

皮革连锁专业市场的领跑者

海宁皮城

002344

海宁皮革城是全国最大的皮革专业市场之一。2002年，海宁已是中国最大的皮革服装生产基地、集散中心和行业信息发布中心。2007年海宁的皮革产业为“中国百佳产业集群”。产品交易额位居全国皮革专业市场第二。目前，公司已建市场的可租售面积超过45万平米。

商铺的租金上涨和皮革产业市场的不断细分化带来了内涵式增长。消费者需求的增长、公司准确的定位和在皮革产业的细分能力，推动公司内涵式增长明显：海宁皮革城的租金稳步上涨，如1期市场09年的租金较06年增长了79%；市场规模逐步扩大，如海宁本地市场已扩至5期。租赁业务的毛利率不断上升和租赁收入占总收入比重的不断提升都使得公司的盈利能力增强。我们预期未来几年公司的租金将保持稳步增长。

几大核心竞争力助公司异地外扩成功，证明了皮革专业市场的连锁特性和可复制性。公司聚集的大量优质皮革品牌供应商资源是公司后续连锁扩张的有力保证。准确的市场定位和产品价格优势减少了异地扩张的运营风险。零售占比达到50%、95%的客流量来自与零售客户，使得公司的皮革市场具备了商业零售连锁的前提。佟二堡皮革市场是公司第一家成功异地扩张的市场，新乡和成都的海宁皮革城也将陆续开业。

盈利预测：我们预测公司2011/2012/2013年收入为168999万元、208743万元、267536万元，分别增长65.7%、23.5%和28.2%。2011/2012/2013年归属于母公司的净利润为49465万元、67297万元、92774万元，分别增长97.2%、36%和37.9%，每股收益0.88元、1.2元、1.66元。给予2012年公司的商铺租赁30倍PE，商铺销售20倍PE，公司的合理估值33.6元，给予“买入”评级。

风险因素：市场租金下调的风险；市场扩张和建设的风险；市场需求波动的风险。

	2010年	2011年E	2012年E	2013年E
营业收入(万元)	101987	168999	208743	267536
营业收入同比(%)	82.2%	65.7%	23.5%	28.2%
净利润(万元)	25088	49465	67297	92774
净利润同比(%)	157.7%	97.2%	36.0%	37.9%

首次

买入

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630511010020

联系信息：

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

日期

分析：2011年8月31日

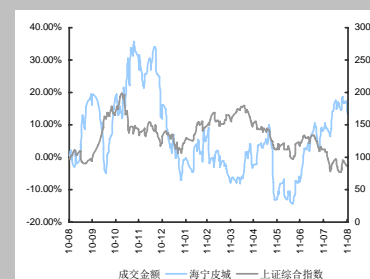
调研：2011年8月26日

价格

当前市价：26.79元

半年目标：33.6元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012 E	2013E
EPS	0.45	0.88	1.20	1.66
PE	61.3	30.3	22.3	16.2

