

连锁零售

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 樊俊豪

S0960111080472

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

6-12个月目标价: 41.00元

当前股价: 27.00元

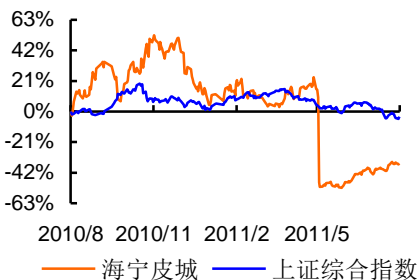
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2554.02
总股本(百万)	560
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	42
EPS (TTM)	0.62
每股净资产(元)	3.54
资产负债率	54.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	9.40	12.49	9.38
上证综合指数	-7.82	-7.95	-10.78



相关报告

海宁皮城

002344

强烈推荐

外延扩张与内涵提租并举, 皮革领域里的“苏宁电器”

本报告的独到之处在于解决了投资者最为关心的三个问题: (1) 皮衣市场的空间有多大, 未来成长性如何; (2) 公司未来的异地扩张项目还能否支持公司的高速成长; (3) 公司的租金还有多大提价空间。我们认为: 公司外延连锁扩张与内涵租金提价能力均十分突出, 将显著受益于国内皮衣市场的快速成长, 未来业绩高速增长可期。

投资要点:

■ **公司概况: 皮革行业全产业链的连锁服务提供商。**公司是一家业务涵盖皮革制品“生产—营销—交易”等完整产业链, 同时以商铺及配套物业的租赁和销售收入作为公司核心收入来源的连锁服务提供商。公司作为皮革行业的中游销售渠道, 目前建筑面积130多万平方米, 交易额100多亿元, 毛利率58.2%, 是中国最大的皮革专业市场与皮革价格信息、市场行情、流行趋势的发布中心。

■ **皮革行业全产业链分析**

(1) **上游:** 中国皮革产业基础雄厚, 2010年产值达7473亿元, 具有皮革专业市场做大做强产业基础和市场空间, 与此同时中国皮革生产企业数目多、规模小、品牌知名度有限, 对外扩张需要依靠皮革专业市场这类销售渠道;

(2) **中游:** 皮革专业市场作为中游销售渠道, 一方面凭借其皮革产品种类丰富、价格低廉等特点, 在与百货、商场等综合市场的竞争中处于优势地位, 另一方面大约80%的皮革专业市场规模较小, 未来行业整合空间巨大;

(3) **下游:** 消费升级+用途多样化+产品时尚化, 皮革制品未来消费需求旺盛, 如海宁皮城主要销售的皮衣, 未来三年市场空间将达到1014亿元。

■ **公司竞争优势:** (1) 核心竞争优势是强大的皮革产品市场集聚能力; (2) 业内率先开展皮革专业市场连锁复制, 且异地项目均较为成功; (3) 租售结合的经营模式, 有利于繁荣市场和缓解异地扩张过程中的资金需求; (4) 管理层丰富的市场管理经验, 耐心培育市场, 与商户共同成长。

■ **未来业绩主要增长点:** (1) 已有项目提租空间较大, 目前公司商铺的租金水平约为转租价格的60%-70%, 且租金水平仅占商铺营业利润的1/3左右, 未来仍有较强的提租空间; (2) 在建项目2012年将集中开业, 将显著增厚2012-2013年业绩; (3) 未来异地扩张项目前景广阔, 公司还计划进军北京、武汉、哈尔滨、青岛、西安和乌鲁木齐等地, 并且在大区域布局完成后, 下一步将进行省会城市布局。

■ **盈利预测与估值:** 预计公司2011-2013年EPS分别为1.00、1.36和1.90元, 以2010为基期, 则未来三年复合增速61.8%。以RNAV法估值, 公司现有物业的资产重估值为163.82亿元, 高于目前152.88亿元的市值, 具有一定的安全边际; 按分部估值法, 则公司合理股价为41元, 目前股价对应2011年27倍PE, 给予“强烈推荐”评级。

■ **风险提示:** (1) 异地扩张过程中的市场开发风险; (2) 市场景气度下滑, 导致商铺及配套物业租金下降的风险; (3) 公司快速发展所带来的管理风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1020	1807	2340	3038
同比(%)	82%	77%	29%	30%
归属母公司净利润(百万元)	251	560	760	1064
同比(%)	158%	123%	36%	40%
毛利率(%)	48.1%	56.9%	59.0%	61.3%
ROE(%)	12.8%	23.6%	24.2%	25.3%
每股收益(元)	0.45	1.00	1.36	1.90
P/E	60.27	27.00	19.89	14.21
P/B	7.73	6.36	4.82	3.60
EV/EBITDA	37	18	13	10

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：皮革行业全产业链的连锁服务提供商.....	3
1.1 公司概况：全国最大的皮革专业市场.....	3
1.2 业务结构：商铺及配套物业的租赁与销售是公司的主营业务.....	3
1.3 收入结构及毛利率情况：高毛利率，且盈利结构不断优化.....	4
1.4 股权结构：国资+管理层持股，结构合理，激励充分.....	5
二、皮革行业全产业链分析：作为中游销售渠道，皮革专业市场一方面在与上游生产企业和中游其它销售渠道的博弈中处于优势地位，另一方面又能借助下游旺盛的消费需求快速成长.....	6
2.1 上游：基础雄厚，但生产企业数量多，实力弱，在与中游渠道商博弈时处于弱势地位.....	6
2.2 中游：皮革专业市场作为中游销售渠道，在与商场等综合市场的竞争中处于优势地位，同时自身的行业整合前景亦十分诱人.....	10
2.3 下游：消费升级+用途多样化+产品时尚化，皮革制品未来消费需求旺盛，专业市场将迎来快速发展.....	12
三、竞争优势：市场集聚+连锁复制+租售结合+管理领先.....	15
3.1 核心竞争优势是强大的皮革产品市场集聚能力.....	15
3.2 业内率先开展皮革专业市场的连锁复制，且异地项目均较为成功.....	15
3.3 租售结合的经营模式，有利于繁荣市场和缓解异地扩张过程中的资金需求.....	16
3.4 管理层丰富的市场管理经验，耐心培育市场，与商户共同成长.....	17
四、主营业务分析：内涵提价与外延扩张并举.....	17
4.1 已有项目未来租金提价空间大.....	17
4.2 在建项目 2012 年集中开业，未来两年将显著厚增业绩.....	20
4.3 未来异地扩张项目空间广阔，将支持 2013 年以后业绩的持续快速成长.....	22
五、其它业务分析：稳步增长，势头良好.....	23
5.1 商品销售业务.....	23
5.2 酒店服务业务.....	23
5.3 其他业务.....	24
5.4 房地产业务.....	24
六、盈利预测及投资建议：目标价 41.00 元，强烈推荐.....	25
6.1 盈利预测.....	25
6.2 估值分析.....	26
6.3 投资建议.....	27
6.4 风险提示.....	28

## 一、公司简介：皮革行业全产业链的连锁服务提供商

### 1.1 公司概况：全国最大的皮革专业市场

海宁皮城总部位于“中国皮都”海宁市，主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的开发、租赁和销售，目前业务涵盖皮革制品“生产—营销—交易”等完整产业链。

公司从1994年的3.1万平米起步，历经十多年培育管理，目前建筑面积130多万平米，交易额100多亿元，是全国最大的皮革专业市场。此外公司市场内的皮革服装交易辐射全国，甚至海外市场，是中国皮革价格信息、市场行情及流行趋势的发布中心。

**经营物业：**包含市场和配套物业两大部分：

市场主要包括：海宁本地的一期市场、二期市场（原辅料市场、皮装鞋业广场、皮革广场）、三期市场（品牌风尚中心）、四期市场（裘皮市场）以及辽宁佟二堡、江苏沐阳和河南新乡等异地市场；另外公司在建的还有五期市场（品牌生活馆）、佟二堡二期和成都市场，并计划进军北京、武汉、哈尔滨、西安、青岛和乌鲁木齐等地。

配套物业则主要包括：皮都锦江大酒店、综合商务楼、出口加工区等。此外，公司还运作有一个住宅地产开发项目——皮都东方艺墅。

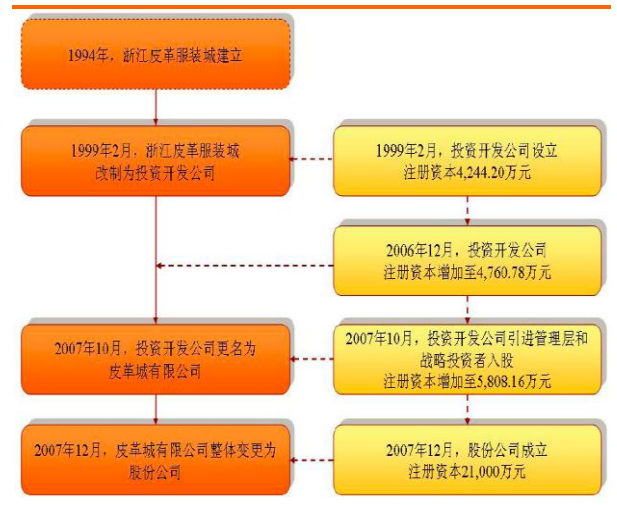
市场里面 50%销售皮革服装，25%销售毛皮服装，25%销售箱包、皮鞋

图 1 海宁皮城总部物业布局图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 海宁皮城的历史沿革及股本形成图



