

# 中报业绩大增，异地扩张加速

## 买入维持

目标价格：33.6元

### 投资要点：

- 皮革消费市场繁荣，中报业绩大幅增长。
- 物业面积增长，租金收入大幅提升，盈利能力持续增强。
- 坚持“内增外延”战略，异地扩张加速进行。

### 报告摘要：

- 皮革消费市场繁荣，中报业绩增长显著。**2011年上半年，公司实现营业收入10.31亿元，增长幅度为84.33%；实现利润总额3.19亿元，同比增长99.26%；归属于上市公司股东的净利润为2.15亿元，同比增长79.57%。2011年上半年，皮革消费市场繁荣，海宁皮革城客流量169.1万人次，同比增长5.2%，佟二堡皮革城客流量达到了70万人次，从而带动皮革城租金上涨，刺激收入及利润大幅增加。
- 异地扩张能力强，未来发展迅速。**公司在皮装市场经营上有品牌效应，能带动本地商户向全国扩张，吸引周边客流，受到各地地方政府的欢迎。海宁皮革城发展的成功经验已经成为公司的无形资产，为异地扩张奠定基础。目前公司的皮革城已经覆盖了传统皮革市场海宁、沭阳、佟二堡、新乡等地，并计划进入成都等地，另外，公司也在筹划进军京津等地。
- 风险提示。**南北方对皮革制品的消费习惯不同会对公司在南方市场的扩张带来不确定的影响；利润及收入的增长受消费市场波动的影响较大。
- 盈利预测与估值。**预测公司2011-2013年公司的EPS分别为0.87元、1.12元、1.48元，按8月12日的公司收盘价为26.65元计算，对应的市盈率分别为30.63倍、23.79倍、18倍，我们按2012年30倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为33.6元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万)	559.66	1,019.87	1,809.14	2,307.23	2,696.00
增长率(%)	-13.35	82.23	77.39	27.53	16.85
归属母公司股东的净利润(百万)	97.36	250.88	485.45	629.94	826.68
增长率(%)	15.04	157.68	93.5	29.76	31.23
每股收益-摊薄	0.4636	0.896	0.8669	1.1249	1.4762
市盈率	--	29.74	30.63	23.79	18

### 中小市值上市公司研究组

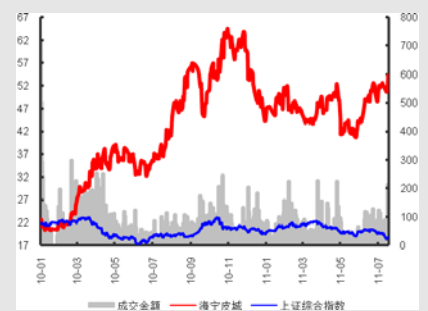
#### 分析师：

**王凤华 (S1180511010001)**

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

### 市场表现



数据来源：Wind

### 公司2011中报数据

基本每股收益	0.38
摊薄每股收益	0.38
每股净资产	3.63
净资产收益率	10.8%
净利润增长率	79.57%
发行股数(百万)	560
流通股(百万)	155.13
流通股市值(百万)	1469
8月12日收盘价(元)	26.65

数据来源：Wind

### 相关研究

《异地扩张步伐加快，提升公司价值——海宁皮城调研报告——王凤华》2011年5月17号

### 主营业务收入和毛利分析

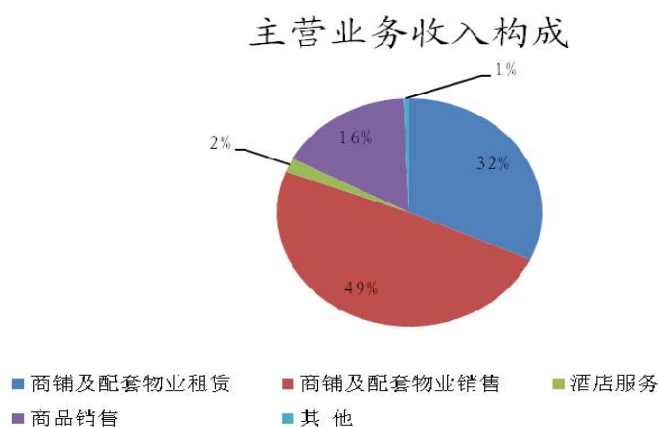
2011年上半年,公司的营业收入及其构成发生了变化,共实现营业收入10.31亿元,增长幅度为84.33%;其中商铺及配套物业租赁业务收入大幅增长260.19%,主要是新增了海宁皮革城四期裘皮广场和佟二堡海宁皮革城商铺租金收入;商铺及配套物业销售同比增长62.16%,主要系佟二堡海宁皮革城商铺销售和东方艺墅项目确认收入所致;酒店服务和商品销售营业收入分别同比增长9.46%和24.42%。2011年1-6月,公司实现利润总额31,895万元,同比增长99.26%;归属于上市公司股东的净利润为21,540万元,同比增长79.57%。公司总资产较去年期末上升5.37%,归属于上市公司股东的所有者权益上升3.85%。