注：EPS为最新股本摊薄后数据

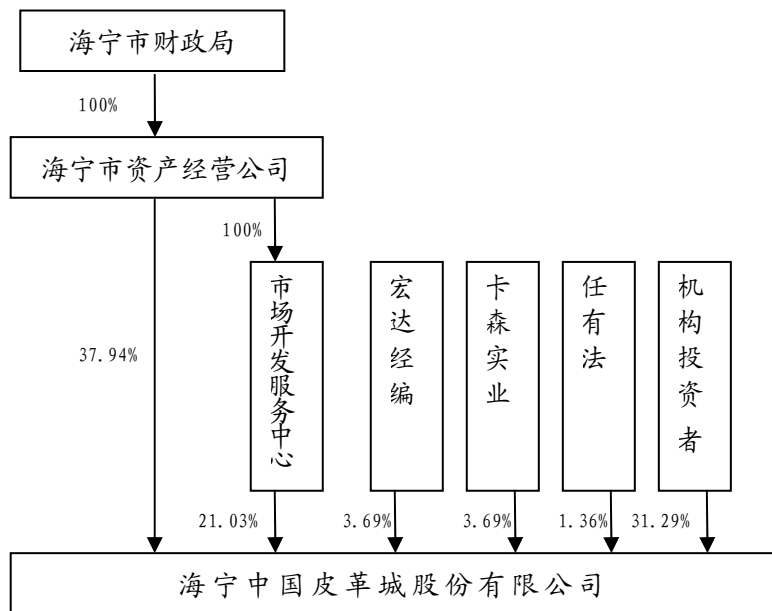
一、公司概况

公司的前身海宁浙江皮革服装城投资开发有限公司于 1999 年在工商核准登记。2006 年实施增资扩股，引进战略投资者和公司管理层入股。2007 年名称变革为海宁中国皮革城有限责任公司。

公司的主营业务为皮革专业市场的开发、租赁和服务，即为“海宁中国皮革城”的商铺及配套物业的租赁、销售。公司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，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、物业管理等服务。

2002 年，海宁已是中国最大的皮革服装生产基地、集散中心和行业信息发布中心。2005 年海宁的皮革、裘皮服装产量、皮革交易量和皮革服装外贸出口供货值均为全国第一。海宁的皮革产业为“中国最佳产业集群”，在此背景下，海宁皮革城是全国最大的皮革专业市场之一，产品交易额位居全国皮革专业市场第二。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司 2011 年中报、东海证券研究所

表 1 中国主要皮革专业市场

专业市场	经营品种	面积 (平方米)	商铺数量 (家)	市场地位描述
海宁中国皮革城	各类皮革制品，经营品种最齐全	45.3 万	2000 多	全国交易额第二
广州花都狮岭皮革皮具城	皮革五金、原材料、皮具成品、皮革五金机械设备	50 万	2700 多	全国交易额第一
河北辛集皮革商业城	“前店后厂”集加工、贸易于一体	150 万	1800 多摊位, 828 家企业	
河北大营国际皮革交易中心	裘皮服装及各种裘制品	7 万	1980 多皮革企业	
辽宁灯塔佟二堡皮革市场	各类皮革、裘皮服装	10 万	摊位 6000, 精品间 2000	

中国桐乡鞋业皮革城	鞋、箱包、皮革制品	17万	800多	
-----------	-----------	-----	------	--

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

目前，公司在经营的海宁皮革城的市场物业包括：一期、二期、三期市场、四期市场（裘皮市场建好，商务楼在建）、佟二堡一期，新乡海宁（今年7月份开业）；在建的市场包括五期市场、佟二堡二期、成都海宁皮革城。已建好的配套物业包括：皮革城大酒店、出口加工区、综合商务楼、淘皮娱乐公司。在建或未建的配套物业包括：斜桥皮革加工区、4期的两幢商务楼、5期的两幢商务公寓及一幢商务中心、沭阳皮革工业园。公司还有住宅东方艺墅项目。

表 2 公司已建市场物业项目情况

已建市场	开业时间	经营内容	市场功能	竣工面积 (平方米)	可租赁面积 (平方米)	销售面积 (平方米)
一期市场	2005.10	一层经营箱包等皮革制品，二至三层经营皮革、裘皮服装，四层经营餐饮、仓储等	客流量最多影响力最大。提升市场知名度、稳定客流起决定作用。	157288	40758	42323
二期市场	2007	皮革原辅料、鞋业、毛皮服饰、牛仔制品	完善皮革产业链，非皮革制品的尝试降低市场经营集中的风险。	199475	62383	38672
三期市场	销售 2009 租赁 2010	72 幢独立的企业单元	集展示、设计研发、品牌营销、商务办公品牌为一体时尚聚集区	204808	98308	40962
四期裘皮市场	2010.10	裘皮交易	拓展裘皮服装交易，促进皮革产业集群	62000	29580	暂无
佟二堡一期	2010.10	4 层的皮革制品和服装交易市场，包括餐饮等服务	公司第一个异地扩张的皮革交易市场，连锁扩张的初步尝试	161000	103000	6715
新乡海宁	2011.7	4 层的皮革制品和服装交易	又一异地扩张项目，积累公司外延扩展经验	75000	54409	4185
沭阳海宁	2009	皮革制品和服装交易	提高海宁皮城在苏北地区的市场占有率	51949	27000	23762
老城市场	07 年整体 租赁	皮革制品和服装交易	公司原有的老市场	57505	37479	无
合计				969025	452917	156619
出口加工区	2006	租赁或销售加工厂房	吸引生产商长期入驻、降低生产成本	258969	113545	145424
皮革城大酒店	2008.11	酒店	配套业务	50712	无	11495
综合商务楼	2009 年底	商务楼	配套业务	49324	35151	6861