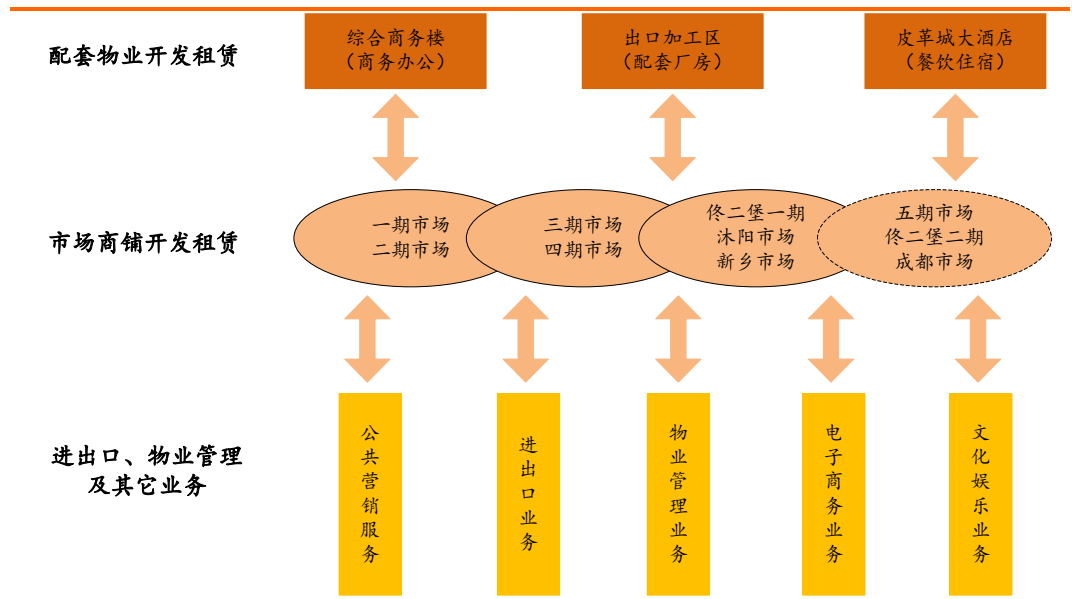
资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.2 业务结构： 商铺及配套物业的租赁与销售是公司的主营业务

**商铺及配套物业的租赁与销售是公司的主营业务。**该业务向生产商、经销商和消费者提供商铺、配套厂房、商务办公楼等物业，通过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，持续分享市场繁荣所带来的经营成果。

此外，公司还提供进商品销售（主要指进出口业务）、酒店、物业管理和电子商务等其他配套服务。

图 3 海宁皮城的业务结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 1.3 收入结构及毛利率情况：高毛利率，且盈利结构不断优化

公司毛利率较高，2011 年上半年达 58.2%，且随着商铺租金价水平的不断提升，未来毛利率将呈不断上升趋势。

商铺及配套物业的租赁和销售收入是公司的核心收入来源，该业务过去五年贡献了公司平均 62%的营业收入和 91%的毛利，并且其占公司营业收入和毛利中的占比有逐渐增强的趋势，2011 年上半年贡献了公司 80%的营业收入和 97%的毛利，显示公司的盈利结构不断得到优化。

未来公司的营业收入有望通过内涵式发展（即市场繁荣—商户盈利能力提高—商铺租金上涨、酒店服务收入增加等）和外延式扩张（即在国内其他大中型城市经营以皮革制品为主导的专业市场所带来的新增销售收入、租赁收入和其他收入）取得持续快速增长。

表 1 公司各业务模块的收入构成情况

单位：亿元

各项业务	2007		2008		2009		2010		2011H1	
	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%
商铺及配套物业的租赁	0.75	11.6%	1.05	16.3%	1.49	26.8%	2.92	28.9%	3.25	31.8%
商铺及配套物业的销售	3.20	49.5%	2.69	41.8%	1.37	24.5%	3.15	31.1%	5.02	49.1%
两者合计	3.96	61.1%	3.74	58.1%	2.86	51.4%	6.06	60.0%	8.27	80.8%
商品销售	2.38	36.7%	2.41	37.4%	2.27	40.7%	3.51	34.7%	1.68	16.4%
酒店服务	--	--	0.04	0.7%	0.33	6.0%	0.41	4.0%	0.20	2.0%
其它	0.14	2.2%	0.25	3.9%	0.11	2.0%	0.12	1.2%	0.07	0.7%
总计	6.47	100.0%	6.44	100.0%	5.57	100.0%	10.11	100.0%	10.23	100.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

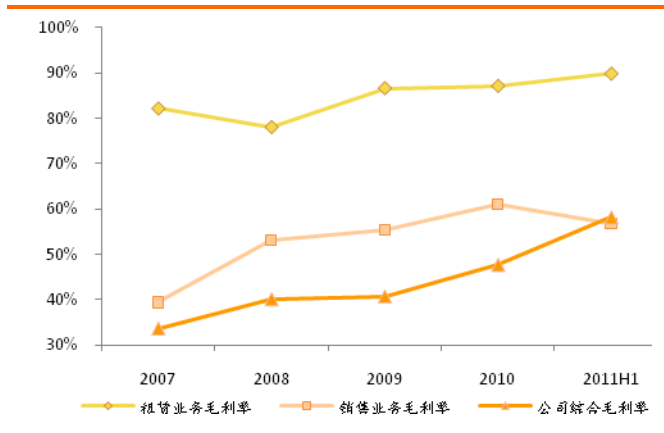
表 2 公司各业务模块的毛利构成情况

单位：亿元

各项业务	2007		2008		2009		2010		2011H1	
	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%	金额	占比%
商铺及配套物业的租赁	0.62	28.4%	0.82	31.6%	1.29	57.1%	2.54	52.7%	2.92	49.0%
商铺及配套物业的销售	1.26	58.0%	1.43	55.4%	0.76	33.4%	1.92	39.8%	2.85	47.9%
两者合计	1.88	86.4%	2.25	87.0%	2.05	90.5%	4.46	92.5%	5.77	97.0%
商品销售	0.17	7.6%	0.15	5.7%	0.10	4.2%	0.15	3.2%	0.06	1.1%
酒店服务	--	--	-0.04	-1.7%	0.04	2.0%	0.12	2.4%	0.06	1.0%
其它	0.13	5.9%	0.23	9.0%	0.07	3.3%	0.09	1.9%	0.06	1.0%
总计	2.17	100.0%	2.58	100.0%	2.26	100.0%	4.82	100.0%	5.95	100.0%

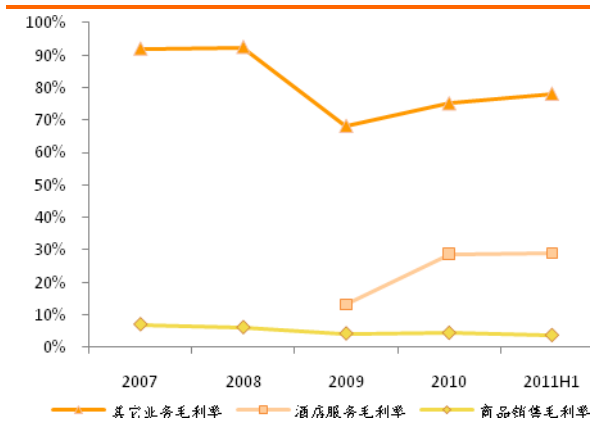
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司核心业务毛利率及综合毛利率不断走高



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司非核心业务的毛利率变化情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 1.4 股权结构：国资+管理层持股，结构合理，激励充分

公司的股权结构经过历次改制和增资扩股，目前已较为合理：

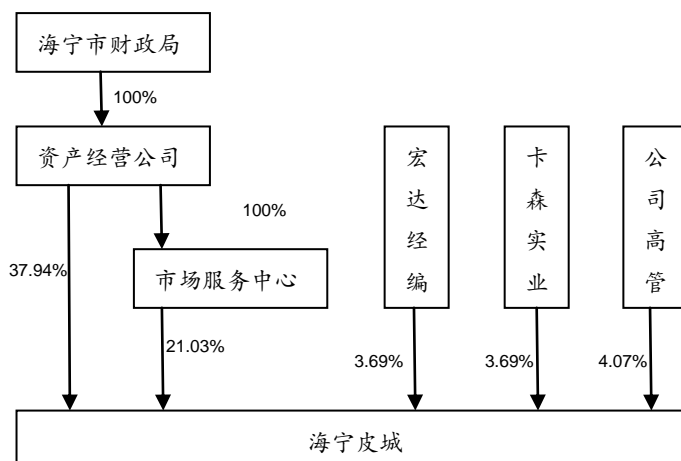
海宁市财政局下属的海宁市资产经营公司是公司的控股股东，直接持有本公司 37.94% 的股份，并通过其 100% 控制的海宁市市场开发服务中心间接持有本公司 21.03% 的股份；

另外包括董事长任有法在内的 27 名主要管理人员也合计持有公司 4.07% 的股份。

上述股权结构，一方面保障了公司的稳定和可持续发展，另一方面也对管理层进行了充分的激励，促使公司经营团队更加勤勉尽责，同时也使得管理层利益与上市公司利益保持一致。

2011 年 1 月份公司高管限售股解禁，有部分高管进行了一定量的减持，但实际调研得知，减持并不代表公司高管不看好公司，而系通过减持归还早期入股借款的缘故。

图 6 公司股权架构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、皮革行业全产业链分析：作为中游销售渠道，皮革专业市场一方面在与上游生产企业和中游其它销售渠道的博弈中处于优势地位，另一方面又能借助下游旺盛的消费需求快速成长

皮革专业市场作为为皮革制品提供营销、交易等服务的中游销售渠道，其发展与皮革产业的上下游具有很强的相关性。海宁皮城作为皮革专业市场里的龙头公司，有望凭借长期发展过程中逐渐积累起来的品牌优势、客户优势、先发优势、资金优势和管理优势，充分受益上游企业快速成长，中游渠道不断整合和下游需求愈发旺盛等多重利好，成为行业的显著受益者。

### 2.1 上游：基础雄厚，但生产企业数量多，实力弱，在与中游渠道商博弈时处于弱势地位

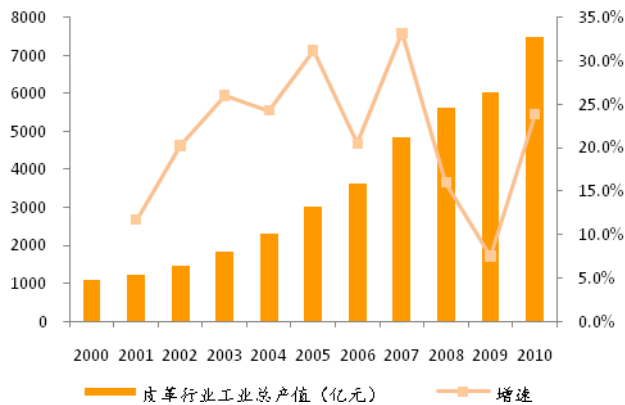
#### 2.1.1 中国皮革产业：基础雄厚，产值达七千多亿元

中国皮革产业是由制革、制鞋、皮件、皮革服装、毛皮及制品等主体行业，以及皮革化工、皮革机械、皮革五金、鞋用材料等配套行业组成的一个大行业。改革开放三十多年来，依靠在产业资源和劳动力成本等方面的比较优势，中国皮革产业发展迅速，目前已成长为世界皮革产业的加工中心。

