

海宁皮城 (002344.SZ)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

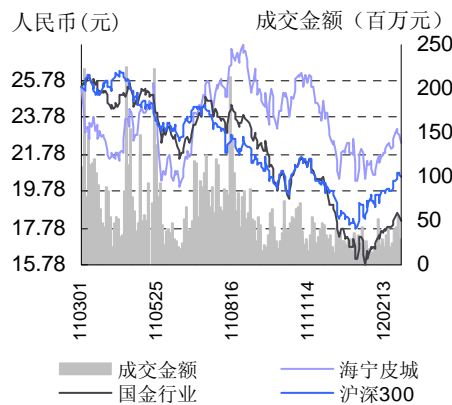
市价(人民币): 22.43元

## 皮革专业市场龙头, 核心竞争力支持连锁复制

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	155.13
总市值(百万元)	12,560.80
年内股价最高最低(元)	27.69/19.98
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.464	0.896	0.939	1.023	1.632
每股净资产(元)	2.59	6.99	8.87	10.91	14.18
每股经营性现金流(元)	1.75	4.13	3.95	3.08	7.81
市盈率(倍)	N/A	61.25	23.54	21.59	13.54
行业优化市盈率(倍)	58.99	54.94	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	15.04%	157.68%	109.57%	9.01%	59.49%
净资产收益率(%)	17.93%	12.82%	21.18%	18.76%	23.03%
总股本(百万股)	210.00	280.00	560.00	560.00	560.00

来源: 公司公告、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **皮革专业市场前景广阔:** 国内皮革生产企业中中小企业占比 98.72%, 需要皮革专业市场这样的销售渠道; 皮革制品消费需求增速快, 中国海宁皮革指数显示行业景气指数提升, 海宁皮城作为皮革专业市场龙头能够分享行业发展的红利。
- **核心竞争力支持连锁复制:** 海宁皮城的核心竞争力主要体现在资金充足、客户资源丰富、经营管理能力强三方面, 从佟二堡的成功复制来看, 海宁皮城具有产地市场成功复制的能力, 销地市场目前新乡市场还需要一定的培育期, 未来成都、北京项目已在规划, 考虑到海宁皮城的竞争优势以及特色的旅游购物模式, 我们认为海宁皮城在更偏零售的销地市场成功复制的概率较大, 但培育期会相对拉长。
- **已有市场租金增长有空间, 盈利能力逐步提高:** 目前海宁皮城的租金水平相当于市场租金水平(以销售商铺转租租金)的 60-70%, 未来持续提升仍有空间, 同时因市场经营成本基本保持稳定, 租金水平的提升基本直接表现为市场毛利率的提升。
- **未来3年规划项目充足:** 海宁当地五期项目将于12年开业, 增加海宁当地市场租赁面积预计约 50%; 同时海宁皮城仍然不断在寻找合适的异地项目, 目前已经确定的是成都、北京项目, 12年成都市场的开业将进一步提升公司的收入, 若能复制成功将进一步认证公司销地市场扩张能力。
- **商业模式决定业绩阶段性释放:** 皮革专业市场的商业模式决定了其收入、业绩不能稳定增长, 而随销售部分结算时间的变化呈阶段性释放, 预计 12-13 年收入复合增速 23%, 归属于母公司净利润复合增速 32%。

## 投资建议

- 海宁皮城专注于经营皮革专业市场, 我们认可其在行业内显著的竞争优势及经营能力, 相信凭借其龙头地位及核心竞争力将皮革专业市场在异地复制成功的概率较高, 给予“买入”评级。

## 估值

- 我们预测公司 11-13 年 eps 分别为 0.94、1.023、1.632, 我们给以商铺销售部分 12 年 13 倍 PE, 商铺租赁及其他部分 12 年 30 倍 PE, 我们认为公司的合理价格在 25.2 元。

## 风险

- 规划项目未能如期开业; 异地项目实际经营情况不佳

侯沛沛 联系人  
(8621)60870938  
houpp@gjzq.com.cn

文瑶 分析师 SAC 执业编号: S1130511080001  
(8621)61038260  
wenyao@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内皮革专业市场前景广阔.....	4
上游厂商多且规模小——需要皮革专业市场 .....	4
下游需求旺盛——带动皮革专业市场 .....	5
商业模式可复制，连锁扩张可持续 .....	5
皮革专业市场商业模式——初期投入高+阶段性释放业绩+盈利能力逐步提升 .....	5
核心竞争力支持商业模式复制——资金+客户资源+经营管理能力.....	8
产地市场佟二堡复制成功，销地市场待考验 .....	9
业务结构合理，新旧项目支持成长 .....	11
业务结构合理，不同业务相互配合 .....	11
已有项目有成长空间 .....	12
未来新项目推动快速成长，成都项目是重要看点 .....	13
东方艺墅房产项目增厚 EPS.....	15
其他业务受益于市场扩张 .....	15
公司盈利预测及说明 .....	16
盈利预测假设条件 .....	16
收入与盈利预测.....	16
估值与投资建议.....	18
风险提示 .....	18
附录：三张报表预测摘要 .....	19

## 图表目录

图表 1：全国皮革市场分布.....	4
图表 2：皮革制品企业数量.....	5
图表 3：皮革行业类型占比.....	5
图表 4：皮革制品收入表现（万）及增速 .....	5
图表 5：海宁中国皮革景气指数 .....	5
图表 6：共赢的经营模式 .....	6
图表 7：营业收入组成.....	6
图表 8：营业收入及增速 .....	6
图表 9：租赁业务收入及毛利率 .....	7
图表 10：销售业务收入及毛利率 .....	7
图表 11：海宁市场租金走势.....	7
图表 12：海宁皮城现金及等价物余额 .....	8
图表 13：佟二堡一期基本情况 .....	10
图表 14：佟二堡市场规划 .....	10

图表 15: 产、销地市场的区别 .....	10
图表 16: 新乡海宁皮城基本情况 .....	11
图表 17: 主营业务收入结构 .....	11
图表 18: 主营业务营业利润结构 .....	11
图表 19: 海宁皮城已开业市场 .....	12
图表 20: 在建及筹备中新项目 .....	14
图表 21: 成都项目位置 .....	15
图表 22: 市场租金情况假设 (元/平米/月) .....	16
图表 23: 已有或规划项目销售部分预估结算情况 .....	16
图表 24: 海宁皮城收入及盈利预测 .....	17
图表 25: 分业务种类收入预测 .....	18
图表 26: 商业物业公司估值 .....	18
图表 27: 分品类 eps .....	18

## 国内皮革专业市场前景广阔

- 目前，我国较为发达的皮革交易市场主要集中在浙江、河北、广东、辽宁四省，截至 2010 年，全国共有皮革专业市场 85 家。具有一定经营规模的有海宁皮城、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，其余的规模都比较小。
- 海宁皮城专注于经营皮革专业市场的开发、租赁和服务，并是全国最大的皮革专业市场之一，市场年销售额全国第二，当之无愧是皮革专业市场的行业龙头。