资料来源：招股说明书、公司各投资公告、东海证券研究所

注：据招股说明书募投项目规划，三期的租赁占比 60%左右，销售 40%左右；第一年销售约占总建筑面积的 20%，租赁面积约占 30%左右；第二年租赁约占总建筑面积 48%左右。

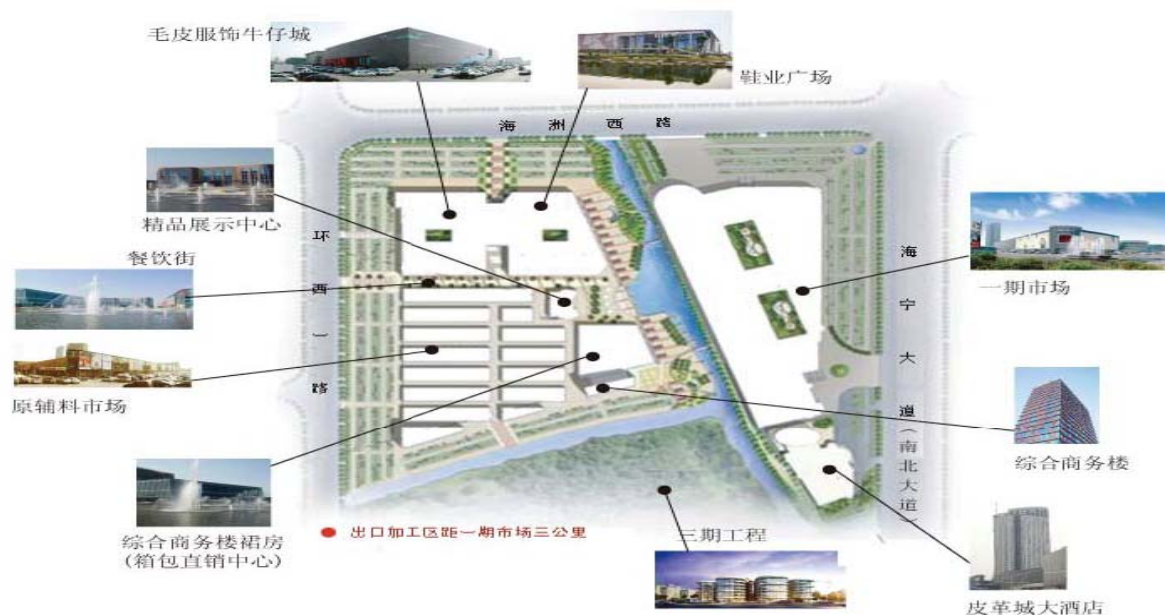
表 3 公司在/拟建市场物业项目情况

在/拟建市场	预期竣工时间	经营内容	市场功能	竣工面积 (平米)	可供租赁面积 (平米)	可供销售面积 (平米)
佟二堡二期	原辅料: 2011 年底 裘皮市场: 2012 年底	原辅料交易和裘皮服装交易	完善一期的服务功能, 扩大在东北市场的占有率	131949	105559	26390
四期商务楼	2012. 4	出租或销售商务办公楼	裘皮交易市场的配套物业, 服务生产和品牌企业	58000	-	-
皮革城五期	2012-2013	品牌皮革生活馆和酒店公寓	引导皮革企业产品系列化、推动皮革产业升级	182300	154955	27345
斜桥皮革加工区	2013. 12	引进当地和外地中小皮革和裘皮企业 70-80 家	建设先进制造业基地, 增强海宁皮革产业集群	240000	120000	120000
沭阳皮革工业园	2012	引进皮革加工企业和其他配套企业 40-50 家	巩固沭阳皮革城在苏鲁皖的龙头地位	100000	50000	50000
成都海宁皮革城	2012 下半年-2013 年左右	皮革制品和服装的交易, 皮革服装创业产业园	外延扩张之西部重要市场	-	-	-