**从工业总产值看：**2010 年中国皮革行业规模以上企业共实现工业总产值 7473 亿元，占中国轻工行业总产值的 5.4%，2000 年以来复合增速 21.2%；

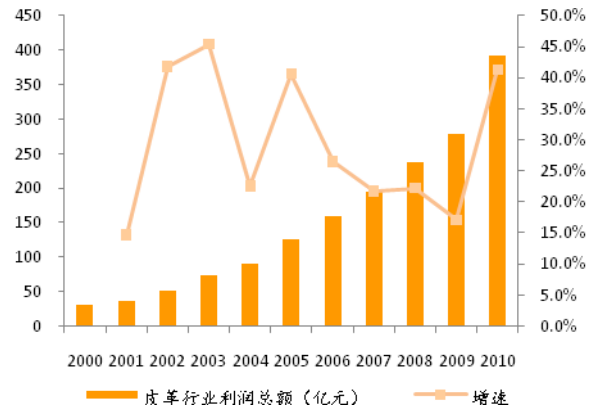
**从行业利润总额看：**2010 年全行业共实现净利润 392 亿元，占轻工行业利润总额的 5.5%，2000—2010 年年均增长 28.9%。

图 7 全行业生产总值过去十年年均增速 21.2%



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 8 全行业利润总额过去十年年均增速 28.9%



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

### 2.1.2 皮革制品：成就显著

**从产量看：**我国的制革、皮鞋、皮衣、箱包产量均居世界第一，其中 2010 年轻革产量 7.5 亿平方米(折合牛皮 2.2 亿标准张)，占世界总产量的 20% 以上，居世界第一位；皮鞋产量 41.9 亿双，占世界总产量的 50% 以上；皮衣 6549 万件，亦居世界首位。

**从产值看：**排名居前的四个产品分别是皮鞋、制革、箱包和皮衣，产值分别占行业总产值的 41.9%、17.7%、12.5% 和 7.5%；

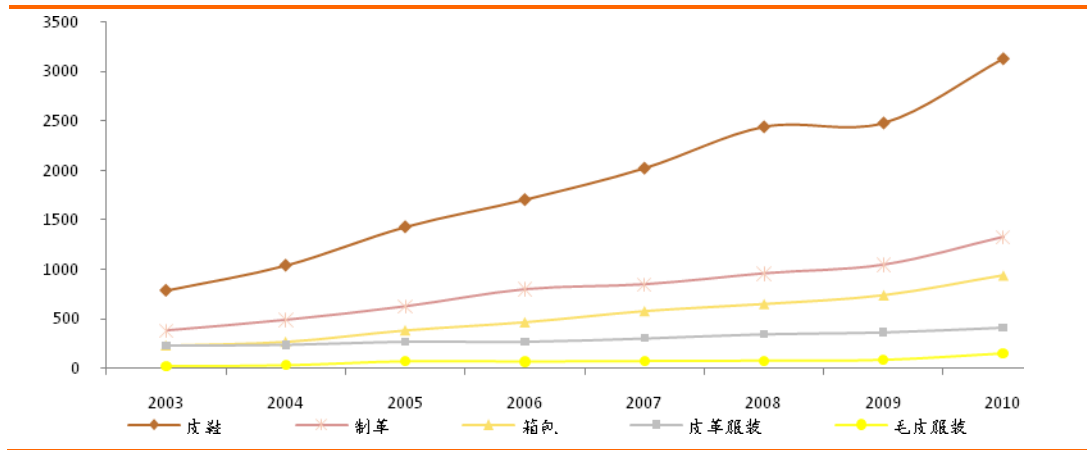
**从增速看：**毛皮服装的产值增速最快，2003 年以来产值平均增长率为 31.5%，箱包、皮鞋与制革的产值增速也均在 20% 左右，皮革服装由于受皮革产量的控制，增速较缓，为 8.9%。

表 3 2010 年皮革各主要子行业的概况

	产量	产值 (亿元)	产值在皮革行业中的占比	2003 年以来产值的年均增速
皮鞋	41.9 亿双	3,129	41.9%	21.7%
制革	2.2 亿标准张	1,325	17.7%	19.4%
皮箱、皮包	7.8 亿只	937	12.5%	21.8%
皮衣	皮革服装	414	5.5%	8.9%
	毛皮服装	150	2.0%	31.5%

资料来源：国家统计局、中国皮革业协会、中投证券研究所

图 9 皮革各主要子行业的产值变化情况



资料来源：国家统计局、中国皮革业协会、中投证券研究所

### 2.1.3 皮革制品的国内销售情况：皮衣内销金额 444 亿元，复合增速 24.2%

无论从内销金额还是从内销数量上说，我国皮衣、皮鞋、箱包等皮革制品的国内销售情况均呈上升态势。

**内销金额：**2010 年皮鞋、箱包和皮衣的内销金额分别为 1981 亿元、529 亿元和 444 亿元，2008 年以来的复合增速分别为 18.0%、36.0%和 24.2%。

**内销数量：**2010 年皮革服装与皮鞋的内销数量分别为 4395 万件和 31.8 亿双，2003 年以来复合增速分别为 14%和 22%。

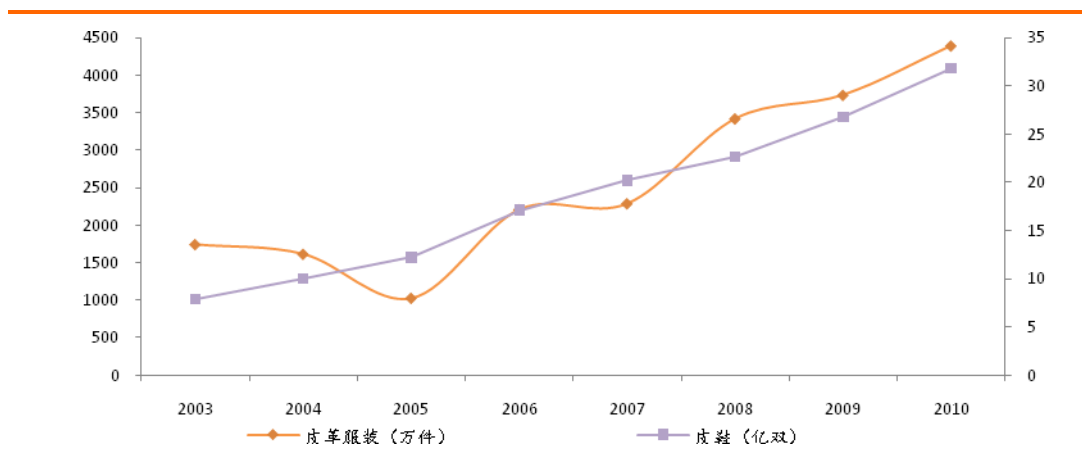
表 4 皮革各主要子行业近三年的内销金额情况

单位：亿元

	2008	2009	2010	2008 年以来产值的年均增速	
皮鞋	1,422	1,523	1,981	18.0%	
制革	782	912	1,164	22.0%	
皮箱、皮包	286	389	529	36.0%	
皮衣	皮革服装	226	267	317	18.4%
	毛皮服装	62	73	127	43.1%

资料来源：国家统计局、中国皮革业协会、中投证券研究所

图 10 皮革服装、皮鞋的国内销量情况



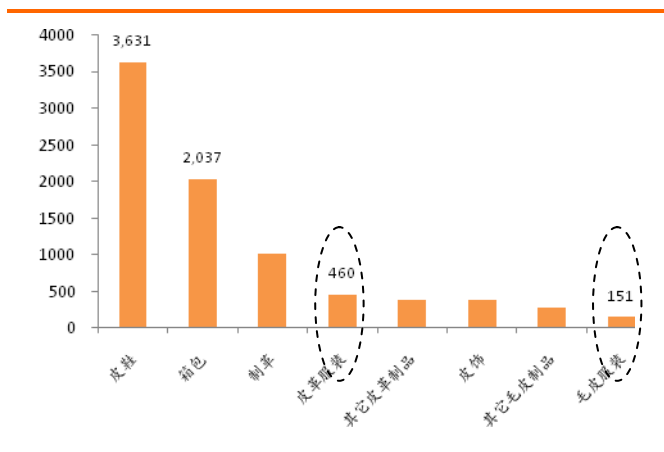
资料来源：国家统计局、中国皮革业协会、中投证券研究所

**2.1.4 皮革生产商：数目多、规模小、品牌知名度有限，决定了这些企业的发展离不开皮革专业市场这一销售渠道**

中国的皮革生产企业以中小企业为主，行业集中度较低，绝大多数企业的销售收入不足 1 亿元。2010 年末，中国共有规模以上皮革生产企业 8349 家，平均生产规模 0.9 亿元，规模较小。

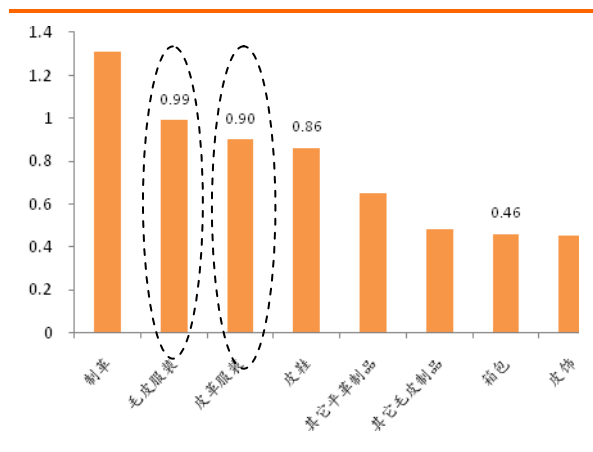
以海宁皮城主要销售的皮装行业为例，2010 年整个行业共有皮革服装制造企业 460 家，毛皮服装制造企业 151 家，它们的平均销售收入分别为 0.9 亿元和 0.99 亿元，规模均较小，且目前市场上具有一定品牌的企业仅有兽王、雪豹、蒙努等有限的几家，绝大多数企业的品牌知名度有限，这就决定了皮衣生产企业在对外扩张时，需要依靠皮革专业市场这类销售渠道。

图 11 皮革生产企业数目众多 (2010)