表1: 主营业务收入分产品情况

主营业务分产品情况	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增长 (%)	营业成本同比增长 (%)
商铺及配套物业租赁	32,487.33	3,318.14	89.79%	260.19%	179.63%
商铺及配套物业销售	50,186.61	21,677.85	56.81%	62.16%	70.77%
酒店服务	2,026.09	1,436.83	29.08%	9.46%	11.26%
商品销售	16,815.86	16,187.72	3.74%	24.42%	25.57%
其他	746.04	163.07	78.14%	56.02%	75.25%
合计	102,261.93	42,783.61	58.16%	83.22%	51.95%

资料来源: 宏源证券 公司中报

图1: 主营业务收入构成

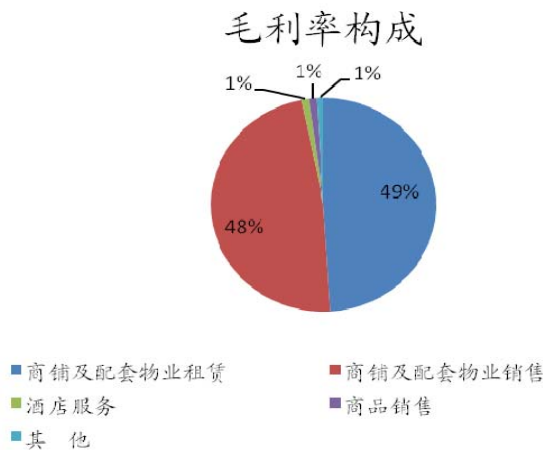


资料来源: 宏源证券 公司中报

2011年上半年,公司主营业务毛利率为58.16%,比上年同期增长8.61%。其中商铺

及配套物业租赁业务毛利率为 89.79%，比上年同期增长 2.95%，占比由上年同期的 28.32% 增加到 49.04%，主要是租金水平较上期有所增长，特别是皮革城二期市场由于经营方向调整租金较上期增幅较大所致。商铺及配套物业销售毛利占比由上年同期的 66.01% 减少到 47.93%。公司的盈利结构进一步优化。

图 2：主营业务毛利率构成



资料来源：宏源证券 公司中报

## 公司未来盈利分析

### 商铺及配套物业销售项目未来结算分析

2011 年的结算项目主要包括海宁三期部分物业、佟二堡一期剩余部分以及东方艺墅首期。东方艺墅上半年结算了部分排楼的物业，销售价格为 8-9000 元/平米，未来的销售价格还有上升的空间，预计为 8000-10000 元/平米，今年将实现销售收入 4 亿元左右。佟二堡一期剩余 2 亿收入上半年已经全部实现。今年预计全部项目实现销售收入超过 8 亿。

2012 年结算的项目比较多，包括东方艺墅、三期剩余面积、佟二堡二期和沐阳等异地项目部分物业、四、五期部分市场及配套物业等。由于销售价格及工程进度具有一定的不确定性，没有办法进行整体估算，但销售业绩的上升趋势确定。

### 商铺及配套物业租赁项目未来收入分析

2011 年上半年的收入和利润增长主要来源于商铺租金的上涨。由于消费市场持续繁荣，客流量不断增加，下半年租金仍将上涨，预计海宁一期项目提租近 30%，二期 20%，佟二堡一期预计提租 80%，其他一些项目提租幅度估计不大。

### 内增外延，积极开拓异地市场

2011 年公司内增投资项目有两个，海宁皮革城五期项目和海宁皮革城加工区扩建项目。开拓异地市场计划包括四个：佟二堡皮革城二期工程项目、成都海宁皮革城项目、沐阳皮革城加工区项目和新乡海宁皮革城项目。