资料来源: 公司各投资公告、东海证券研究所

注: 据公司对外投资公告, 五期项目的 15% 面积用于销售, 85% 用于租赁。佟二堡二期的租赁和销售占比分别为 80% 和 20%。斜桥和沭阳皮革加工区的租赁和销售占比分别为 50%。四期商务楼的租赁销售比尚未公布。成都海宁皮革城的建设 and 租售面积尚未公告。

图 2 公司海宁的经营物业布局



资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

二、公司的成长性分析

2.1 内涵式增长：租金上涨和产业细分促内生增长

公司成熟的一、二期市场的租金逐年提升，租金上涨的主要原因在于：海宁皮革市场经营的逐步提升人气的不断聚集导致对商铺需求的增长，带动租金的上涨。

租金上涨的根本前提是市场商铺销售的增长。公司准确的定位和产品价格优势提升了市场的销售：皮革和裘皮服装属于中高档服装，符合消费升级的大趋势，公司将客户定位于中高端人群，所在的海宁、佟二堡都距离大城市不远，交通便利，方便采购。此外，由于享受产业集群的益处，相比较于百货的皮革裘皮服装的售价，海宁皮革城的价格仅为前者的一半左右，和商场相比海宁皮革城的皮衣更有价格优势。因而皮革城专业市场才可以吸引到消费者前来消费。

伴随着消费者需求的增长，皮革制品本身也具有较为强烈的产业细分诉求。公司在产业细分的能力也是公司内涵式增长的原因之一。公司的每期市场的重点各有侧重，覆盖了皮革的不同产业：如1期市场重点销售箱包皮具、皮革服装，2期市场重点为原辅料、皮鞋，3期市场为高端品牌市场，4期为裘皮和皮革沙发，5期为皮革品牌生活馆。市场的细分满足了消费者多样的需求。

总之，消费者需求的增长、公司准确的定位和在皮革产业的细分能力，使得海宁皮革城的租金稳步上涨，市场规模逐步扩大，公司内涵式增长明显。租赁业务的毛利率不断上升和租赁收入占总收入比重的不断提升都使得公司的盈利能力增强。

图 3 一期市场的租金情况

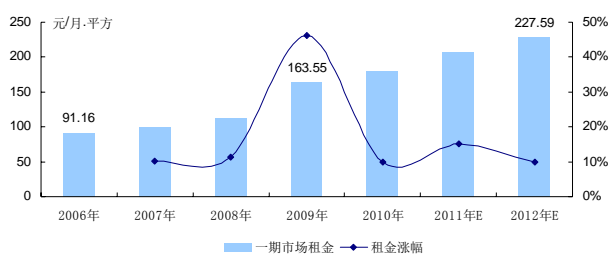
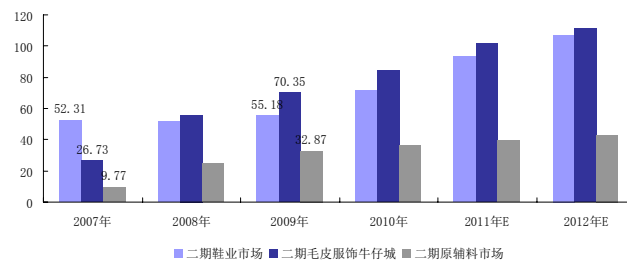