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 12 皮革生产企业规模普遍较小 (2010)



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

### 2.1.4 上游对海宁皮城的意义

一是中国有皮革专业市场做大做强的产业基础和市场空间，就算不考虑整个产业高达七千亿的产值，仅适合皮革专业市场销售的皮衣、皮鞋和箱包，其内销金额就将近三千亿元，而海宁皮城目前的交易额仅有 100 多亿元，这就为海宁皮城的做大做强提供了扎实的基础与广阔的空间；

二是上游生产企业数目多、规模小、品牌知名度有限的弱点，决定了它们在与中游的渠道商进行博弈时处于弱势地位，并且由于没有实力建立自己的销售渠道，其产品销售需要借助一个像海宁皮城这么大的销售平台。这也是为什么海宁皮城现阶段在进行异地扩张时，招商情况十分火爆的原因，因为对于一个生产企业来说，如果不跟着海宁皮城在异地进行扩张，很可能就意味着丧失了这一区域的市场份额，因此企业一般都会积极响应。

## 2.2 中游：皮革专业市场作为中游销售渠道，在与商场等综合市场的竞争中处于优势地位，同时自身的行业整合前景亦十分诱人

### 2.2.1 皮革专业市场 Vs 百货、商场等综合市场：在选址、招商和价格方面更具优势

专业市场是为特定类别商品提供大规模交易的场所，与综合类商品流通业态不同，专业市场以企业直营、集中经营为特征，经营的商品类别比较单一，经营场所相对固定，因此特定商品多品种、多品牌的大规模聚集是专业市场的重要特征。

**对于消费者来说：**皮革专业市场皮革产品款式多样、价格便宜、选择余地较多；

**对于生产厂家来说：**皮革专业市场环节少、销量大，既提供了“商情共享”的信息平台，又降低了商品的营销和交易成本，实现了规模效应。

因此皮革专业市场日益受到消费者和生产企业的认同，特别是对于以中小企业为主的皮衣行业来说，专业市场取代综合市场的趋势已日益明显。

表 5 皮革专业市场与百货、商场等综合市场的优劣势比较

	皮革专业市场	百货、商场等综合市场
自身特点	选址	交通便利的城市周边，进驻成本低
	盈利模式	出租商铺，收取租金
	经营方式	批零结合，销售额各占一半
	异地扩张性	强（自建或并购为主）
	辐射力	强
对于消费者	商品品质	低、中、高档皆有
	皮革产品款式	多品种、多品牌，消费者可选余地大
	产品价格	物美价廉
	硬件设施	和商场已不相上下，有的甚至超过了高档商场
对于生产	销售环节	较少，以厂家直销为主
	成本	规模效应，降低了企业的营销和交易成本
	进入门槛	低，大、中、小企业都有

海宁皮城主要销售的皮衣，其售价约是商场售价的 1/2-1/3 左右

厂家			企业
	入驻意愿	因为其专业性，皮革厂商愿意入驻	稍弱

资料来源：中投证券研究所

### 2.2.2 皮革专业市场的竞争格局：较为分散，行业整合前景诱人

截至 2010 年，全国共有皮革专业市场 85 家，分布在浙江、河北、广东、辽宁等十多个省区，其中具有一定经营规模的有浙江海宁中国皮革城、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 10 余家，其余皮革市场的规模并不是很大，这就为行业内的市场整合提供了诱人的发展空间。

图 13 中国较大的皮革专业市场分布情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 中国较大的皮革专业市场概况

皮革专业市场	开业时间	建筑面积 (万平方米)	商铺数量	经营范围
浙江海宁中国皮革城	1994	98.9	2800 余间	皮革服装、毛皮服装、箱包、皮鞋、皮具、原辅料等
广州花都狮岭皮革皮具城	2000	50	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	1993	150	摊位 1800 个	皮革服装、裘皮、箱包、毛毡
河北白沟皮革市场	1994	11.4	500 余间	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	7	1980 家皮革企业	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	1000	皮具、箱包、鞋类、皮料及配件五金辅料、包装印刷等
辽宁灯塔佟二堡皮革市场	1992	10	摊位 6,000 个，精品间 2,000 个	各类皮革、裘皮服装
崇福皮革大世界	2005	3.6	400 余间	裘皮服装、服饰及制品等

桐乡鞋业皮革城	2006	17	800 余间	鞋类、箱包、皮革制品
余姚中国裘皮城	2007	10.2	—	裘皮服装、服装

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 2.2.3 中游对海宁皮城的意义

一是海宁皮城作为一家主要经营皮衣、箱包和皮鞋的专业市场，其销售的皮革产品，特别是皮衣、箱包等中高端消费品，由于具有种类丰富、价格低廉等特点，在与百货、商场等综合市场的竞争中处于优势地位，未来有望成为皮革原有销售渠道的变革者；

二是皮革专业市场中，除了前面提到的 10 余家规模较大的市场外，其余 70 多家市场的规模均较小。海宁皮城作为行业内的龙头企业，未来有望凭借长期发展过程中逐渐积累起来的品牌优势、客户优势、先发优势、资金优势和管理优势，不断完善皮革产业综合服务体系，成为行业的最终整合者，未来市场占有率有望持续提升。

以公司 2010 年开业的辽宁佟二堡海宁皮城为例，公司除了建立自己的皮革专业市场外，还收购整合了当地原有的一个人气最旺、租金最高的皮革市场，目前公司的辽宁佟二堡海宁皮城经营情况十分良好，行业整合效果凸显。

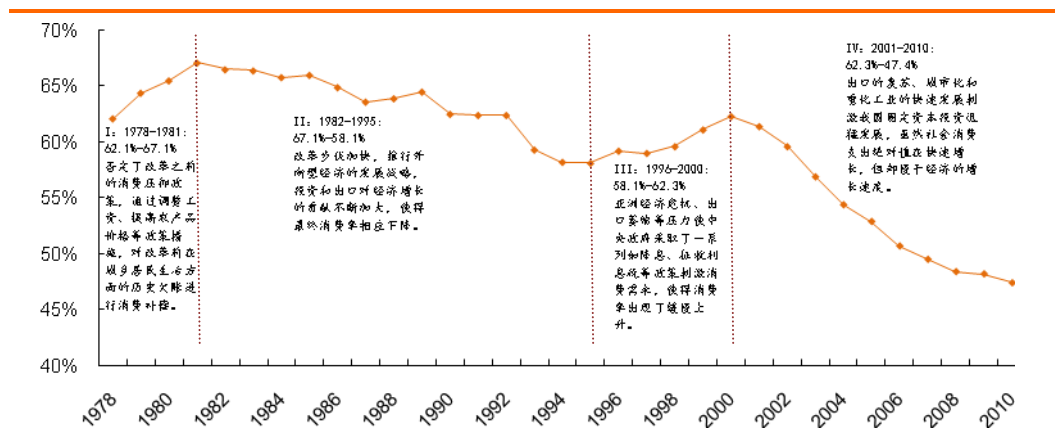
## 2.3 下游：消费升级+用途多样化+产品时尚化，皮革制品未来消费需求旺盛，专业市场将迎来快速发展

### 2.3.1 国民经济持续增长，居民消费水平提升空间巨大

2000 年以来，我国国民经济持续快速增长，2010 年国内生产总值达到 39.80 万亿元，同比增长 10.3%，已连续 9 年增长率超过 9%。社会消费品零售额也从 2000 年的 3.42 万亿元增长到 2010 年的 15.70 万亿元，复合增长率为 16.48%。

尽管国民经济持续快速增长，但目前我国居民的消费水平却大幅低于全球平均水平。根据国家信息中心最新发布的研究报告显示，2010 年我国居民的消费率仅为 47.4%，远低于世界平均 78.2% 的水平，即使考虑地区差异，我国的消费水平也低于日本、韩国、香港与新加坡的 60%—70% 水平，未来中国居民的消费能力有巨大的提升空间。

图 14 1978-2010 年中国居民消费率“两上两下”，但总体呈下降态势



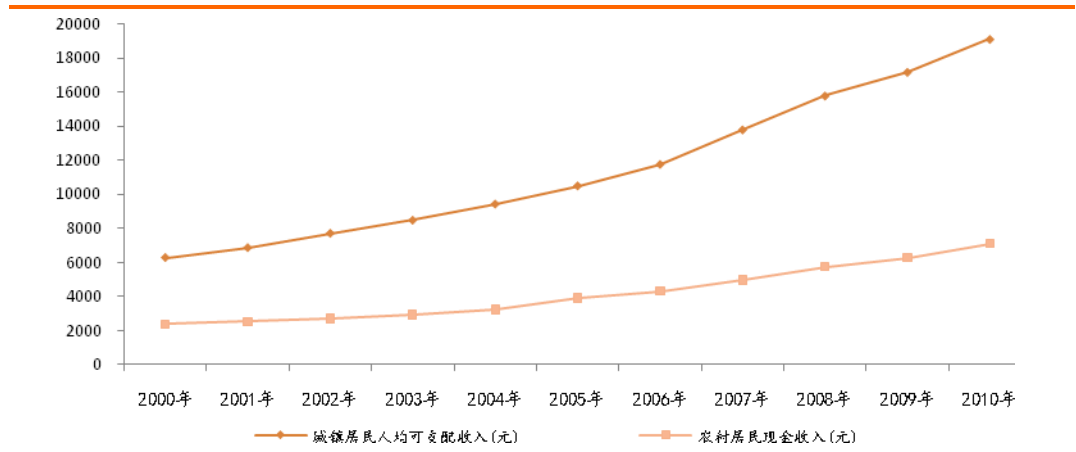
资料来源：国家信息中心、中投证券研究所

### 2.3.2 居民消费结构升级

今后 5—10 年，我国城乡将相继实现小康社会，人均 GDP 也将达到 5000—10000 美元，中产阶级将快速扩大并占主导地位，城镇人口将占到 50%—55%，社会收入结构将由“金字塔型”转变为“橄榄型”，居民消费结构将快速升级。