图表1：全国皮革市场分布

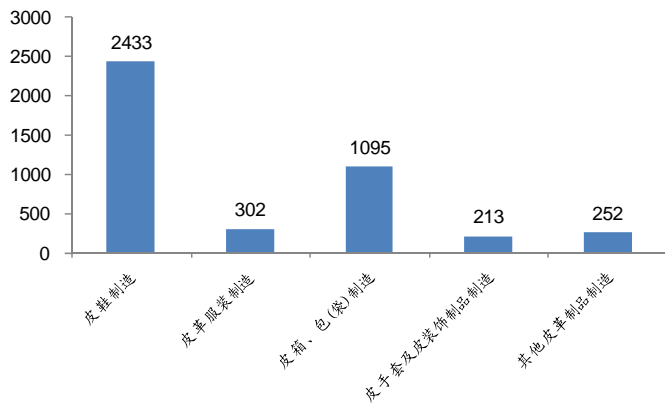


来源：国金证券研究所

## 上游厂商多且规模小——需要皮革专业市场

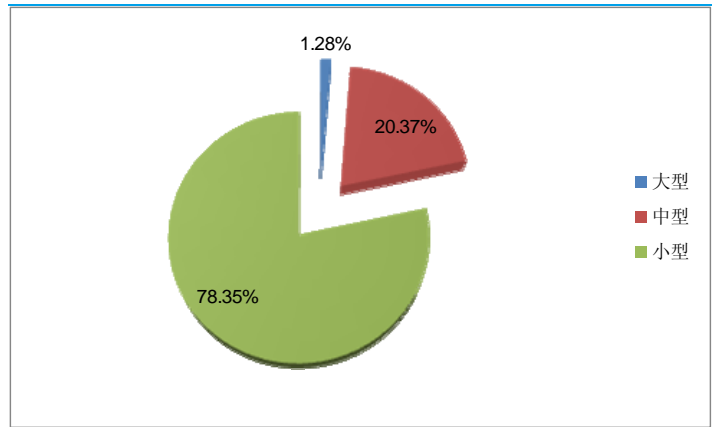
- 上世纪八、九十年代，国际皮革加工产业从意大利、西班牙、英国等传统皮革加工中心转移到了中国，中国皮革资源量世界第一，其中猪皮、羊皮原料资源量居世界第一，牛皮居世界第三，皮革、毛皮制品产量居世界第一，皮衣和皮具综合产量居世界之首。
- 截止到 2011 年 3 季度，我国规模以上的皮革制品制造企业数量达 4295 家。且皮革制品的企业中多以中小企业为主，占比 98.72%，多数规模较小，品牌知名度不高，少有的具有一定品牌知名度的企业数量也非常有限（雪豹、蒙努、兽王）。这样的上游结构决定了皮革专业市场存在的必要性，皮革市场成为了许多自己的销售渠道有限的皮革生产企业的重要依靠。

图表2: 皮革制品企业数量



来源: 同花顺, 国金证券研究所

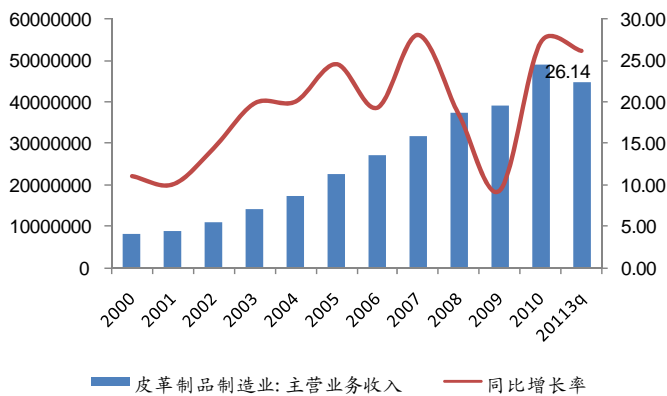
图表3: 皮革行业类型占比



### 下游需求旺盛——带动皮革专业市场

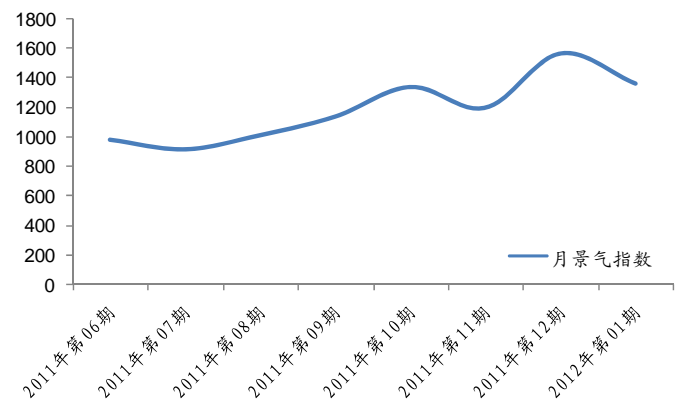
- 随着我国居民消费水平的提高, 皮革制品作为流行、时尚和个性化的消费升级商品, 其需求大幅上升。
- 从规模以上的皮革制品企业的收入及增速可以看出, 目前皮革制品的需求旺盛, 2010年皮革制品企业收入 4909 亿, 2011 年前三季度收入 4469 亿, 同比增速较快达 26.41%。
- 2012 年 1 月 6 日, 中国海宁皮革指数发布, 从中国海宁皮革景气指数表现来看, 行业景气情况自 2011 年下半年仍有提高。

图表4: 皮革制品收入表现(万)及增速



来源: 同花顺、海宁皮城指数官网、国金证券研究所

图表5: 海宁中国皮革景气指数

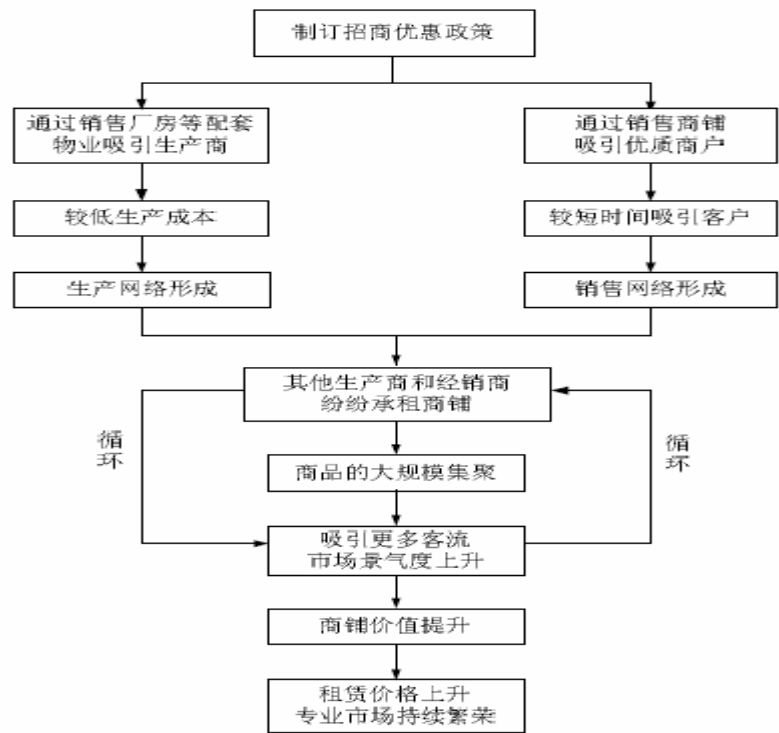


### 商业模式可复制, 连锁扩张可持续

#### 皮革专业市场商业模式—初期投入高+阶段性释放业绩+盈利能力逐步提升

- 海宁皮城是典型的专业市场的商业模式, 初期购置固定资产投资市场投入较大, 后期通过一方面为皮革生产企业、经销商等提供销售渠道以及厂房、广告、出口等配套服务, 另一方面通过专业市场聚集了足够多的品牌、产品为消费者及销售终端提供足够多的购物选择, 并通过酒店等提供配套服务来获得回报。这种模式下, 市场的经营者与市场中的商户的利益有极大的一致性, 市场的繁荣能够同时有益于市场经营者及商户。