图 4 二期市场的租金情况



资料来源：招股说明书、公司公告、东海证券研究所

图 5 公司商铺租赁业务的收入占比

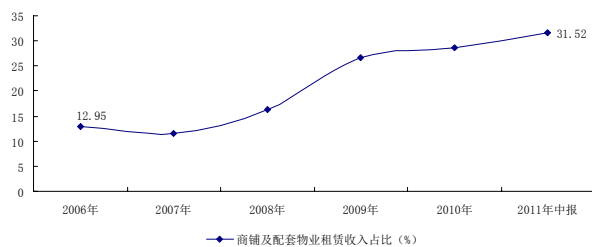


图 6 公司商铺租赁业务的毛利率

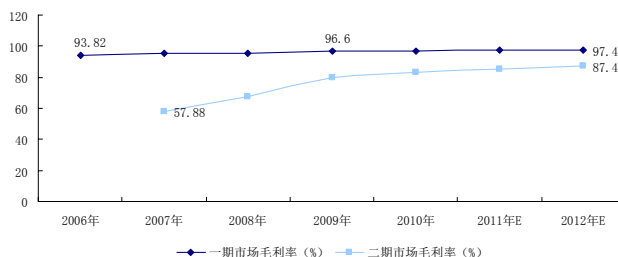
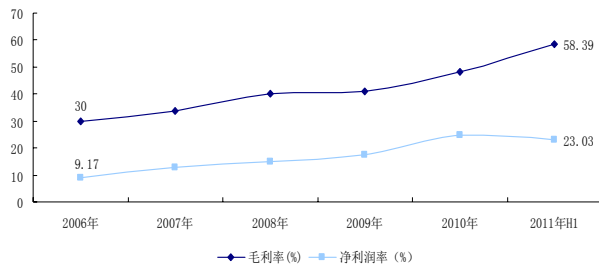


图 7 公司整体盈利能力



资料来源：公司年报、中报、东海证券研究所

2.2 外延式扩张：几大核心竞争力助异地扩张

与其它专业市场不同，公司的佟二堡异地扩张项目已取得了盈利，公司异地扩张成功的主要原因在于：

第一，公司拥有大量优质的皮革品牌商户资源。目前在海宁皮革城内，4 个品牌具有“中国真皮领先鞋王”称号，7 个“中国真衣皮王”称号。2007 年，世界最大的顶级毛皮供应商和拍卖行哥本哈根皮毛公司授予海宁皮革城“哥本哈根皮革认证精品店”的资质。公司聚集的大量优质皮革品牌供应商资源是公司后续连锁扩张的有力保证。

第二，公司的皮革市场交易零售占比达到 50%，区别于一般以批发为主的专业市场，95%的客流量来自与零售客户，使得公司的皮革市场具备了商业零售连锁的前提。

第三，准确的市场定位和产品价格优势减少了异地扩张的运营风险。如前所述，皮革和裘皮服装属于中高档服装，符合消费升级的大趋势，公司将客户定位于中高端人群，所在佟二堡都距离大城市不远，交通便利，方便采购。此外，由于享受产业集群的益处，相比较于百货的皮革裘皮服装的售价，海宁皮革城的价格仅为前者的一半左右，和商场相比海宁皮革城的皮衣更有价格优势。因而皮革城专业市场才可以吸引到消费者前来消费。

正是以上的几点，使得公司具有连锁和可复制性，与红星美凯龙、宜家等家居连锁、百安居建筑建材专业连锁具有相似处。

目前公司除了在佟二堡的皮革市场已开业外，在新乡和成都的海宁皮革城也将陆续开业。此外，公司也有考察其他城市扩张的机会。外延式的拓展将成为公司业绩增长的另一动力。

三、盈利预测和估值

3.1、收入和利润预测

盈利预测假设：新增市场的开业时间如前表三中预测；成熟市场的租金上涨率为 2012 年为 15%，2013 年为 10%；新增市场的租金预测按照公司的招商公告。

2011 年 E	成熟市场 (一、二期, 老区、出口加工区、三期)	32781.04
	新增市场 (佟二堡一期、皮革城四期、新乡)	29732.56
	合计	62513.6
2012 年 E	成熟市场 (一、二、三期, 老区, 出口加工区)	39700.2
	新增市场	34912.56
	合计	74612.75
2013 年 E	成熟市场	45158.22
	新增市场	49252.56
	合计	94410.77