作为中高档商品和消费升级产品，目前我国人均皮革消费量仅为世界平均水平的 60%，随着居民消费水平的提高，皮革制品的需求将迎来大幅增长。

图 15 城乡居民收入水平呈不断上升态势



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

### 2.3.3 用途多样化+产品时尚化，未来皮革产业空间巨大

产品的不断创新以及时尚化休闲化，将极大地刺激皮革制品消费，并通过引领皮革产业结构调整和发展方式转变，促进皮革产业的发展。

#### 用途多样化——奢侈品向生活必需品逐渐转变：

90 年代以前，皮革主要用于制鞋，花色品种不多，价格也较为昂贵，当时皮革制品在老百姓当中还属于比较奢侈的商品。然而 90 年代以后，随着经济的增长和国民生活水平的提高，人们对皮革制品的需求进一步扩大，目前皮革制品已经广泛应用于制鞋、皮具、服装、家具、家居装饰、汽车等行业，渗透到了人们日常生活的方方面面。

#### 产品时尚化——流行、时尚观念日益突出

女性通常拥有各种款式、各种色彩的皮包、皮鞋以及其他皮件饰品来搭配服装，设计新颖的皮革服装及裘皮服装也同样具有较强的吸引力；男性也日益倾向于使用设计大方、质地较好、品牌知名度较高的皮鞋、皮带、票夹、皮包等各种皮革制品；皮沙发、汽车真皮座椅也越来越受到消费者的青睐。

以皮衣为例，近几年，皮衣的设计理念呈现出明显的时尚化特征，其功能由以保暖为主转为以装饰为主，皮衣的颜色、用料、款式和版型更具多样性和多变性，已成为消费者购买时的首选因素。另外作为时尚元素，皮衣广泛与皮革、丝绸、羊毛等面料相结合，轻薄时尚的皮衣产品已经突破了消费季节和地区对传统皮衣服饰的限制，消费领域和消费时间不断扩大。

图 16：皮革服装日益时尚、流行



资料来源：时尚网、中投证券研究所

### 2.3.4 下游对海宁皮城的意义

海宁皮城作为一个主要销售皮革服装、裘皮服装、箱包皮具等皮革产品的专业市场，其发展与这些皮革产品的市场需求是分不开的。

2010 年，皮革行业的整个产值达 7473 亿元，其中可用于普通大众消费的皮鞋、箱包和皮衣的产值分别为 3129 亿元、937 亿元和 564 亿元。目前，皮鞋的销售渠道已经比较成熟，主要经过商场、百货进行销售，皮革专业市场在这一细分领域暂时还难以分一杯羹，未来支撑皮革专业市场持续发展的领域依旧在皮衣、箱包这两个领域。

我们以海宁皮城最主要的销售产品——皮衣为例，随着居民生活水平的提高，人们的衣着更新周期缩短，对于衣着要求也已经从简单的实用和质量过渡到时尚、舒适和美观。

2010 年，我国皮衣（包括皮革服装和毛皮服装）的内销金额已经达到 444 亿元，2008 年以来年均增速达 24.2%，且这一数额还仅是考虑皮衣的出厂价格，如果考虑在商场等终端的实际销售价格，中国皮衣的内销金额将超过 444 亿元，估计将达到 580 亿元（通常经销商要在皮衣出厂价基础上加价 30%）。另据中国皮革协会估计，未来几年，中国的皮衣销售额将以年均 15% 的速度增长，2014 年国内皮衣市场的销售额预计将达到 1014 亿元。

公司目前的皮衣销售额有 100 多亿元，占整个皮衣市场交易额的比例约为 17%，由于目前整个皮衣的销售终端较为分散，而公司作为皮衣的价格杀手，按照目前的扩张进速度，未来 3—5 年市场占有率将进一步提升，有望达到 40%—50% 的水平。

预计到 2014 年，公司的租金收入有望达到 11.84 亿元，比 2010 年的 2.92 亿元增加 306%，年均复合增长 42%。

表 7 海宁皮城未来四年的租金收入情况

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
整个市场的皮衣销售额（亿元）	580	667	767	882	1,014
公司在皮衣领域的市场占有率	17%	25%	30%	35%	40%

中国皮衣 2008 年以来内销金额复合增长率 24.2%；

中国皮革协会估计未来几年皮衣销售额将以年均 15% 的速度增长。

公司的皮衣销售 额 (亿元)	100	166.75	230.1	308.7	405.6
公司租金收入/公 司的皮衣销售额	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%
公司的租金收入 (亿元)	2.92	4.87	6.72	9.01	11.84

资料来源：中投证券研究所

### 三、竞争优势：市场集聚+连锁复制+租售结合+管理领先

#### 先

#### 3.1 核心竞争优势是强大的皮革产品市场集聚能力

专业市场作为为特定类别商品提供大规模交易的场所，只有通过特定商品的大规模集聚，为生产者、消费者和经销商降低商品的营销和交易成本，才能实现市场的繁荣。因此特定商品多品种、多品牌的大规模聚集是专业市场繁荣的前提。

而海宁皮城相比于其它皮革专业市场，其核心竞争优势正是其强大的皮革产品市场集聚能力。目前公司已掌握了超过 2800 家优质的皮革产品商户资源，形成了涵盖“生产——营销——交易”等各个环节的完整皮革产业链。

公司之所以有人称道的皮革产品市场集聚能力，主要基于以下两个方面的原因：

**一是品牌优势。**公司经过十多年的经营与培育，目前已成为国内皮革专业市场的第一品牌；

**二是与商户共同成长。**公司成立以来，与当地企业、老板建立了良好的合作关系。海宁是中国皮革产业非常发达的城市之一，但其皮革企业除少数规模较大外，多数是以中小企业为主，这些企业自身力量有限，需要依托一个市场去生存和发展，而海宁皮城正是它们可以发展壮大的舞台，并且它们多数在随着海宁皮城发展壮大的过程中都赚到了钱，因此在海宁皮城不断开拓异地市场时，当地商户都愿意跟随其发展。

其它皮革专业市场在没有掌握足够商铺资源的基础时，是很难获得成本、规模等方面的优势的，也难以与海宁皮城进行竞争。

#### 3.2 业内率先开展皮革专业市场的连锁复制，且异地项目均较为成功

一个专业市场适不适合进行连锁复制，关键看其是否具有零售 MALL 的特性。皮革制品中的皮衣、皮鞋和箱包等都是大众消费品，是明显的适合零售的产品，且目前在海宁皮城 100 多亿元的总交易额中，批发和零售各占了 50% 的份额，此外市场里的客流量也 95% 以上都是零售客户。正是这些零售 MALL 的特性，决定了公司具有一定的连锁复制能力。

为此，公司制定了“外延式扩张”的发展战略：以海宁中国皮革城为培育基地，适时实行外延式扩张，在国内其他大中型城市举办和经营以皮革制品为主导的专业市场。

海宁皮城是中国皮革专业市场里面唯一一家实施异地连锁扩张的公司，目前已经在异地成功运作了三个项目，分别是辽宁佟二堡海宁皮城一期、江苏沐阳海宁皮城和河南新乡海宁皮城，另外辽宁佟二堡海宁皮城二期、成都海宁皮城等项目也已经进入建造施工阶段。

#### 公司异地布局的项目非常成功，商铺供不应求

公司 2010 年开业的佟二堡项目，2011 年 1-6 月客流量就达到 70 万人次，实现了当年开业当年繁荣的目标；

河南新乡海宁皮城今年 6 月份在招商选房的过程中，商铺再次呈现“一铺难求”的局面，平均商铺供求比例在 1: 3 左右，核心地段的商铺供求比普遍达到 1: 6，最后商户认租面积达到了公司可租赁面积的 97.5%，平均租赁价格也达到了 579.6 元/年；

此外公司即将于 2012 年开业的佟二堡海宁皮城二期项目在报名阶段的登记也已经超过了供给总面积。

异地项目的成功招商，充分印证了公司优秀的市场开发能力和异地连锁复制能力。

表 8：公司异地项目的招商情况

	开业时间	租赁			销售		
		可租面积 (m <sup>2</sup> )	实际招租比例	价格 (元/年)	可售面积(m <sup>2</sup> )	实际招租比例	价格 (万元/m <sup>2</sup> )
辽宁佟二堡海宁皮城一期	2010.10	83,242	93.49%	902.4	6,715	100%	3.48
河南新乡海宁皮城	2011.9	53,070	97.54%	579.6	4,185	100%	1.7

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.3 租售结合的经营模式，有利于繁荣市场和缓解异地扩张过程中的资金需求

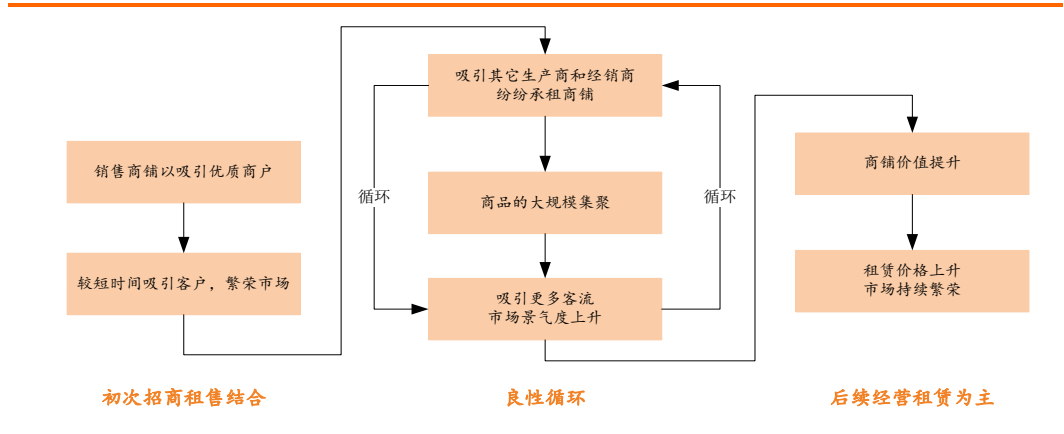
海宁皮城结合自身的发展经验，采取的是“初次招商租售结合、后续经营租赁为主”的经营模式。

该种模式一方面有利于市场经营者在初次招商时，通过向知名生产商和品牌经销（或代理）商销售商铺，提高优质商户的稳定性和对市场的忠诚度，有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，促使市场繁荣；

另一方面还有利于市场经营者在后续经营中不断提升后续服务与管理水平，从而推动专业市场持续繁荣，分享商铺租赁价格稳定上涨的经营成果。

此外，采取租售结合的经营模式，还有助于回笼资金，缓解公司在异地扩张过程中的资金需求。

图 17：海宁皮城租售结合的经营模式



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.4 管理层丰富的市场管理经验，耐心培育市场，与商户共同成长