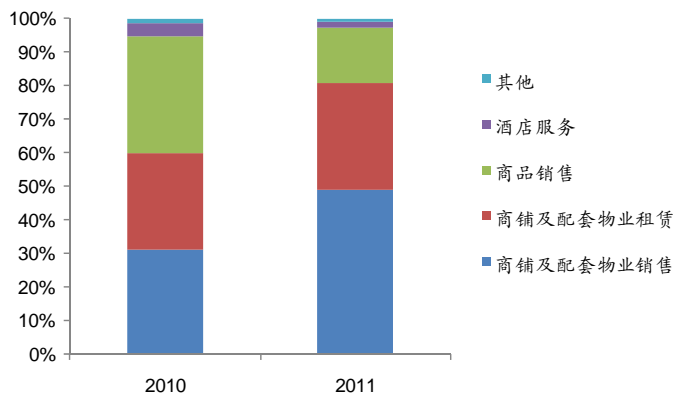
图表6: 共赢的经营模式



来源: 国金证券研究所

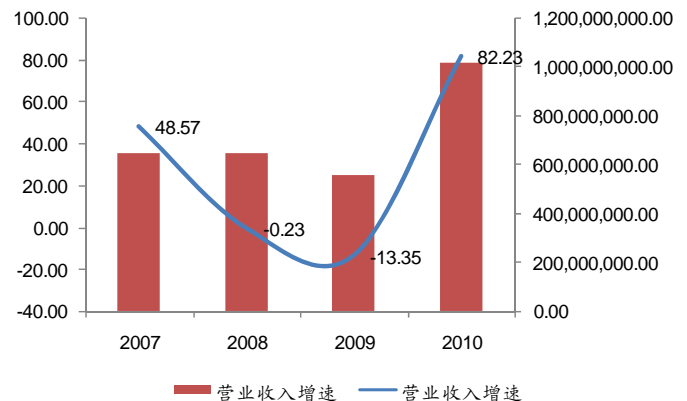
- 在这种模式中, 海宁皮城的收入主要来源于商铺租金+销售, 并且由于项目销售部分的多少以及结算时间的差异, 收入不具备稳定增长性, 而一般因销售部分的变化而成阶段性释放; 同时为了提高客户满意度及市场繁荣程度, 市场开业后续的配套服务收入成为了专业市场收入的另一重要来源, 如出口贸易代理、物业管理、广告营销以及酒店管理, 即有利于整体市场繁荣, 同时也分享市场繁荣的红利。

图表7: 营业收入组成



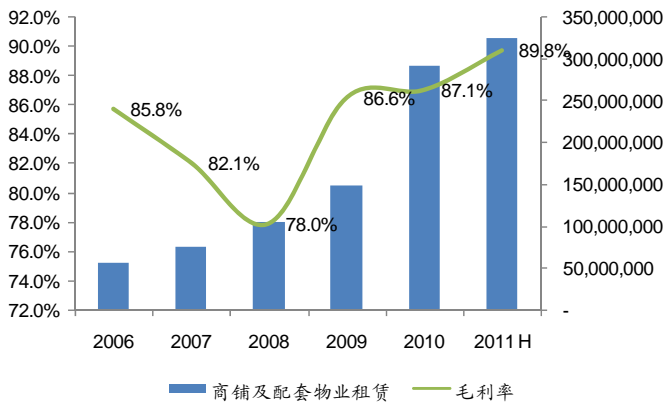
来源: 国金证券研究所

图表8: 营业收入及增速

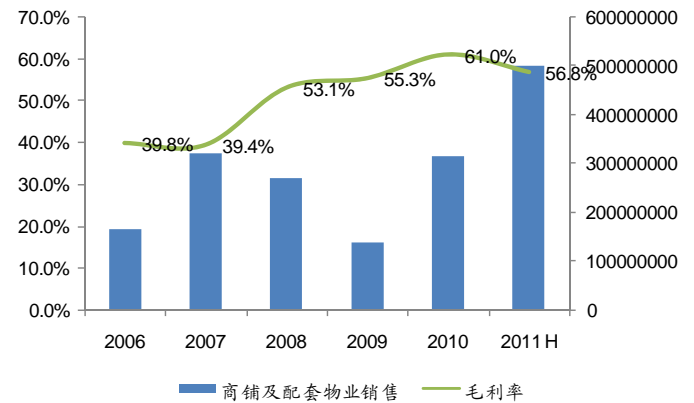


- 专业市场的另一特点是业务的毛利率较高, 基本上租金的毛利率至少在70%以上, 而销售部分的毛利也基本在50%以上; 另外由于市场的经营成本基本稳定, 水电、空调、折旧摊销每年几乎无增长, 这就使后期市场租金的上涨直接表现为租金毛利率的大幅提升, 盈利能力显著提高。

图表9: 租赁业务收入及毛利率



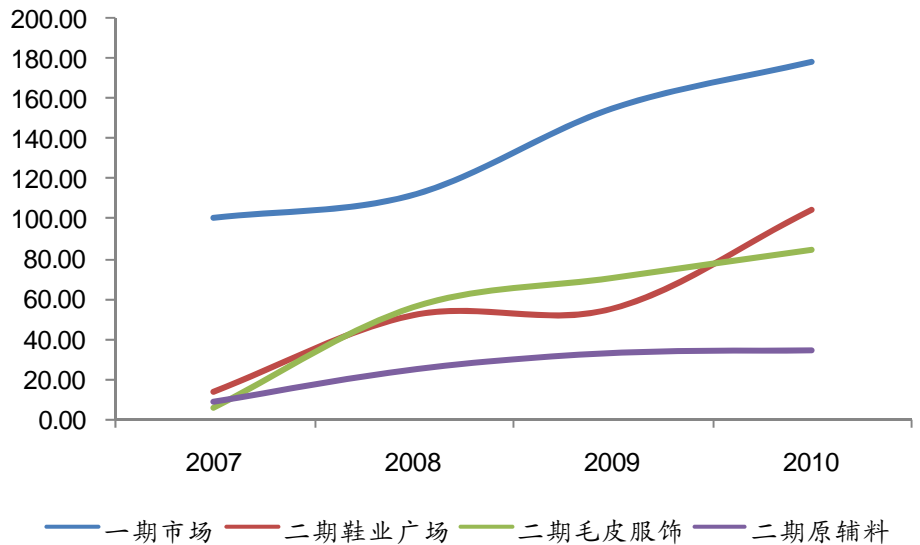
图表10: 销售业务收入及毛利率



来源: 国金证券研究所

- 对于海宁皮城——市场经营者来说在这种商业模式中能够享受到的主要的收入、业绩增长包括已有市场的成长性、已有市场可扩展性以及异地市场可复制性。
  - 已有市场的成长性主要靠市场租金的提升, 一般来说在项目初期到项目繁荣期之间的租金的提升幅度较大, 之后的提升幅度相对平稳, 若有项目的改造升级也能形成短期内的租金大幅提升。现有的一二期项目基本成为了海宁皮城已有市场成长性的主要来源, 不考虑改造升级的情况下, 一般的租金年提升幅度在 10-20%。

图表11: 海宁市场租金走势



来源: 国金证券研究所

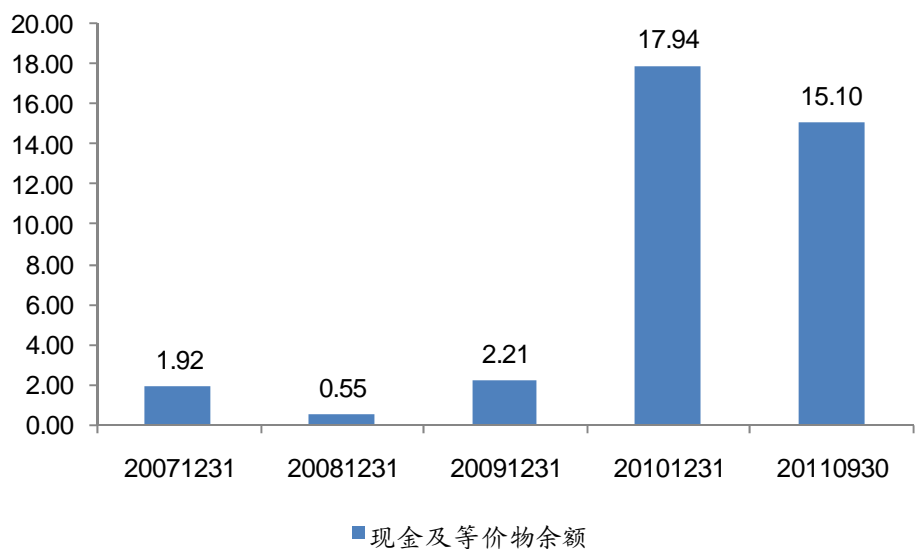
- 只有在已有市场足够繁荣的情况下, 已有市场的扩展才有可能, 此时扩展项目进一步贡献公司业绩, 且源于之前的市场繁荣, 租金水平一般较高。目前海宁皮城在海宁本地原有的一二期市场的基础上又继续扩建了三期、四期、五期, 在原有一二期的成功运营的基础上, 三、四期的培育期缩短, 租金明显提升, 尤其是四期在拍卖的形势下达到了 603 元/平米/月的高租金, 明显贡献公司收入及利润。
- 异地市场的复制则一般是市场有一定的品牌知名度的情况下才能够顺利达成的, 由于新区域经营的不确定性, 此时的市场租金价格往往有一定的折扣, 后期的市场经营状况直接影响到实际的收入。佟二堡作为第一个海宁皮城异地复制的大项目, 在开业初期就给予租金的半折

