3	307	-430
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	-289	-361
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	-289	-361
现金净增加额	-480	370	861	-168

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2262	2625	1902
营业成本	839	977	1027	707
营业税金及附加	187	228	262	190
营业费用	86	97	117	104
管理费用	61	83	98	80
财务费用	-46	-48	-62	-72
资产减值损失	5	5	5	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	919	1177	887
营业外净收支	31	51	15	15
利润总额	756	970	1192	902
所得税	192	244	298	226
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	565	726	894	677
少数股东损益	38	23	28	21
归属母公司净利润	527	703	866	655
EBITDA	755	895	1138	838
EPS (元)	0.94	1.25	1.55	1.17

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	82.0%	21.8%	16.1%	-27.5%
营业利润	154.3%	26.8%	28.0%	-24.6%
归属于母公司净利润	110.1%	33.3%	23.2%	-24.3%
盈利能力				
毛利率(%)	54.8%	56.8%	60.9%	62.8%
净利率(%)	28.4%	31.1%	33.0%	34.4%
ROE(%)	22.5%	24.2%	25.3%	18.0%
ROIC(%)	20.9%	21.7%	23.6%	16.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.6%	47.5%	47.0%	35.1%
流动比率	1.22	1.34	1.48	1.86
速动比率	0.90	0.75	0.93	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.43	0.42	0.30
净资产周转率	0.86	0.86	0.83	0.54
每股指标 (元)				
EPS	0.94	1.25	1.55	1.17
每股净资产	4.19	5.19	6.11	6.51
每股经营现金流	0.89	1.25	2.05	0.34
估值比率				
P/E	37.19	27.89	22.64	29.92
P/B	8.36	6.74	5.73	5.38
P/S	5.28	8.67	7.47	10.30
EV/EBITDA	22.15	18.69	14.70	19.97

分析师简介

李项峰，经济学博士，2007年加盟德邦证券研究所，主要从事零售及旅游行业研究。

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。