专业市场要想获得成功，需要其管理团队具有丰富的市场管理经验，海宁皮城 90%以上中高层管理人员从事皮革专业市场经营达五年以上，对皮革产业和专业市场有着深刻而独到的理解，且公司中高层管理人员忠诚度非常高，近五年除因年龄原因正常退休之外，未出现离职情况。

此外公司管理层的经营理念是耐心培育市场，与商户共同成长。公司在把市场开发出来以后，不会把绝大多数面积销售完后一走了之，而是仅销售很少的比例，并通过将 85%以上的面积用于租赁与市场商户结成利益共同体，通过后续不断的经营管理推动市场的繁荣，以此来获得更高的租金。这也是公司不能被看作是商业地产的最重要原因。

## 四、主营业务分析：内涵提价与外延扩张并举

### 4.1 已有项目未来租金提价空间大

#### 4.1.1 公司目前正在运营的项目

公司的主营业务是商铺及配套物业的租赁与销售，目前公司已经运营的项目有 13 个，总建筑面积达 129.93 万平方米，权益租赁面积 58.41 万平方米。其中海宁本部有项目 9 个，权益租赁面积 44.19 万平方米，占公司目前全部权益租赁面积的 75.7%。

这 13 个市场及配套物业，公司将根据“后续经营以租赁为主”的经营模式，未来主要通过收取租金来获得收益。

表 9：公司目前正在运营的市场

	开业时间	权益比例	总建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	权益租赁面积 (万 m <sup>2</sup> )	租期	市场概况
老城市场	1994.11	100%	5.75	3.75	--	物业整体租赁给颐高集团，2011 年租金收入 1120 万元，以后每年递增 60 万元

一期市场	2005.10	100%	15.73	4.08	一年	主要经营皮具箱包、服装
二期	鞋业广场	2007.10	100%	6.57	一年	将2-3楼改为毛皮市场,租金水平大幅提升
	毛皮服饰	2007.10	100%	7.11	一年	1楼牛仔服装,2-3楼为毛皮服饰
	原辅料	2007.1	100%	6.26	一年	皮革原辅料交易区,租金较低
三期市场	2010.1	100%	20.48	12.29	三年	70多幢多层建筑组成,定位于高端品牌商户
四期市场	2010.11	100%	6.20	2.96	五年	以裘皮精品馆为主,招商时运用了租金+拍卖承租权的创新定价模式,所有市场租金最高
出口加工区	2006.1	100%	25.90	11.35	一年	包括东、西两个区块,拥有91套标准厂房
综合商务楼	2009.11	100%	4.93	3.52	一年	包括主楼和裙楼,为市场租户提供办公场所
海宁项目合计			98.93	44.19		
佟二堡一期	2010.9	83.73%	16.12	7.45	一年	主要经营皮衣,公司异地扩张的第一家市场
佟二堡二厅	2011.8	83.73%	2.19	1.83	一年	收购的当地皮革市场,现在改卖生活小商品
江苏沐阳市场	2006.12	70%	5.19	1.97	一年	由公司2010年6月出资收购,收购价格低
新乡海宁皮城	2011.9	51%	7.50	2.97	一年	第一个销地扩张项目,90%是海宁商户
异地项目合计			31.00	14.22		
总计			129.93	58.41		

资料来源:公司公告、中投证券研究所

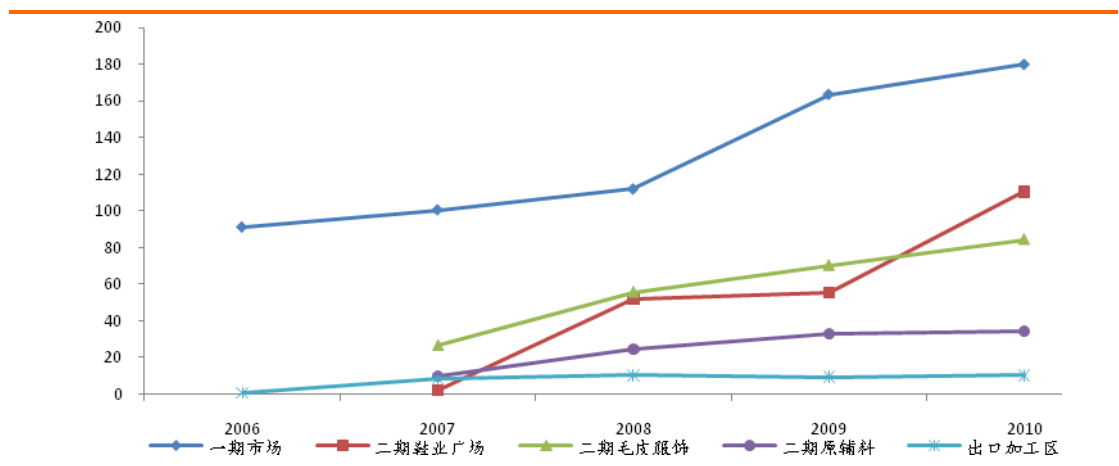
#### 4.1.2 公司租金的确定原则

公司的商铺租赁合同一般一年一签(三期、四期除外),每年的签约日期集中在3-7月份。公司在确定下一年的租金水平时,主要考虑两个指标:

- 1、商铺的经营效益;
- 2、已售商铺或转租商铺的租金水平。

其中商铺的经营效益在公司租金定价中居主导地位,转租价格仅作为参考。根据调研得知,商铺每年的租金水平约为商铺该年营业利润的1/3左右,且近几年已售商铺或转租商铺的租金水平增长幅度远大于海宁皮城租金的提价幅度,目前海宁皮城的租金水平约为转租价格的60%-70%,未来仍有较强的提租空间。

图 18: 海宁皮城一、二期市场的租金变化情况 单位:元/平方米/月



资料来源:公司公告、中投证券研究所

#### 4.1.3 公司已有项目 2011-2012 年的租金提升情况

从目前公司各品种的租金水平看，裘皮服装>皮革服装>箱包、皮具及皮鞋>原辅料，且由于原有租户的经营情况持续向好，市场的租金水平不断走高。根据公司公告及调研得知：

1、一期项目因今年将四楼近半层的餐饮区域改造成皮革服装商铺，因此平均租金水平比 2010 年大约增长 30%；

2、二期项目鞋业广场因为将 2-4 楼改为皮装市场，因此租金水平也有 30% 以上的涨幅，目前租金水平与二期毛皮服饰市场接近。

3、三期项目因为初始时定价不高，加之已租商铺经营效益良好，因此今年亦提租 30%；

4、四期项目因 2010 年招商时租金水平较高，达 603.18 元/平米/月，是现有市场中皮衣租赁价格的 2 倍以上。公司对这个租金水平比较满意，因此四期项目的租约为五年；

5、佟二堡项目一期，由于开业第一年在租金方面给予了五折的折让，加上 2010-2011 年的佟二堡租户的皮衣销售情况十分良好，因此公司在第二年签约时将租金调回到正常状态，并提租 10% 左右。

6、其余市场和出口加工区等项目也有将近 6%-10% 的小幅增长。

表 10：公司已有项目的未来租金变化水平

单位：元/平米/月

	租期	2010	2011E	2012E	2013E	
<b>海宁项目：</b>						
	老城市场	--	11.12	24.90	26.24	27.57
	一期市场	一年	179.91	245.00	269.50	296.45
二期	鞋业广场	一年	110.36	154.50	169.95	186.95
	毛皮服饰	一年	84.42	140.00	154.00	169.40
	原辅料	一年	34.18	36.23	38.40	40.71
	三期市场	三年	16.67	21.67	23.84	26.22
	四期市场	五年	603.18	603.18	603.18	603.18
	出口加工区	一年	10.30	11.33	12.46	13.71
	综合商务楼	三年	24.50	26.95	29.65	32.61
<b>异地项目：</b>						
	佟二堡一期	一年	83.33	165.44	181.98	200.18
	佟二堡二斤	一年	--	15.00	16.50	18.15
	江苏沭阳市场	一年	45.00	50.00	55.00	60.50
	新乡海宁皮城	一年	--	48.30	83.33	91.67

注：公司商铺当年的租金一般从当年 7 月份开始算起，至下一年 6 月末止。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 4.1.4 已有项目未来三年的预计租金收入

表 11: 公司已有项目的租金未来预计收入情况 单位: 万元

	2011E	2012E	2013E	
老城市场	1,120.0	1,180.0	1,240.0	
一期市场	10,391.3	12,582.3	13,840.5	
二期	鞋业广场	2,811.7	3,444.3	3,788.7
	毛皮服饰	3,640.5	4,769.2	5,246.1
	原辅料	745.8	790.6	838.0
三期市场	3,195.6	3,515.2	3,866.7	
四期市场	20,291.2	20,291.2	20,291.2	
出口加工区	1,621.0	1,783.0	1,961.4	
综合商务楼	1,085.1	1,193.6	1,313.0	
<b>海宁项目</b>	<b>44,902.2</b>	<b>49,549.4</b>	<b>52,385.6</b>	
佟二堡一期	13,646.9	18,561.2	20,417.3	
佟二堡二厅	137.3	362.3	398.6	
江苏沐阳市场	1,606.6	1,775.7	1,953.3	
新乡海宁皮城	1,538.0	4,605.7	6,123.1	
<b>异地项目</b>	<b>16,928.8</b>	<b>25,305.0</b>	<b>28,892.3</b>	
<b>合计</b>	<b>61,831.0</b>	<b>74,854.4</b>	<b>81,277.9</b>	

资料来源: 中投证券研究所

#### 4.2 在建项目 2012 年集中开业, 未来两年将显著厚增业绩

##### 4.2.1 公司在建项目

除了内涵式发展以促进公司租赁业务的持续增长, 公司还制定了外延式扩张的发展战略, 即在国内其他大中型城市举办和经营以皮革制品为主导的专业市场, 享受其所带来的新增销售收入、租赁收入和其他收入, 为公司提供新的利润增长点。

目前公司正在建设的项目主要有 7 个, 总建筑面积 86.15 万平米, 其中计划出售的建筑面积有 28.12 万平米, 计划出租的建筑面积有 58.02 万平米。这些项目 2012 年集中开业, 将保证公司 2012—2013 年的业绩持续快速增长。