优惠，开业后市场经营情况较好，租金在 1 年合同到期后就得以翻倍增长。

### 核心竞争力支持商业模式复制——资金+客户资源+经营管理能力

- 目前国内的专业市场很多——经营布匹的轻纺城、经营小商品的义乌小商品城、经营服装的常熟服装城等等，共同之处是成长性基本主要来自已有市场的成长性、已有市场可扩展性。海宁皮城的优势则在于不仅在本地经营情况良好，并且做到了成功的异地复制，能够走出海宁，未来的市场发展空间便广阔了很多。
- 皮革专业市场异地连锁复制的关键因素及资源要求我们总结为：地理位置、资金、客户资源、经营管理。
- 地址位置是关系着皮革专业市场扩张能否成功的关键因素之一，由于一般选址在城市近郊，周边的交通条件、消费能力、皮革消费需求等都直接决定了后期市场能否繁荣，并且由于初期投入较高，若地理位置不佳实际危害较大。目前由于海宁皮城目前的品牌知名度较高、能够带动当地经济发展，希望能够引入海宁皮城的城市较多，海宁皮城的议价能力较强，目前已经确定的成都等项目地理位置较为优越，后期新项目的开发中地理位置也是公司考核的重要方面，但是否能够达到最终市场繁荣还有一定的风险。
- 资金方面，由于皮革专业市场初期需要购买固定资产及建设市场，投入较大，资金需求较高。海宁皮城目前租售结合的滚动开发模式及上市筹集的资金基本能满足现状的扩张进度：
  - 海宁皮城 10 年上市募集资金 14 亿，目前现金及现金等价物余额超过 15 亿，另外公司目前还没有银行贷款，后期若有资金不足还可以通过银行贷款、公司债等方式融资。

图表12：海宁皮城现金及等价物余额



来源：国金证券研究所

- 另外海宁皮城采取“初次招商租售结合、后续经营租赁为主”的经营模式。采用租售结合的方式一般情况下海宁皮城滚动开发大型新项目一年资金需求在 7 亿左右，现有现金情况能够支持海宁皮城每年至少两个大型新项目的开发。
- 客户资源方面，在异地扩张初期，若没有足够多的优质客户进入市场，市场难以维持经营。海宁皮城的客户资源优势尤其突出，海宁市政府对当地皮革行业做到了连续且强有力的政策支持，这使得目前在海宁发展的皮革

生产企业超过千家，使海宁这样一个并非原料产地的城市成为了皮革产业的聚集地，海宁皮城目前掌握了两三千家的优质商户资源，对于这些大多规模较小的企业、商户来说，海宁皮城是他们发展的重要渠道，长年的合作使他们认可海宁皮城的品牌号召力，也愿意跟随海宁皮城扩张的步伐扩张，另一方面使海宁皮城的异地扩张时招商难度较小，复制成功率更高。

- 目前海宁皮城的异地项目中销地市场的商户基本上都是海宁的商户跟随扩张；产地市场则结合当地的商户，海宁的商户仍然占总量的 50% 左右。例如佟二堡一期市场作为产地市场，海宁与本地的商户约各占 50%，而新乡市场作为销地市场则基本 90% 以上都是海宁的商户。
- 经营管理也是关系市场经营状况的重要影响因素，如海宁皮城附近便有桐乡皮革市场，但市场繁荣程度距离海宁有相当大的差距，其中一个重要原因就是海宁皮城长年累积了成熟、有效的经营管理方法，市场结构合理，对购物者及经营者的配套服务做的较好。目前海宁皮城的异地项目均会派出海宁当地经验丰富的员工到项目所在地驻扎 2 年左右，相信海宁皮城的丰富的市场管理经验能够复制到异地。
- 主营产品适应专业市场渠道：海宁皮城以最适合做专业市场的皮衣为主要经营品类，一方面与大多数以皮鞋箱包为主的皮革专业市场形成差异化，同时皮鞋、皮包等品类销售渠道相比于皮革制品的其他品类来说销售渠道更为成熟，主要通过百货进行销售，皮革专业市场能够起到的作用相对有限；而皮衣由于价格相对更昂贵，季节性更强，销售渠道更加分散，皮革市场最为专业市场能够聚集大量的品牌和产品，为消费者提供更多的选择空间，能够起到的作用较大。
- 批零结合促进市场繁荣：大多数皮革专业市场以批发为主要销售方式，但海宁皮城非常注重对零售消费者的引入，通过营销部采取旅行团合作、广告等多种方式吸引消费者，既扩大市场的辐射范围，同时提高市场繁荣程度，目前市场上批发零售的比例基本各占 50%。
- 配套服务提高客户忠诚度及消费者体验：海宁皮城在为客户提供物业服务的同时也为客户策划各种大型展会、市场信息会，并为商户提供进出口贸易、电子商务等方面的增值配套服务；对消费者不仅提供良好的购物环境及齐全的商品，更提供配套酒店、娱乐设施等。
- 综合以上来看，相比于其他专业市场而言，海宁皮城的核心竞争力在于充足的资金、丰富的客户资源以及优秀的管理能力，这是他能够走出海宁、复制商业模式的重要保证。

### 产地市场佟二堡复制成功，销地市场待考验

- 佟二堡海宁皮城项目是海宁皮城走出海宁的第一个大型项目，以大东北皮革、皮革购物第一品牌为市场定位，打造集批发展示、购物旅游、餐饮住宿为一体的特色旅游购物中心和东北地区皮革产品的集散中心、信息中心，包括一座 4 层的交易市场和一座 14 层的配套商务酒店，总建筑面积 177,328 平方米，项目于 2009 年 8 月开工，2010 年 9 月交易市场投入使用。
- 2010 年 3 月 5 日至 7 日，佟二堡海宁皮革城举行了招商选房会，投标认售面积 100%，售价远超出预期的 8500 元/平米，高达 3.48 万元/平米；抽签认租面积 93.49%，给予第一年半折的租金优惠，合每平方米 75.2 元/月。2011 年鉴于市场商户经营情况良好，续签合约时租金恢复正常水平。

图表13: 佟二堡一期基本情况

		建筑面积	可出售面积	可租赁面积
佟二堡一期规划	交易市场	161249	6715	89042
	配套酒店	16079		
2010/3/5-7招商选房会		认租/售面积	6715	83242
		占比	100%	93.49%
		售价/租金	3.48万/平米	75.2元/月/平米
		户数	37	578