我们预测公司 2011/2012/2013 年收入为 168999 万元、208743 万元、267536 万元，分别增长 65.7%、23.5%和 28.2%。2011/2012/2013 年归属于母公司的净利润为 49465 万元、67297 万元、92774 万元，分别增长 97.2%、36%和 37.9%，每股收益 0.88 元、1.2 元、1.66 元。给予 2012 年公司的商铺租赁 30 倍 PE，商铺销售 20 倍 PE，公司的合理估值 33.6 元，给予“买入”评级。

风险因素：市场租金下调的风险；市场扩张和建设的风险；市场需求波动的风险。

资产负债表(万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	179516	187763	217114	277302	营业收入	101987	168999	208743	267536
应收款项	9233	14816	17729	21989	增长率	82.2%	65.7%	23.5%	28.2%
存货净额	79417	99163	115327	136615	营业成本	52910	75665	89911	108572
其他流动资产	2749	5070	6262	8026	营业成本/收入	51.9%	44.8%	43.1%	40.6%
流动资产合计	270924	306813	356432	443932	营业税金附加	11624	12675	14612	18727
固定资产	27295	55970	77277	92083	销售费用	6563	10140	10437	11504
无形资产及其他	1692	1636	1579	1523	销售费用/收入	6.4%	6.0%	5.0%	4.3%
投资性房地产	133227	133227	133227	133227	管理费用	4484	6760	6262	7491
长期股权投资	0	0	0	100	管理费用/收入	4.4%	4.0%	3.0%	2.8%
资产总计	433139	497646	568515	670866	财务费用	(1432)	(2561)	(2834)	(3507)
短期借款及交易性金融负债	380	0	0	0	投资收益	939	0	0	0
应付款项	25363	33715	39211	46449	资产减值及公允价值变动	281	300	280	200
其他流动负债	209425	240928	272245	320403	其他收入	(544)	0	(0)	(0)
流动负债合计	235169	274644	311456	366852	营业利润	28514	66620	90635	124948
长期借款及应付债券	0	0	0	0	增长率	159.0%	133.6%	36.0%	37.9%
其他长期负债	2	2	2	102	营业外净收支	4160	0	0	0
长期负债合计	2	2	2	102	利润总额	32674	66620	90635	124948
负债合计	235171	274646	311459	366954	增长率	144.8%	103.9%	36.0%	37.9%
少数股东权益	2293	2592	3000	3469	所得税费用	7565	16655	22659	31237
股东权益	195675	220408	254056	300443	少数股东损益	22	500	680	937
负债和股东权益总计	433139	497646	568515	670866	归属于母公司净利润	25088	49465	67297	92774
					增长率	157.7%	97.2%	36.0%	37.9%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.90	0.88	1.20	1.66	净利润	25088	49465	67297	92774
每股红利	0.50	0.44	0.60	0.83	资产减值准备	130	(272)	0	0
每股净资产	6.99	3.94	4.54	5.37	折旧摊销	5123	3332	5778	8900
ROS	25%	29%	32%	35%	公允价值变动	(281)	(300)	(280)	(200)
ROE	13%	22%	26%	31%	财务费用	(1432)	(2561)	(2834)	(3507)
毛利率	48%	55%	57%	59%	营运资本变动	50883	11932	16544	28183
EBIT Margin	26%	38%	42%	45%	其它	(108)	572	408	469
EBITDA Margin	31%	40%	45%	49%	经营活动现金流	80834	64729	89748	130125
收入增长	82%	66%	24%	28%	资本开支	(8305)	(31378)	(26749)	(23450)
净利润增长	158%	97%	36%	38%	其它投资现金流	(9)	9	0	0
资产负债率	55%	56%	55%	55%	投资活动现金流	(8289)	(31369)	(26749)	(23550)
息率	0.9%	1.6%	2.2%	3.1%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	61.3	30.3	22.3	16.2	负债净变化	(21800)	0	0	0
P/B	7.9	6.8	5.9	5.0	支付股利、利息	(14000)	(24733)	(33648)	(46387)
EV/EBITDA	48.4	26.3	19.4	14.3	其它融资现金流	156272	(380)	0	0

作者简介

张先萍：四年消费品行业研究经验

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897