表 12: 公司在建项目概况

	预计开业时间	权益比例	总建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	用于租赁的建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	用于销售的建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	市场概况	
四期商务楼	2012.4	100%	5.8	2.32	3.48	项目已经封顶, 即将进行内部装修	
海宁皮城五期	2012.9	100%	13.15	11.18	1.97	皮革品牌生活馆项目, 建成后将增加海宁本部商场式市场经营面积近 50%	
佟二堡二	原辅料	2011.10	83.73%	2.97	0.81	2.16	租售结合、可租可买的招商形式, 售价 5609 元/m <sup>2</sup> , 第一年租金 333 元/m <sup>2</sup>
	裘皮	2012.9	83.73%	10.23	9.71	0.51	计划售价 12000 元/m <sup>2</sup> , 租赁每年 1100

期							元/m <sup>2</sup>
沐阳皮革工业园	2012	70%	10	5	5		皮革制品加工厂, 1: 1 租售, 租金低
斜桥加工区	2012	100%	24	12	12		皮革生产厂房, 拟 1: 1 进行租售
成都海宁皮城	2012.9	100%	20	17	3		目前项目用地拆迁工作进展顺利
总计			86.15	58.02	28.12		

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

#### 4.2.2 在建项目未来三年的租金变化水平

在建项目的租金水平参照公司相关公告、类似市场租金水平和公司调研确定。

表 13: 在建项目的未来租金变化水平

单位: 元/平米/月

		2011E	2012E	2013E
四期商务楼			24.50	26.95
海宁皮城五期			73.80	95.94
佟二堡二期	原辅料	27.67	30.44	33.48
	裘皮		91.67	119.17
沐阳皮革工业园			6.00	6.60
斜桥加工区			10.00	11.00
成都海宁皮城			57.96	81.14

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

#### 4.2.3 在建项目未来三年的租赁及销售收入

公司的外延扩张项目, 在未来除了给公司带来稳定持续的租金收入外, 还将带来商铺的销售收入。

如根据公司公告, 海宁皮城五期项目公司计划将 15% 的建筑面积用于出售, 预计售价 8500 元/平米, 预计销售收入 8372 万元, 2012、2013 年有望进行结算; 再比如公司的佟二堡二期项目, 计划总建筑面积 13 万平米, 其中约有 2.5 万平米进行销售, 预计总销售收入为 1.82 亿元, 将在 2012—2013 年结算完毕。

异地扩张项目由于存在工程进度不确定、租售比例不确定、销售面积及价格不确定等因素, 在计算总体销售收入时具有一定的不确定性, 我们主要是根据公司公告及相关调研给出尽可能准确的估计值, 以供参考。

表 14 在建项目 2011—2013 年的预计租金及销售收入

		预计租金收入 (万元)			预计销售收入 (万元)		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
四期商务楼		-	281	550	-	7,830	7,830
海宁皮城五期		-	1,114	5,693	-	4,186	4,186
佟二堡二期	原辅料	61	268	311	-	12,115	-
	裘皮	-	1,602	6,142	-	2,400	3,720
沐阳皮革工业园		-	135	378	-	2,250	2,250
斜桥加工区		-	540	1,512	-	6,900	11,500

成都海宁皮革城	-	1,774	7,094	-	12,750	12,750
合计	61	5,714	21,680	-	48,431	42,236

资料来源：公司公告、公司调研、中投证券研究所

### 4.3 未来异地扩张项目空间广阔，将支持 2013 年以后业绩的持续快速增长

#### 4.3.1 公司未来异地扩张项目空间广阔

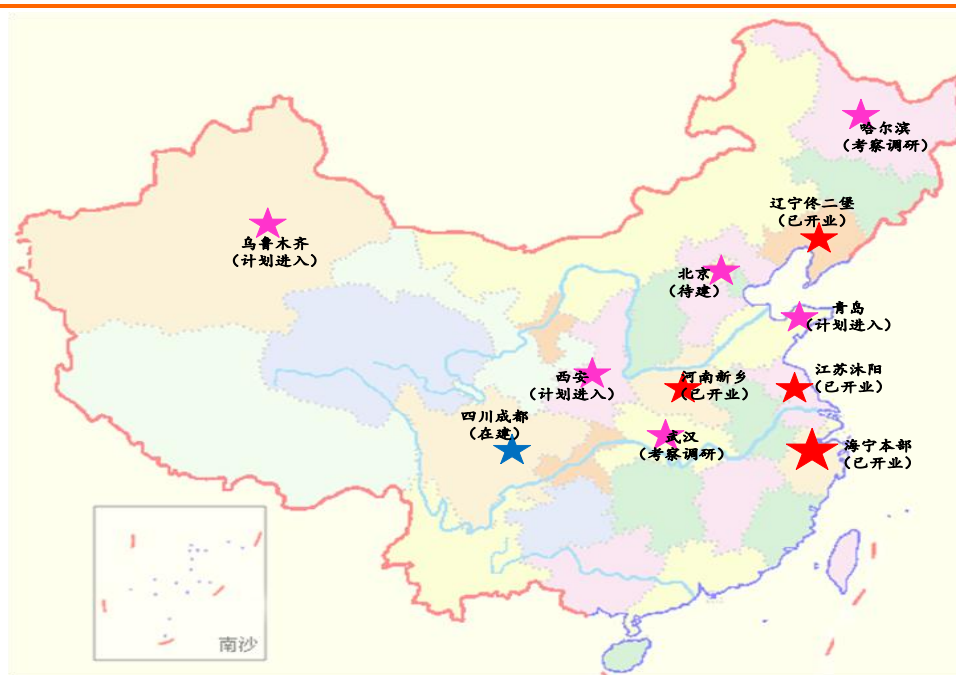
除了目前正在建的项目外，公司还计划进军北京、武汉、哈尔滨、青岛、西安和乌鲁木齐等地，其中公司北京项目已进展到拿地阶段，预计将于 2013 年 9 月份正式开业；武汉、哈尔滨等地公司也正在进行市场考察与调研，预计将于 2013 年以后开工建设。

这些项目将是公司 2013 年—2018 年业绩持续快速增长的重要推动力，在大区域布局完成后，公司下一步预计将进行省会城市布局，未来公司的异地扩张空间十分广阔。

异地扩张路线：

区域布局 ---> 省会城市布局

图 19：公司未来异地扩张项目空间广阔



资料来源：中投证券研究所

#### 4.3.2 公司异地扩张中的资金需求将主要通过两种途径解决

一是公司的自有资金。包括留存收益、新建项目出售部分的回笼资金、商铺租户预先缴纳的下一年租金等，目前公司共拥有货币资金 16.59 亿元，几乎没有银行借款，资金十分充沛；

二是异地项目滚动开发，实际使用资金约为项目计划投资额的 20% 左右。

当上述途径仍不能满足异地扩张的资金需求时，公司才会考虑银行借款，目前公司被银行评为“AA+”级企业，具有较强的银行贷款融资能力。

### 4.3.3 北京项目所可能给公司带来的租赁及销售收入

北京项目预计建筑面积较大，将对公司 2013 年及以后的业绩产生重要影响，但是由于该项目尚未有具体建设规划，此处我们依据调研情况给予情景分析，具体情况以上市公司公告为准。

表 15 公司北京项目的情景分析

	建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	租赁面积 (万 m <sup>2</sup> )	租赁单价 (元/m <sup>2</sup> /月)	销售面积 (万 m <sup>2</sup> )	销售价格 (元)
乐观	70	29.75	110	5.25	28,000
中性	55	23.375	80	4.125	23,000
悲观	35	14.875	50	2.625	15,000

资料来源：公司调研、中投证券研究所

表 16 公司北京项目 2013 年—2015 年所带来的租赁及销售收入

	租赁收入 (万元)			销售收入 (万元)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
乐观	9818	45,161	53,604	73,500	73,500	—
中性	5610	24,684	28,274	47,437.5	47,437.5	—
悲观	2231	9,371	10,308	19,687.5	19,687.5	—

资料来源：中投证券研究所

## 五、其它业务分析：稳步增长，势头良好

### 5.1 商品销售业务

该业务主要是指公司的进出口业务，其收入的 99% 来源于出口，公司出口的主要是纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品，旨在为市场商户提供进出口配套服务。

2006 年以来，公司商品销售业务运行情况良好，2006—2010 年的 CAGR 为 13.73%。该业务毛利率较低，近三年平均为 4.12%。

表 17 公司商品销售业务

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	2006—2010 年 CAGR
收入 (万元)	20981	23,772	24,061	22,666	35,102	16,816	
同比增速	—	13.30%	1.21%	-5.80%	54.87%	24.42%	13.73%
毛利率	6.77%	6.99%	6.12%	4.23%	4.39%	3.74%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 5.2 酒店服务业务

公司目前已经建成并营业的酒店有 1 个，为皮革城大酒店，该酒店按五星级标准建造，集住宿、餐饮、休闲娱乐、商务洽谈为一体，是海宁市的标志性建筑之一。酒店于 2008 年 11 月试营业，目前共有客房 310 间，2010 年海宁皮

城的客流量达到 455 万人次，充足的客源保证了酒店的入住率，目前皮革城大酒店的入住率在 50%左右，未来随着客流量的不断增多，后续仍有一定的上升空间。

此外公司还有 3 个规划待建的酒店，分别为佟二堡项目配套酒店、海宁五期配套酒店和成都项目配套酒店，预计这 3 个酒店建成后，将给公司的酒店服务收入带来积极影响。

表 18 公司酒店服务业务

	2007	2008	2009	2010	2011H1
客流量 (万人次)	300	380	412	455	169
收入 (万元)		434	3,321	4,077	2,026
同比增速			—	22.76%	9.46%
毛利率			13.32%	28.76%	29.08%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 5.3 其他业务

该业务主要指公司的物业管理、电子商务业务。公司通过旗下的经营管理公司市场提供保洁、保安、维修等物业管理服务，并收取物业管理费；网络公司则主要从事皮革电子商务开发、皮革城商品的网上在线销售和皮革产业信息发布，市场商户可通过该网站展示并销售自己的商品，网络公司则收取网上交易金额的 2%作为服务收入。

2007 年公司其他业务收入大幅上涨，主要系公司代收代理宣传费所致，2009 年起公司不再收取代理宣传费，因此收入有一定幅度的减少。预计未来随着新乡、五期及佟二堡二期项目的开业，公司其他业务收入将持续快速增长。