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 佟二堡在海宁皮城进驻之前已经是全国最大的三大皮装生产、销售基地之一(辽宁佟二堡、河北辛集、浙江海宁), 拥有大规模的皮装、裘皮加工企业, 享有皮衣之乡、裘皮基地的美誉, 皮装、裘皮服装不仅销往全国各地, 还远销美国、俄罗斯、丹麦、韩国及港、澳、台等国家和地区, 是闻名海内外的中国皮衣裘皮基地。
- 海宁皮城的进驻结合了原有的经营管理经验、客户资源以及佟二堡的产地优势, 市场的培养期短, 较快达到了市场繁荣。
- 已经在规划的佟二堡海宁皮革城二期工程位于皮革城一期工程西侧, 规划建筑面积约 12 万平方米, 包括原辅料市场, 裘皮市场和配套区三个部分。建成后项目规划总面积将达到 30 万平方米, 是佟二堡镇裘皮产业的重点支持和发展区域。

图表14: 佟二堡市场规划



来源: 国金证券研究所

- 佟二堡海宁皮城的成功一方面是海宁皮城走出海宁的第一步, 证实了其连锁经营皮革专业市场的能力, 但同时因为佟二堡也是产地市场, 而销地市场与产地市场不同, 当地的产业基础不多, 客户资源缺乏, 消费习惯不定, 产品销售预计更趋于零售化, 海宁皮城后期的销地市场能否成功还有待考验。

图表15: 产、销地市场的区别

	销地市场	产地市场
产业基础	薄弱	更夯实
客户资源	较少	较多
消费终端	预计更偏向与零售	批零各占50%
培育期	更长	较短

来源: 国金证券研究所

- 目前已有的销地市场项目主要是 11 年新开的河南新乡海宁皮城, 该项目位于河南省新乡市火车站广场, 建筑共六层, 负二层为停车场, 负一层至四层为商业面积, 总建筑面积 75,000 平方米, 市场于 2011 年 10 月底试营业。

- 新乡市场规模不大，11年6月招租情况良好，认售率100%，认租率97.54%。

图表16: 新乡海宁皮革城基本情况

		可出售面积	可租赁面积
新乡海宁皮革城		4185.41	54409.8
2011/6/9-12招商选房会	认租/售面积	4185.41	53,070.39
	占比	100%	97.54%
	售价/租金	1.7万/平米	48.3元/月/平米
	户数	23	259

来源: 国金证券研究所

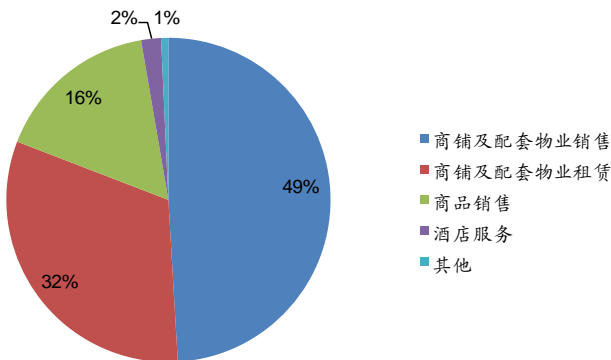
- 新乡海宁皮革城移植海宁总部的旅游购物模式，目前已经在申报国家AAA级旅游景区，将与河南众多主流旅行社合作，吸引大批游客来此旅游购物，成为豫北地区云台山、八里沟、红旗渠等著名景区之外的又一标杆性景点。但是市场的景气程度距离其他海宁皮革城还有一定的差距，需要一定的培育期。
- 除新乡以外，海宁皮革城成都项目已启动，预计12年下半年开业，北京项目已经在规划，尚在土地拆迁阶段。
- 全国范围内皮革产地有限，若能够脱离产地限制成功实现销地市场复制，海宁皮城的扩张潜力将进一步得到确认。从我们总结的连锁复制所需资源及能力以及海宁皮城的核心竞争优势来看，针对销地市场来说，海宁皮城的客户资源基本上可以弥补销地市场这方面的弱势，另外鉴于消费终端中零售的比例预计更高，海宁皮城特色的旅游购物模式对销地市场来说应该能够起到重要的作用。
- 凭借海宁皮革城经营皮革专业市场的竞争优势，我们认为销地市场成功复制的概率比较大，只是市场的培育期相比于产地市场要更长。

## 业务结构合理，新旧项目支持成长

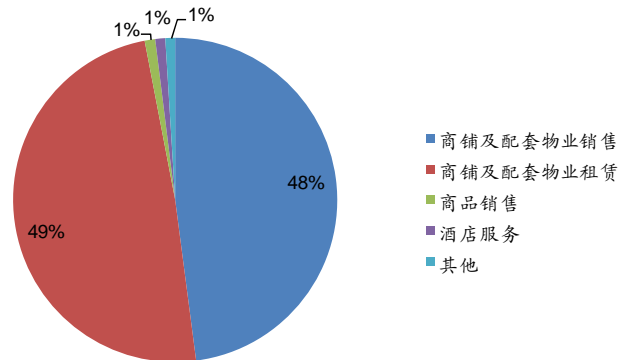
### 业务结构合理，不同业务相互配合

- 海宁皮城专注于经营皮革专业市场，采取“初次招商租售结合、后续经营租赁为主”的经营模式，主营业务主要包括商铺及配套物业的销售收入、租赁收入，以及市场配套的商品销售、酒店及物业管理等服务收入。
- 商铺及配套物业的销售收入、租赁收入是主要的收入来源，从11年中报数据来看分别占比49%、32%，由于这部分收入的毛利率相对较高，营业利润占比更高达48%、49%，是公司主要的利润来源。

图表17: 主营业务收入结构



图表18: 主营业务营业利润结构



来源: 同花顺, 国金证券研究所

- 销售商铺主要有两大优势，一方面初期招商时向优质商户销售商品能够提高客户的稳定性、忠诚度，有利于提高市场知名度从而吸引其他商户预计消费者，有利于市场繁荣；另一方面商铺销售有助于回笼资金，尤其是对想要持续异地扩张的海宁皮革城来说，这部分资金能够缓解资金压力。
- 租赁部分则有利于公司对市场的管理，使后续市场经营有不断的提升空间，同时公司凭借多年的管理经验，更能够促进、保持市场的持续繁荣，同时也能够分享市场繁荣后商铺租赁价格上涨的红利。
- 其他服务性收入一方面贡献公司收入，同时也有利于提高市场繁荣程度，更有利于稳固客户关系、提升商铺销售及租赁收入。

#### 已有项目有成长空间

- 海宁皮革城目前已有项目主要包括海宁当地的一到四期市场、出口加工区、综合商务楼及老城市场；沈阳佟二堡的一期、二期原辅料、二厅市场；江苏沐阳市场以及河南新乡海宁皮革城。合计建筑面积 132.9 万平米，可租赁面积达到 64.34 万平米。

图表19：海宁皮革城已开业市场

市场名称	开业时间	权益比例	总建筑面积 (万m <sup>2</sup> )	可租赁面积 (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	2005.1	100%	15.73	4.08	一年	1楼皮具，2楼皮衣，3楼裘皮服装，4楼餐饮及皮衣
二期	鞋业广场	2007.10	6.57	1.77	一年	一楼皮鞋，2-3楼改为毛皮市场
	毛皮服饰	2007.10	7.11	2.7	一年	1楼牛仔服装，2-3楼为毛皮服饰
	原辅料	2007.1	6.26	1.77	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，每栋一个企业，定位于品牌风尚馆，主要为促进海宁皮革企业设计能力的提高，租金不高，3年合约每年租金增长 30%，享受到政府补助
四期市场	2010.11	100%	6.2	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，租金最高，签约5年租金不变
出口加工区	2006.1	100%	25.9	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，19层以上为海宁自用
佟二堡一期	2010.9	83.73%	16.12	8.90	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	2.19	一年	收购的当地皮革市场，现在改卖生活小商品
佟二堡二期原辅料市场	2011.1	83.73%	2.97	0.81	一年	经营原辅料，租金不高
江苏沐阳市场	2006.12	70%	5.19	2.81	一年	由公司2010年6月出资收购，收购价格低
新乡海宁皮革城	2011.10.22	51%	7.5	5.44	一年	第一个销地扩张项目，90%是海宁商户

