

外拓连锁稳步推进，增长超预期

买入维持

目标价格：31.5 元

投资要点：

- 📖 皮革市场繁荣，业绩增长大幅超过预期；
- 📖 外拓连锁计划稳步推进，成果显著；
- 📖 商铺及配套物业租赁收入翻倍，拉动收入和利润大增。

报告摘要：

- **皮革市场繁荣，业绩增长大幅超过预期。**2011年，公司实现营业收入18.56亿元，同比增长82.03%，实现利润总额7.56亿元，同比增长131.48%，归属于上市公司股东的净利润5.27亿元，比上年度增长110.07%，EPS为0.94元，盈利大大超过我们预期。公司业绩的增长主要归因于皮革消费市场繁荣，2011年海宁本部市场客流量511万人次，同比增长12.35%。佟二堡海宁皮革城客流量180万人次，从而带动皮革城租金上涨，刺激收入及利润大幅增加。
- **商铺及配套物业租赁收入翻倍，贡献利润大。**2011年，公司商铺及配套物业租赁收入增长99.75%，主要是因为租金整体上涨及租赁面积增加。这项业务的增长为公司的收入和利润做出重要贡献，在营业收入中占比达到30%。
- **外拓连锁计划积极推进，成果显著。**公司充分利用在皮装市场经营的品牌效应，在全国部分地区积极推进连锁扩张计划。目前，佟二堡海宁皮革城二期项目原辅料市场开业，裘皮皮装市场工程建设按计划推进；沭阳海宁皮革城盈利良好；新乡海宁皮革城完成招商并开业；成都海宁皮革城一期启动建设；北京海宁皮革城项目达成合作意向；开展了哈尔滨、乌鲁木齐等地项目考察调研并取得初步成果。
- **盈利预测和估值。**我们略微上调公司的盈利预测，预计12-14年的EPS为1.21、1.60、2.08元，按4月17日的公司收盘价26.30元计算，对应的市盈率分别为21.74倍、16.44倍、12.64倍；按2012年26倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为31.5元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1019.87	1856.49	2492.63	3165.93	4085.72
增长率(%)	82.23	82.03	34.27	27.01	29.01
净利润(百万)	250.88	527.02	682.85	896.12	1164.90
增长率(%)	157.68	99.75	29.57	31.23	30.00
每股收益(元)	0.896	0.94	1.21	1.60	2.08
市盈率	29.35	27.98	21.74	16.44	12.64

中小市值上市公司研究组

资深分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

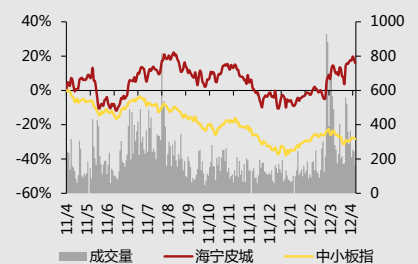
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	10515	
20110630	9842	
20110331	4579	

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券*公司中报点评*海宁皮城：中报业绩大增，异地扩张加速*中小市值上市公司*002344*买入*王凤华》，2011.8
- 2 《宏源证券*公司调研报告*海宁皮城调研报告——异地扩张步伐加快，提升公司价值*002344*商贸地产行业*王凤华》，2011.5

主营业务收入和毛利分析

2011年，公司营业收入18.5亿元，同比增加82.03%。其中商铺及配套物业销售收入3.80亿元，同比增加20.63%，主要来自佟二堡皮革城一期市场的销售收入；商铺及配套物业租赁收入5.80万元，同比增长99.75%，主要是租赁面积增加，即皮革城四期裘皮广场及佟二堡皮革城一期市场取得全年租金收入，以及整体租金单价较上期有较快提高所致；酒店服务同比增长8.73%；商品销售同比增加11.94%，实现利润总额7.56亿元，同比增长131.48%，归属于上市公司股东的净利润5.27亿元，比上年度增长110.07%，

2011年，公司总资产增长13.03%，主要来自于公司开发的皮革城三期、四期、五期工程、佟二堡皮革城公司开发的灯塔佟二堡二期工程以及成都皮革城公司开发的成都皮革城一期市场工程投入增加。

公司采取租售结合的经营模式，商铺及配套物业的销售业务随着公司各项物业的开发及销售时间不同而具有一定的波动性。2011年，公司租赁面积的增长及租金水平上升使商铺及配套物业租赁收入呈现稳步增长态势。

2011年度商铺及配套物业销售收入同比增长20.63%，营业收入占比由31.14%下降为20.54%；商铺及配套物业租赁收入同比增长99.75%，占营业收入的比重由2010年的28.70%上升到31.35%；综合管理服务费增长423.66%，占营业收入比例由2010年的1.26%上升到3.61%，主要系公司服务类型增加，业务扩大所致；酒店服务收入同比增长8.73%；商品销售收入同比增加11.94%，占营业收入的比例由2010年的34.74%降为21.27%。2011年公司唯一的住宅项目东方艺墅开始确认收入，占营业收入的比例为20.79%。

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	57929.37	6438.67	88.89%	99.75%	70.92%
商铺及配套物业销售	37956.68	9136.55	75.93%	20.63%	-25.50%
住宅开发销售	38414.05	25542.77	33.51%		
综合管理服务费	6665.39	1493.95	77.59%	423.66%	731.15%
酒店服务	4433.48	3087.45	30.36%	8.73%	6.29%
商品销售	39292.36	47919.80	3.49%	11.94%	12.98%
其他	74.71	77.92	-4.30%	-44.20%	-38.95%
合计	184766.04	83696.92	54.70%	82.84%	58.50%

资料来源：宏源证券 公司年报

2011年，公司主营业务综合毛利率为54.70%，比上年的47.74%增长6.95%。主要为商铺及配套物业的租赁毛利率比上年增长1.87%；商铺及配套物业的销售毛利率比上年增长14.90%；酒店服务毛利率比上年增长1.60%所致。

市场和公司发展前景

2011年，全国皮革服装产量6355万件，同比增长1.5%，其中出口1368万件，同比减少25.7%，实现工业产值534亿元，同比增长30.2%，实现利润39.5亿元，同比增长21.7%。行业总体呈现产值增长快于产量增长，外贸出口下滑较大，内需增长和行业效益稳定的特点。

“十二五”规划中提出了“在稳定出口和扩大内需的带动下，皮革行业产销稳定增长，行业效益整体提升，保持工业总产值年均增长12%”的发展目标。在国家扩大内需政策的支持下，皮革市场持续繁荣，为公司业绩的增长提供保障。同样，皮革市场的繁荣也会造成该领域竞争加剧，公司面临的威胁更多，但作为跨地区连锁发展皮革专业市场的商贸企业，公司的发展速度难以超越，发展模式也很难复制，能够保持该领域的龙头地位。

盈利预测和估值

根据我们的业绩估值模型以及公司2011年的业绩，上调公司的盈利预测，预计公司2012-2014年的EPS分别为1.21元、1.60元、2.08元，按4月17日的公司收盘价为26.30元计算，对应的市盈率分别为21.74倍、16.44倍、12.64倍；根据历史PE/PB估值区间分析，按2012年26倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为31.5元，维持“买入”评级。

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员, 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、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、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: 围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼等。

吴 洋: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。