表 19 公司其他业务

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1	2006—2010 年 CAGR
收入 (万元)	326	1,400	2,522	1,094	1,234	746	
同比增速		329.91%	80.20%	-56.63%	12.83%	56.02%	39.53%
毛利率	57.48%	91.95%	92.43%	68.17%	75.09%	78.14%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 5.4 房地产业务

皮都东方艺墅为公司自成立以来唯一的住宅开发项目，项目位于海宁市碧云路西侧、长园新村点东侧，占地面积 111,929 平方米，规划总建筑面积约 120,230.00 平方米，预计总投资 5.4 亿元。项目定位为 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，规划建设 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。

该项目于今年进入结算期，计划在 2011—2013 年结算完毕，项目预计总销售收入 13 亿元左右，公司今年上半年已经结算了约 2 亿元销售收入，预计全年结算 4 亿元左右。

公司将该业务看作配套物业，因此销售收入计入财务报表中的商铺及配套物业的销售中。

## 六、盈利预测及投资建议：目标价 41.00 元，强烈推荐

### 6.1 盈利预测

#### 主要假设：

1、新乡市场、佟二堡二期原辅料市场于 2012 年开始确认销售收入并在该年确认完毕；

2、四期商务楼、五期市场、佟二堡二期裘皮市场、沐阳皮革工业园、斜桥加工区、成都市场于 2012 年开始营业，商铺销售收入自 2012 年开始确认，经营面积及租金水平参照公司相关公告、类似市场租金水平和公司调研确定；

3、主要市场租金水平 2011 年以后每年增长 10%左右；

4、该预测以目前已经公告的项目为基础，其中北京项目按中性场景进行计算，未考虑公司目前正在考察调研的武汉、哈尔滨项目所带来的 2013 年可能盈利超预期增长。

表 20 各项业务收入预测表

单位：万元

各项业务	指标	2010	2011E	2012E	2013E
商铺及配套物 业的租赁	营业收入	29,174	61,892	80,568	108,568
	增速		112.2%	30.2%	34.8%
	毛利率	87.1%	90.3%	90.7%	91.1%
商铺及配套物 业的销售	营业收入	31,466	72,600	100,531	134,674
	增速		130.7%	38.5%	34.0%
	毛利率	61.0%	58.6%	59.4%	60.2%
两者合计	营业收入	60,639	134,492	181,099	243,241
	增速		121.8%	34.7%	34.3%
	毛利率	73.6%	73.2%	73.3%	74.0%
商品销售	营业收入	35,102	39,922	45,403	51,637
	增速		13.8%	13.8%	13.8%
	毛利率	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
酒店服务	营业收入	4,077	4,689	5,392	6,201
	增速		15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	28.8%	29.1%	29.4%	29.7%
其它	营业收入	1,234	1,604	2,086	2,711
	增速		30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	75.1%	78.1%	78.1%	78.1%
总收入	营业收入	101,053	180,707	233,980	303,790
	增速		78.8%	29.5%	29.8%
	毛利率	47.7%	56.9%	59.0%	61.3%

数据来源：公司公告，中投证券研究所

**结论：**

基于以上假设，我们预计公司 2011—2013 年营业收入分别为 18.07 亿元、23.40 亿元、30.38 亿元，以 2010 年为基期，年均复合增长率达 43.88%。

预计 2011—2013 年归属母公司的净利润分别为 5.60 亿元、7.60 亿元和 10.64 亿元，同比分别增长 123%、36%和 40%；EPS 分别为 1.00 元、1.36 元和 1.90 元，对应的动态 PE 分别为 27.00 倍、19.89 倍和 14.21 倍。

表 21 重要财务指标预测值

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	10.20	18.07	23.40	30.38
同比增速	82%	77%	29%	30%
归属母公司的净利润 (亿元)	2.51	5.60	7.60	10.64
EPS (元)	0.45	1.00	1.36	1.90
同比增速	158%	123%	36%	40%
动态 P/E	60.27	27.00	19.89	14.21

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**6.2 估值分析**

**6.2.1 分部估值**

我们将公司的 EPS 按业务类别进行分拆，可以发现以 2010 年业绩为基期，出租业务未来三年的复合增长率为 58.7%，出售业务未来三年的复合增长率为 62.8%，全部业务的 EPS 复合增长率为 61.8%。

基于公司未来三年业绩的高速成长，我们以  $PEG=0.7-0.8$  对出租业务与出售业务进行估值，得出公司合理价值区间为 41—46 元。

表 22 公司 2011—2013 年商铺出租与出售业务的 EPS

	2010	2011E	2012E	2013E	2010—2013 年 CAGR
出租业务 EPS (元)	0.26	0.59	0.76	1.04	58.7%
出售业务 EPS (元)	0.17	0.38	0.52	0.72	62.8%
全部业务 EPS (元)	0.45	1.00	1.36	1.90	61.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**6.2.2 RNAV 估值**

由于公司拥有较多的物业，我们还可以考虑用资产重估法对公司进行估值，在测算的过程中，我们尽可能用保守的方法，如面积用公司现在拥有的权益可租赁面积（非建筑面积），售价中已有项目用历史售价，未来项目用公司公告中的预计售价。

在以上假设前提下，测算出公司每股 NAV 为 29.25 元，相对 8 月 23 日的股价还有 8.3%的空间。

RNAV 法估值较为保守，代表投资的安全边际

表 23 公司所有项目的资产重估值

	拥有的权益可租赁 面积 (万平米)	售价 (元/平米)	资产重估值 (亿元)
老城市场	3.75	13,000	4.88
一期市场	4.08	10,000	4.08
二期	鞋业广场	11,156	1.97
	毛皮服饰	9,000	2.43
	原辅料	5,000	0.89
三期市场	12.29	7,000	8.60
四期市场	2.96	20,000	5.92
出口加工区	11.35	2,500	2.84
综合商务楼	3.52	6,000	2.11
佟二堡一期	6.24	34,800	21.71
佟二堡二厅	1.53	15,000	2.30
江苏沐阳市场	1.38	2,256	0.31
新乡海宁皮城	1.51	17,000	2.57
四期商务楼	5.80	4,500	2.61
海宁皮城五期	13.15	8,500	11.18
佟二堡	原辅料市场	5,609	1.39
二期	裘皮市场	12,000	10.28
沐阳皮革工业园	7.00	900	0.63
斜桥加工区	24.00	2,300	5.52
成都海宁皮城	20.00	20,000	40.00
酒店	皮革城大酒店	6,000	2.35
	佟二堡酒店	5,000	0.67
房地产	东方艺墅	10,000	12.02
<b>全部项目合计</b>	<b>153.14</b>	<b>--</b>	<b>147.27</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 24 公司的 RNAV 值

所有项目的资产重估值 (亿元)	147.27
减：净负债 (亿元)	-16.55
海宁皮城的资产重估值 (亿元)	163.82
总股本 (亿股)	5.6
2011E 每股 NAV 值 (元)	29.25
相对于 8 月 23 日价格 (27.00) 溢价	8.3%

资料来源：中投证券研究所

### 6.3 投资建议

考虑到皮革产业巨大的市场空间和公司积极的外延扩张计划，公司未来三年业绩高速增长确定性较高，综合前面采用分部估值法得到的公司合理股价区

间 41-46 元和用 RNAV 法得到的公司股价安全边际 29.25 元，我们给予公司 6—12 个月内的目标价 41 元，首次给予“强烈推荐”评级。

#### 6.4 风险提示

- 1、异地扩张过程中的市场开发风险；
- 2、市场景气度下滑，导致商铺及配套物业租金下降的风险；
- 3、公司快速发展带来的管理风险。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2709	4286	5625	8210	<b>营业收入</b>	1020	1807	2340	3038
现金	1795	2948	3809	5818	营业成本	529	779	960	1176
应收账款	64	97	131	171	营业税金及附加	116	206	267	346
其它应收款	28	45	76	85	营业费用	66	87	133	161
预付账款	24	22	29	41	管理费用	45	69	94	122
存货	794	1172	1577	2092	财务费用	-14	-98	-140	-199
其他	4	3	3	3	资产减值损失	3	4	4	4
<b>非流动资产</b>	1622	1637	2207	1911	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	273	281	288	294	<b>营业利润</b>	285	761	1022	1428
无形资产	17	17	16	16	营业外收入	43	19	22	25
其他	1332	1340	1902	1601	营业外支出	1	1	0	0
<b>资产总计</b>	4331	5923	7831	10121	<b>利润总额</b>	327	778	1044	1453
<b>流动负债</b>	2352	3494	4607	5791	所得税	76	188	249	348
短期借款	4	0	0	0	<b>净利润</b>	251	590	795	1105
应付账款	254	350	447	544	少数股东损益	0	30	35	41
其他	2094	3143	4160	5247	<b>归属母公司净利润</b>	251	560	760	1064
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	324	678	899	1247
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	1.00	1.36	1.90
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	2352	3494	4607	5791	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	23	53	87	129	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	280	560	560	560	<b>成长能力</b>				
资本公积	1280	1000	1000	1000	营业收入	82.2%	77.2%	29.5%	29.8%
留存收益	397	817	1577	2641	营业利润	159.0	166.7%	34.4%	39.8%
归属母公司股东权益	1957	2377	3137	4201	归属于母公司净利润	157.7	123.2%	35.7%	40.0%
<b>负债和股东权益</b>	4331	5923	7831	10121	<b>获利能力</b>				
					毛利率	48.1%	56.9%	59.0%	61.3%
					净利率	24.6%	31.0%	32.5%	35.0%
					ROE	12.8%	23.6%	24.2%	25.3%
					ROIC	-18.6%	-27.4%	-27.3%	-30.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	54.3%	59.0%	58.8%	57.2%
					净负债比率	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.15	1.23	1.22	1.42
					速动比率	0.81	0.89	0.88	1.06
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.33	0.35	0.34	0.34
					应收账款周转率	22	22	21	20
					应付账款周转率	2.56	2.58	2.41	2.37
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	1.00	1.36	1.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	2.14	2.36	2.76
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.24	5.60	7.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	60.27	27.00	19.89	14.21
					P/B	7.73	6.36	4.82	3.60
					EV/EBITDA	37	18	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

樊俊豪，中投证券商贸行业分析师，中山大学经济学硕士，1 年基金行业从业经验，2010—2011 年任职于广发基金金融工程部，2011 年 7 月加入中投证券。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434