来源：国金证券研究所

- 海宁皮城的租赁合同基本为一年一签，能够灵活的享受到租金上涨带来的收入提升。租金水平主要考虑商铺经营效益，预估在商铺利润的 50%左右的水平。总体来看，目前已有市场的租金水平约为市场价格（已销售商铺的租赁价格）的 60%-70%，仍然有较大的提升空间。
- 海宁皮革城海宁本地项目较多，发展较为成熟。
  - 老城市场即原浙江皮革服装城商品交易市场，公司已不在使用该市场，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。
  - 一期市场面积约 16 万平方米，一期市场中 11 年将四楼近半层的餐饮区域改造成皮革服装商铺，平均租金水平大约增长 30%。

- 二期市场的鞋业广场 11 年将 2-4 楼改为皮装市场，平均租金水平也有 30%以上的涨幅。
- 四期市场因最初以拍卖的形式定租金，租金较高，公司较满意于该租金水平，故签约 5 年，维持初期的租金水平。
- 其他市场估计租金年增长率预估约在 10%左右。
- 已有异地项目目前经营情况较好：
  - 佟二堡一期项目开业第一年在租金方面给予商户五折的优惠，佟二堡一期作为公司的异地扩张的第一个项目非常成功，客流量较大，2010、2011 年的租户销售情况较好，因此第二年签约时租金调回到正常状态。另外其销售部分在 11 年结算。
  - 二期原辅料市场、新乡海宁皮城均为 2011 年开始经营，成为了促进 11 年租金收入提升的重要来源，同时新乡销售部分预计将在 12 年结算。

### 未来新项目推动快速成长，成都项目是重要看点

- 海宁当地虽然已有四期项目，但市场景气度较高，铺位供不应求，仍然有扩张空间：
  - 目前在建的五期项目计划为皮革品牌生活馆，并包含两栋配套商务楼，预计市场部分将于 12 年 9 月开业，市场销售部分在 13 年结算概率较大，商务楼部分预计 13 年建好，销售部分预计在 14 年结算。
  - 四期配套商务楼预计在 12 年 4 月开业，估计销售部分在 13 年结算。
- 海宁皮城凭借自己的竞争优势积极异地扩张、连锁复制：
  - 佟二堡一期项目非常成功，即二期原辅料市场开业后，二期裘皮市场将于 2012 年 9 月开业，并且二期租金水平将不低于一期租金水平。
  - 沐阳皮革工业园及斜桥加工区为提供给客户的配套厂房，因尚未拿到土地，预计在 2014 年开业。
  - 成都海宁皮城分三期建设，其中市场部分约 16 万平米，将在 12 年开业，成为未来租金增长的重要来源，另外市场的销售部分有望在 13 年结算。
  - 海宁皮城通过收购北京新海宁 53%的股权启动北京海宁皮革城项目，采取与当地乡经济联社合作开发集体产业用地的方式，目前北京项目已经在积极筹划，目前土地拆迁尚未完成，预计在 14 年开业。

图表20: 在建及筹备中新项目

项目	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	12年开始租赁
海宁皮城五期	2012.9	100%	13.15	11.18	1.97	皮革品牌生活馆项目
佟二堡二期裘皮	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元/m <sup>2</sup>
沐阳皮革工业园	2014	70%	10	5	5	皮革制品加工厂, 1: 1租售, 租金低
斜桥加工区	2014	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%	45.57	21.41	13.63	项目总建筑面积约455,686m <sup>2</sup> , 其中地下停车场105,275m <sup>2</sup> , 地面建筑351,411m <sup>2</sup> 。项目分三期建设, 其中一期建设皮革市场159,785m <sup>2</sup> , 二期建设创意总部楼等140,626m <sup>2</sup> , 三期建设配套公寓50,000m <sup>2</sup> 。
北京海宁	预计2014	53%	36.3			

来源: 国金证券研究所

- 成都海宁皮城作为公司第一个销地市场的大规模项目意义重大, 若能够顺利完成并达到市场繁荣, 是对公司的持续异地扩张尤其是销地扩张能力的认证。
  - 项目为目前西南地区规模最大的皮革专业市场, 总投资约 13.63 亿人民币, 其中土地价格 1.19 亿, 土地面积 1.3 万m<sup>2</sup>, 项目总建筑面积约 45.6 万m<sup>2</sup>, 其中地下停车场 10 万m<sup>2</sup>, 地面建筑 35 万m<sup>2</sup>。
  - 项目分三期建设, 其中一期建设皮革市场 16 万m<sup>2</sup>, 预计总投资 6.63 亿, 二期建设创意总部楼等 14 万m<sup>2</sup>, 三期建设配套公寓 5 万m<sup>2</sup>。项目二期创意总部楼、三期配套公寓均须依赖一期皮革市场的繁荣才能按期进行建设, 建设周期预计最快在五年内完成。一期皮革市场 2011 年 12 月动工, 力争 2012 年四季度投入使用。
  - 该项目延续租售结合的方式开发运作, 规划一期皮革市场部分按照 9:1 的租售面积比例, 二期创意总部楼部分按照 5:5 的租售面积比例, 三期配套公寓楼部分 100% 出售。初步估计一期租赁费 12 年 400 元/m<sup>2</sup>, 2013 以后 700 元/m<sup>2</sup>, 出售的价格为 25,000 元/m<sup>2</sup>, 二期租赁费 250 元/m<sup>2</sup>, 出售的价格为 5,500 元/m<sup>2</sup>, 三期出售的价格为 5,000 元/m<sup>2</sup>, 若项目进展顺利, 静态投资回收期约为 8.5 年。
  - 从地理位置上看, 成都海宁皮革城项目选址在成都市新都区北部商城北新干线和新城大道西延线交叉口西北角, 距离成都市区一小时以内车程, 按照皮革专业市场的辐射范围一般在 1-2 个小时车程的标准来看, 成都地理位置较好。
  - 鉴于成都是销地市场, 市场需要一定的培育期, 能否成功有一定的不确定性, 考虑到成都的消费力较强以及公司的经营管理能力, 我们认为成都项目成功的概率更大。

图表21: 成都项目位置



来源: 国金证券研究所

### 东方艺墅房产项目增厚 EPS

- 皮都东方艺墅为公司自成立以来唯一的住宅开发项目，预计总投资 5.4 亿元，建造 366 套多层公寓、230 套排屋。
- 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，11-13 年分别结算 4 亿、4 亿、5 亿。目前这部分收入计入公司的商铺及配套物业销售项目中。

### 其他业务受益于市场扩张

- 海宁皮城其他业务还包括商品销售、酒店、其他（主要是市场相关的物业管理、电子商务收入）。
  - 商品销售主要是指公司代理的市场内商户的进出口业务，其收入的 99% 来源于出口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，近年来皮革市场较为景气，预计商品销售保持平稳增长。
  - 酒店目前只有皮革城大酒店，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，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（定位经济型酒店，与皮革城大酒店差异化经营）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。
  - 其他市场相关的物业管理、电子商务收入随着新市场的不断开业，预计保持快速增长。

## 公司盈利预测及说明

### 盈利预测假设条件

- 我们基于如下几点假设预测公司 11-13 年的收入及盈利状况：
  - 2011 年新开业市场包括佟二堡二厅、佟二堡二期原辅料市场、新乡海宁皮城；2012 年预计新开四期商务楼，海宁皮城五期、佟二堡二期裘皮市场、成都海宁皮城；沐阳皮革工业园、斜桥加工区、北京市场预计 2014 年开业，新开市场于当年贡献租金收入。