根据公司公告，河南新乡项目已经招商成功，将于今年 9 月开业；佟二堡原辅料市场今年四季度开业；海宁五期已经开始动工；成都用地项目拆迁工作进展顺利，已经开工建

设；北京项目前期工作正在积极推进；武汉、哈尔滨等市场的调研工作正在开展。

### 财务指标分析

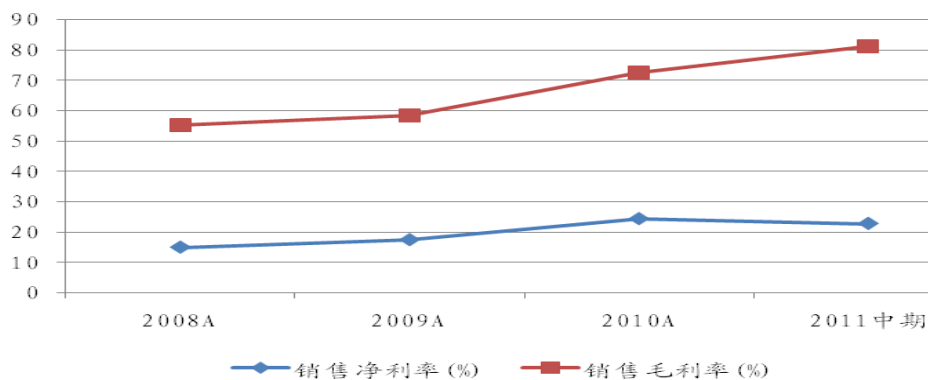
从公司最近几年的盈利指标中可以看出，2010 年以来，公司的营业收入和净利润实现了爆发式的增长，分析其原因主要是公司的发展模式逐渐成熟，异地扩张加快。2010 年，公司用较低成本拿到几个项目的销售和招租情况都超过预期，2011 年，公司坚持“内增外延”的发展模式，加快异地扩张的步伐，加上市场行情见好，预计 2011 年将继续延续 2010 年的增长势头，保持较高的营业收入及利润增长率。

表 2: 近三年主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
主营业务收入(百万元)	645.86	55.97	1,019.87	1,030.60	1,809.14
同比增长率(%)	-0.23	-13.35	82.23	84.33	77.39
净利润(百万元)	84.63	97.36	250.88	215.40	485.45
同比增长率(%)	4.61	15.04	157.68	79.57	93.50
销售毛利率(%)	15.09	17.60	24.62	23.03	
销售净利率(%)	40.23	40.96	48.12	58.39	