图表22：市场租金情况假设（元/平米/月）

	2011E	2012E	2013E	
老城市市场	24.90		26.24	27.57
一期市场	204.99		235.74	271.10
二期鞋业广场	136.29		156.74	172.41
二期毛皮服饰	101.30		116.50	128.15
二期原辅料	35.89		37.68	39.57
三期市场	21.67		28.17	36.62
四期市场	603.18		603.18	603.18
出口加工区	13.86		14.55	15.28
综合商务楼	25.73		27.01	28.36
佟二堡一期	133.33		192.49	211.74
佟二堡二期（原辅料）	27.66		27.66	30.43
佟二堡二厅	15		16.50	18.15
江苏沐阳市场	50		55.00	60.50
新乡海宁皮城	48.3		72.45	83.32
四期商务楼			24.5	26.95
海宁皮城五期			73.8	95.94
佟二堡二期（裘皮）			90	103.50
成都海宁皮城			58	87.00

来源：国金证券研究所

- 市场销售部分一般于开业后一年左右结算，预计目前已有项目及规划项目的销售部分 11-14 年结算情况如下：

图表23：已有或规划项目销售部分预估结算情况

	用于销售的 建筑面积 (万m <sup>2</sup> )	售价	销售收入(万元)	2011	2012	2013	2014
四期商务楼	3.48	4,500	15,660			15,660	
海宁皮城五期	1.97	8,500	16,745			8,373	8373
佟二堡二期原辅料	2.16	5,600	12,096		12,096		
佟二堡二期裘皮	0.51	12,000	6,120			6,120	
成都海宁皮城	13.63	7,603	103,618			19,973	19973
东方艺墅			130,000	43,378	40,000	46,622	
三期	8.19	5,200	42,588	10,888			
佟二堡一期	0.67	34,800	23,368	23,368			
新乡海宁皮城	0.42	17,000	7,115		7,115		
合计				77,634	59,211	96,748	28346

来源：国金证券研究所

### 收入与盈利预测

- 我们对公司 2011-2013 年的收入及盈利预测情况如下：
  - 预测 2011-2013 年海宁皮城营业收入分别达到 18.56 亿元、19.31 亿元和 28.25 亿元，分别同比增长 82%、4%和 46.3%。

- 公司未来 3 年归属于母公司的净利润分别达到 5.25 亿元、5.73 亿元和 9.14 亿元，分别同比增长 109.57%、9.01%和 59.49%。

图表24: 海宁皮城收入及盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	559.66	1,019.87	1,856.42	1,931.15	2,825.21
增长率 (YOY)	-13.35%	82.23%	82.02%	4.03%	46.30%
毛利	229.22	490.77	1,059.49	1,130.85	1,754.52
毛利率	40.96%	48.12%	57.07%	58.56%	62.10%
增长率 (YOY)	-11.79%	114.10%	115.88%	6.74%	55.15%
营业税金及附加	50.15	116.24	250.25	231.74	381.40
占营业收入比重	8.96%	11.40%	13.48%	12.00%	13.50%
销售费用	25.07	65.63	72.20	79.41	102.28
占营业收入比重	4.48%	6.44%	3.89%	4.11%	3.62%
管理费用	36.02	44.84	51.78	60.37	71.01
占营业收入比重	6.44%	4.40%	2.79%	3.13%	2.51%
财务费用	6.52	-14.32	-40.58	-45.10	-60.43
占营业收入比重	1.17%	-1.40%	-2.19%	-2.34%	-2.14%
资产减值损失	1.42	2.72	0.76	0.03	0.37
营业利润 (亏损以“-”号填列)	110.08	285.14	725.19	804.39	1,259.89
占营业收入比重	19.67%	27.96%	39.06%	41.65%	44.59%
增长率 (YOY)	-14.94%	159.03%	154.33%	10.92%	56.63%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	133.48	326.74	756.19	824.39	1,274.89
占营业收入比重	23.85%	32.04%	40.73%	42.69%	45.13%
减: 所得税费用	34.96	75.65	175.44	191.26	295.77
占利润总额比重	26.19%	23.15%	23.20%	23.20%	23.20%
合并报表的净利润	98.52	251.09	580.75	633.13	979.11
占营业收入比重	17.60%	24.62%	31.28%	32.79%	34.66%
增长率 (YOY)	1.09%	154.87%	131.29%	9.02%	54.65%
净利润 (归属于母公司所有者的)	97.36	250.88	525.75	573.13	914.11
占营业收入比重	17.40%	24.60%	28.32%	29.68%	32.36%
增长率 (YOY)	15.0%	157.7%	109.57%	9.01%	59.49%

来源: 国金证券研究所

- 分业务种类来看 11-13 年收入仍然以商品及配套物业销售及租赁为主，各项毛利及增速如下：
  - 商铺及配套物业租赁业务收入保持高速增长的趋势，11 年 100%增长主要来源于 10 年 4 季度开业的佟二堡一期及海宁四期的贡献，预计 12 年四季度左右开业的佟二堡二期及海宁五期将显著贡献 13 年的租赁收入的增长。
  - 商铺及配套物业销售业务主要取决于实际销售部分的结算时间，实际销售结算时间一般情况下在市场开业后一年左右，根据我们的了解，12 年能够结算的销售部分较少，主要是东方艺墅及佟二堡二期的原辅料市场，其余部分预计大多在 13 年结算，这也是我们预计 12、13 年实际营业收入及利润增速大幅波动的主要原因。
  - 商品销售部分因近年来皮革消费景气度较好，预计能够保持年均 15% 的成长；酒店部分暂不考虑在建三家酒店，预计皮革城酒店的收入增速在 15%左右；另外市场物业管理等收入预计伴随着新市场的开业有年均 30%的增速。

图表25: 分业务种类收入预测

	2011	2012	2013
营业收入	185,642	193,115	282,521
增速	82.0%	4.0%	46.3%
毛利率	57.1%	58.6%	62.1%
商铺及配套物业销售	77,634	59,211	96,748
毛利率	59.5%	60.0%	60.0%
商铺及配套物业租赁	60,547	79,104	122,475
增速	107.5%	31%	55%
毛利率	90.4%	90.4%	90.0%
商品销售	40368	46423	53386
增速	15%	15%	15%
毛利率	4%	4%	4%
酒店服务	4689	5392	6201
增速	15%	15%	15%
毛利率	29%	30%	30%
其他	1604	2086	2711
增速	30%	30%	30%
毛利率	78%	80%	82%

来源: 国金证券研究所

## 估值与投资建议

- 我们按最新收盘价统计主要商业物业上市公司的估值, 12 年市盈率在 15-39, 海宁皮城 2011 年、2012 年、2013 年的预测 PE 为 24、22、14 倍。

图表26: 商业物业公司估值

股票名称	价格	总股本(百万)	PE11	PE12	PE13
海宁皮城	22.89	560	24	22	14
东方市场	3.26	1,218	47	81	33
小商品城	8.88	2,722	21	15	11
轻纺城	6.34	619	38	35	28

来源: 国金证券研究所

- 考虑到目前海宁皮城的收入利润增长情况较好, 我们给以商铺销售部分 13 倍 PE, 商铺租赁及其他部分 30 倍 PE, 我们认为公司的合理价格在 25.2 元。

图表27: 分品类 eps

	2011E	2012E	2013E
商铺销售	0.41	0.32	0.54
商铺租赁及其他	0.53	0.70	1.09

来源: 国金证券研究所

## 风险提示

- 规划项目未能如期开业;
- 异地项目经营情况不佳, 租金水平达不到预期水平。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>646</b>	<b>560</b>	<b>1,020</b>	<b>1,856</b>	<b>1,931</b>	<b>2,825</b>	货币资金	55	223	1,795	2,137	2,220	3,622
增长率		-13.3%	82.2%	82.0%	4.0%	46.3%	应收款项	38	52	92	177	184	270
<b>主营业务成本</b>	<b>-386</b>	<b>-330</b>	<b>-529</b>	<b>-797</b>	<b>-800</b>	<b>-1,071</b>	存货	424	815	794	1,310	1,316	1,760
%销售收入	<b>59.8%</b>	<b>59.0%</b>	<b>51.9%</b>	<b>42.9%</b>	<b>41.4%</b>	<b>37.9%</b>	其他流动资产	4	12	36	58	58	77
<b>毛利</b>	<b>260</b>	<b>229</b>	<b>491</b>	<b>1,059</b>	<b>1,131</b>	<b>1,755</b>	流动资产	522	1,102	2,718	3,682	3,778	5,728
%销售收入	<b>40.2%</b>	<b>41.0%</b>	<b>48.1%</b>	<b>57.1%</b>	<b>58.6%</b>	<b>62.1%</b>	%总资产	<b>37.3%</b>	<b>57.5%</b>	<b>62.7%</b>	<b>61.5%</b>	<b>56.0%</b>	<b>61.6%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-49</b>	<b>-50</b>	<b>-116</b>	<b>-250</b>	<b>-232</b>	<b>-381</b>	长期投资	610	525	1,289	1,290	1,289	1,289
%销售收入	<b>7.6%</b>	<b>9.0%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>13.5%</b>	固定资产	243	245	273	418	532	616
<b>营业费用</b>	<b>-29</b>	<b>-25</b>	<b>-66</b>	<b>-72</b>	<b>-79</b>	<b>-102</b>	%总资产	<b>17.4%</b>	<b>12.8%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.9%</b>	<b>6.6%</b>
%销售收入	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.4%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.6%</b>	无形资产	17	33	31	599	1,146	1,663
<b>管理费用</b>	<b>-31</b>	<b>-36</b>	<b>-45</b>	<b>-52</b>	<b>-60</b>	<b>-71</b>	非流动资产	876	813	1,614	2,308	2,969	3,570
%销售收入	<b>4.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.5%</b>	%总资产	<b>62.7%</b>	<b>42.5%</b>	<b>37.3%</b>	<b>38.5%</b>	<b>44.0%</b>	<b>38.4%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>151</b>	<b>118</b>	<b>264</b>	<b>685</b>	<b>759</b>	<b>1,200</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,398</b>	<b>1,915</b>	<b>4,331</b>	<b>5,991</b>	<b>6,748</b>	<b>9,298</b>
%销售收入	<b>23.3%</b>	<b>21.1%</b>	<b>25.9%</b>	<b>36.9%</b>	<b>39.3%</b>	<b>42.5%</b>	短期借款	238	100	4	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-18</b>	<b>-7</b>	<b>14</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>60</b>	应付款项	378	964	2,199	3,330	3,449	4,972
%销售收入	<b>2.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-2.1%</b>	其他流动负债	42	61	149	101	105	152
<b>资产减值损失</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	658	1,124	2,352	3,430	3,554	5,124
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	276	218	0	0	0	1
投资收益	-4	0	9	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	<b>n.a</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>负债</b>	<b>934</b>	<b>1,342</b>	<b>2,352</b>	<b>3,430</b>	<b>3,554</b>	<b>5,125</b>
<b>营业利润</b>	<b>129</b>	<b>110</b>	<b>285</b>	<b>725</b>	<b>804</b>	<b>1,260</b>	普通股股东权益	440	543	1,957	2,483	3,056	3,970
营业利润率	<b>20.0%</b>	<b>19.7%</b>	<b>28.0%</b>	<b>39.1%</b>	<b>41.7%</b>	<b>44.6%</b>	少数股东权益	23	30	23	78	138	203
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,398</b>	<b>1,915</b>	<b>4,331</b>	<b>5,991</b>	<b>6,748</b>	<b>9,298</b>
<b>税前利润</b>	<b>134</b>	<b>133</b>	<b>327</b>	<b>756</b>	<b>824</b>	<b>1,275</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>20.8%</b>	<b>23.8%</b>	<b>32.0%</b>	<b>40.7%</b>	<b>42.7%</b>	<b>45.1%</b>		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>所得税</b>	<b>-37</b>	<b>-35</b>	<b>-76</b>	<b>-175</b>	<b>-191</b>	<b>-296</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>27.4%</b>	<b>26.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>23.2%</b>	每股收益	0.403	0.464	0.896	0.939	1.023	1.632
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>99</b>	<b>251</b>	<b>581</b>	<b>633</b>	<b>979</b>	每股净资产	2.097	2.586	6.988	8.866	10.913	14.178
少数股东损益	13	1	0	55	60	65	每股经营现金净流	-0.104	1.747	4.134	3.945	3.078	7.806
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>85</b>	<b>97</b>	<b>251</b>	<b>526</b>	<b>573</b>	<b>914</b>	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	<b>13.1%</b>	<b>17.4%</b>	<b>24.6%</b>	<b>28.3%</b>	<b>29.7%</b>	<b>32.4%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.22%	17.93%	12.82%	21.18%	18.76%	23.03%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	6.06%	5.08%	5.79%	8.78%	8.49%	9.83%
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>99</b>	<b>251</b>	<b>581</b>	<b>633</b>	<b>979</b>	投入资本收益率	11.20%	9.78%	10.23%	20.55%	18.26%	22.08%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	27	40	56	75	138	200	主营业务收入增长率	-0.23%	-13.35%	82.23%	82.02%	4.03%	46.30%
非经营收益	20	4	-20	-11	-20	-15	EBIT增长率	39.32%	-21.70%	123.81%	159.51%	10.81%	58.01%
营运资金变动	-167	225	870	460	111	1,021	净利润增长率	4.61%	15.04%	157.68%	109.57%	9.01%	59.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-22</b>	<b>367</b>	<b>1,157</b>	<b>1,105</b>	<b>862</b>	<b>2,186</b>	总资产增长率	7.24%	37.03%	126.17%	38.31%	12.63%	37.80%
资本开支	-82	-67	-430	-758	-779	-785	<b>资产管理能力</b>						
投资	-82	62	-130	-1	0	0	应收账款周转天数	13.4	14.8	16.3	15.0	15.0	15.0
其他	0	4	0	0	0	0	存货周转天数	393.2	684.4	555.0	600.0	600.0	600.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-164</b>	<b>-1</b>	<b>-560</b>	<b>-759</b>	<b>-779</b>	<b>-785</b>	应付账款周转天数	101.7	150.5	142.6	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	28	1,361	0	0	0	固定资产周转天数	137.1	159.6	97.7	82.0	100.4	79.5
债权募资	102	-196	-322	-4	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-53	-32	-64	0	0	0	净负债/股东权益	99.02%	16.51%	-90.49%	-83.48%	-69.52%	-86.77%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>49</b>	<b>-200</b>	<b>975</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	EBIT利息保障倍数	8.3	18.1	-18.4	-16.9	-16.8	-19.9
<b>现金净流量</b>	<b>-137</b>	<b>166</b>	<b>1,572</b>	<b>342</b>	<b>83</b>	<b>1,402</b>	资产负债率	66.85%	70.08%	54.29%	57.26%	52.67%	55.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	2	5	6	18
买入	1	1	2	2	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.31	1.29	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-26	买入	17.46	36.50 ~ 36.50
2 2010-08-20	买入	19.79	N/A
3 2010-10-28	买入	26.75	N/A

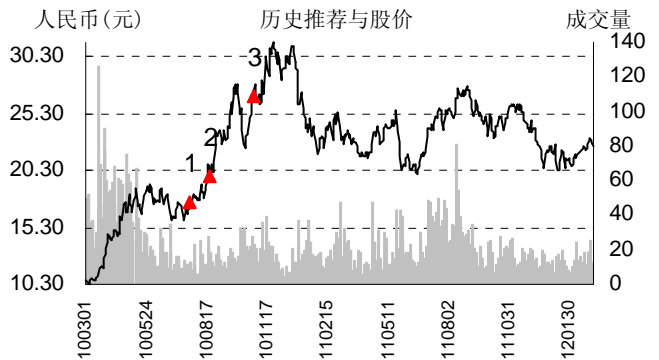
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B