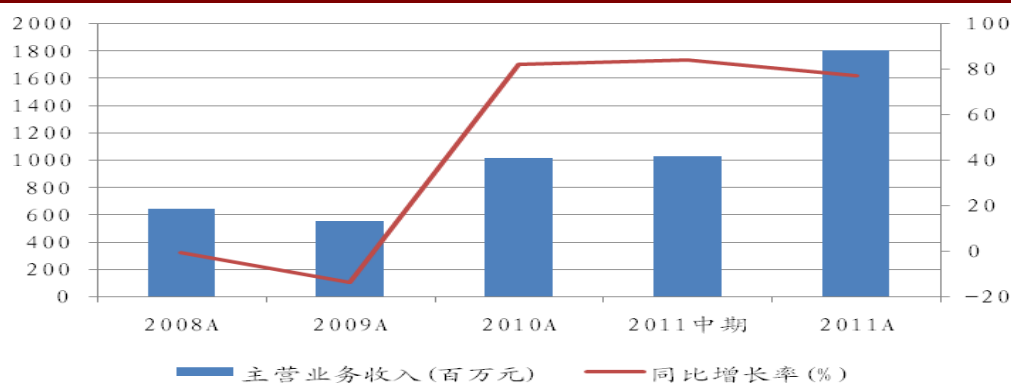
资料来源：宏源证券 Wind

图 3: 销售毛利率与净利率



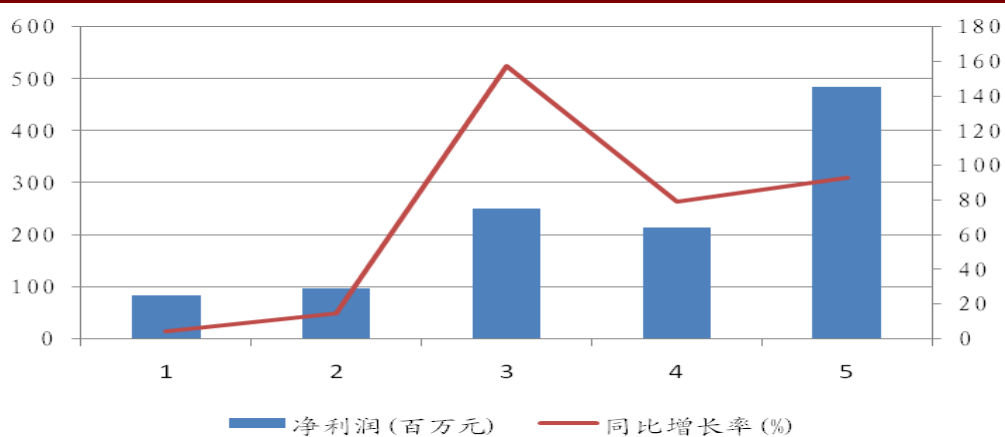
资料来源：宏源证券 Wind

图 4: 近三年主营业务收入及增长情况



资料来源: 宏源证券 Wind

图 5: 近三年净利润及增长情况



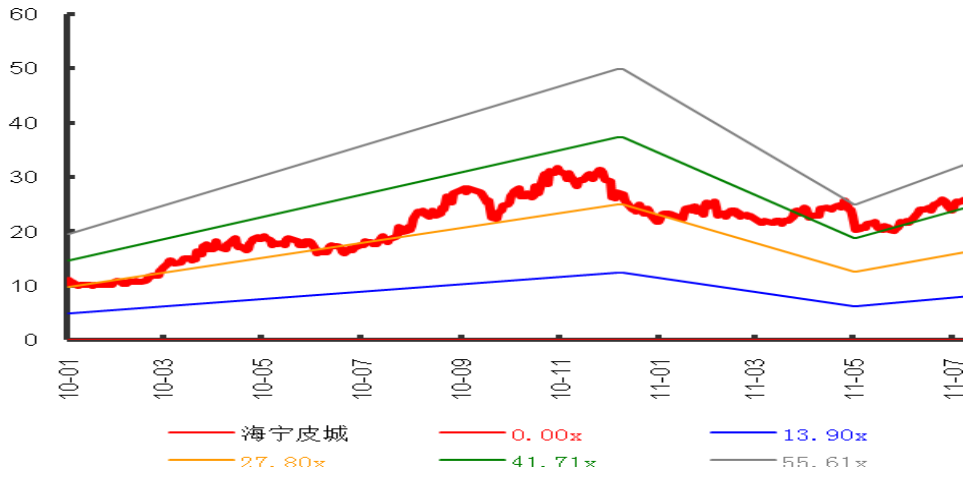
资料来源: 宏源证券 Wind

### 盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型, 预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.87 元、1.12 元、1.48 元, 按 8 月 12 日的公司收盘价为 26.65 元计算, 对应的市盈率分别为 30.63 倍、23.79 倍、18 倍; 根据历史 PE/PB 估值区间分析, 按 2012 年 30 倍市盈率估值, 未来 6 个月的目标价格为 33.6 元, 维持“买入”评级。

公司的历史 PE 估值区间

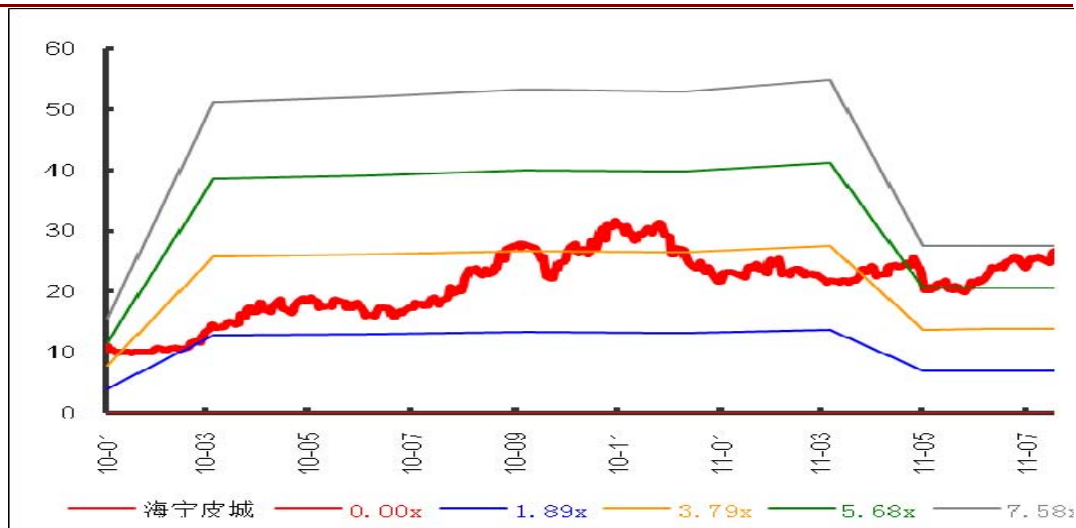
图 6: PE-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

公司的历史 PB 估值区间

图 7: PB-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、航民股份等。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。