

海宁皮城 (002344)

处于快速扩张的阶段

投资评级 推荐 评级调整 评级不变 收盘价 25.91 元

投资要点:

- 1、海宁皮城是以皮装为主的专业连锁市场，目前这是一种新的业态。**
海宁皮城以本地的产品皮装为基础，从海宁本地的“产地专业市场”开始做起，逐步的走出海宁，旨在建立全国范围内的“销地专业市场”连锁。在我国全国范围内的专业市场连锁目前还没有，因此这是一种新的业态。
- 2、快速回收资金，当年盈利。**在对外扩张上，海宁皮城一直采用自己拿地，自建市场的模式。其中出售不超过商铺面积的 10-15%以及除去商铺以外的其他物业形式。因此海宁皮城快速扩张的同时，其资金可以快速回笼。
- 3、海宁皮城处在一个快速扩张的阶段。**海宁皮城逐步走出海宁，分别在辽宁佟二堡以及江苏、河南与四川成都建立了皮装连锁市场。未来还分别计划在哈尔滨、北京、呼和浩特、西安、武汉和乌鲁木齐各个区域选址建立专业皮装市场，其市场面积约在 10-15 万平方米左右。因此，未来三年是海宁皮城快速扩张的一个时期。
- 4、给予“推荐”的评级。**预计 2012/2013EPS1.19/1.62，复合增长 26%/36%，PE21/16 倍。海宁皮城是一种新的业态、新的模式。其回收资金快、新项目当年即可盈利，这些都是十分难得的，我们认为。2012 年可能出现的增速下降是宏观经济和公司发展周期的因素造成的，在没有完成全国范围的布局之前，公司都将处在高速增长

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2102	2518	2661
同比(%)	82%	13%	20%	6%
归属母公司净利润	527	665	907	1061
同比(%)	110%	26%	36%	17%
毛利率(%)	54.8%	56.1%	62.6%	67.5%
ROE(%)	22.5%	23.2%	24.0%	21.9%
每股收益(元)	0.94	1.19	1.62	1.89
P/E	27.53	21.83	16.00	13.68
P/B	6.19	5.06	3.84	3.00
EV/EBITDA	15	14	10	8

发布时间: 2012 年 6 月 13 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	28.32/19.98
上证指数/深圳成指	2289.79/9790.20
50 日均成交额(百万元)	54.17
市净率(倍)	6.19
股息率	0.96%

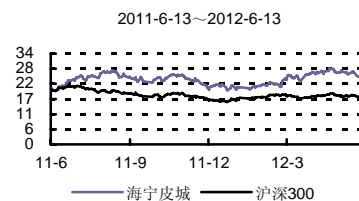
基础数据

流通股(百万股)	155.13
总股本(百万股)	560.00
流通市值(百万元)	4019.46
总市值(百万元)	14509.60
每股净资产(元)	4.19
净资产负债率	105.67%

股东信息

大股东名称	海宁市资产经营公司
持股比例	37.94%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-海宁皮城年报点评》，
2012-4-19
《国元证券公司研究-海宁皮城调研报告》，
2011-9-19

联系方式

研究员: 施雪清
执业证书编号: S0020511030014
电 话: 021-51097188-1826
电 邮: shixueqing@gyzq.com.cn

联系人: 程维
电 话: (0551) 2207936
电 邮: chengwei@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

目 录

一、海宁皮城是以皮装为主的专业连锁市场	4
1.1 专业市场连锁是一种新的业态	4
1.2 海宁皮城是以皮装为主的专业连锁市场	4
二、专业市场连锁符合皮装产业特征	4
2.1 专业市场业态适合的行业特征	4
2.2 皮装行业符合专业连锁的要求	5
三、海宁皮城的盈利模式——快速回收资金	5
3.1 出售部分商铺以快速回收资金、当年即可盈利	5
3.2 海宁皮城有别于一般的商业地产	5
四、处于快速扩张的阶段	6
4.1 内生成长的决定因素	6
4.1.1 海宁皮城的客流量	6
4.1.2 海宁皮革商户的经营状况	6
4.2 走出海宁打开了外生增长的大门	6
五、商铺以及配套销售将会保持稳定	7
5.1 未来配套商铺与物业结算将会稳定	7
5.3 东方艺墅是公司开发的唯一一处住宅	8
六、盈利预测与估值	8

图 1：海宁皮城的发展阶段	4
图 2：皮装专业市场的特征	5
图 3：海宁皮装景气指数	6
图 4：2007 与 2011 年海宁皮城租金对比	6
图 5：海宁皮城现有物业	7
图 6：2006-2011 年商铺及配套物业销售	8
表 1：佟二堡项目与成都项目资金投入与回收	5
表 2：海宁皮城人流量	6
表 3：2012 年后海宁皮城物业扩张计划	7
表 4：2012-2014 商铺及配套物业销售	8
表 5：未来东方艺墅结算	8
表 7：分项目盈利预测	9

一、海宁皮城是以皮装为主的专业连锁市场

1.1 专业市场连锁是一种新的业态

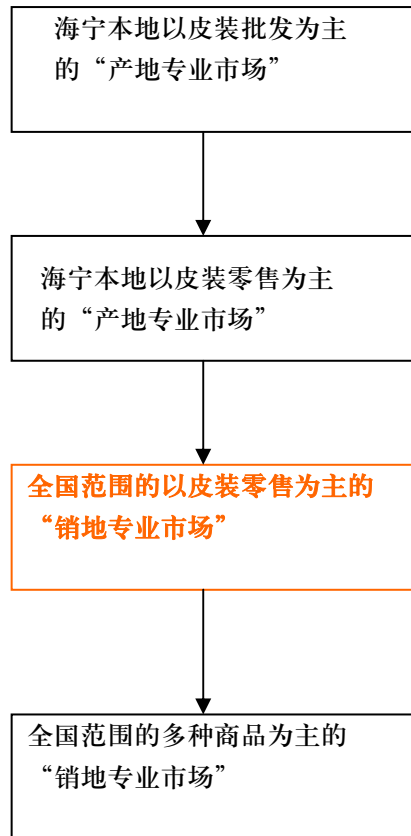
专业市场是指同类产品积聚于某一场所进行的交易、流通和配送；简单来说，就是相同系列的专业店、专卖店高度聚集的特色商业场所，它所呈现的是特定的客户定位、特定的经营行业定位。

在我国专业市场是一种历史较为悠久的业态，主要的特征是以批发为主、现货交易为主。但是目前，成规模、名气较大的主要是以“产地专业市场”为主，例如浙江义乌的小商品城、杭州的四季青服装批发市场。“销地专业市场”相对来说规模较小，比较散落，例如在各个城市的市郊、火车站汽车站附近的专业市场。对于全国范围内的专业市场连锁目前还没有，因此这是一种新的业态。

1.2 海宁皮城是以皮装为主的专业连锁市场

海宁皮城以海宁本地的产品皮装为基础，从海宁本地的“产地专业市场”开始做起，逐步的走出海宁，旨在建立全国范围内的“销地专业市场”连锁。

图 1：海宁皮城的发展阶段



资料来源：国元证券研究中心

二、专业市场连锁符合皮装产业特征

2.1 专业市场业态适合的行业特征

作为规模性专业市场的建立，对于其产品类型的选择是至关重要的，一般来说建立规模性的专业市场其产品的选择应该具备一定的特征：①产品的流通渠道相对落后；②品牌认知度低；③品质要求高。

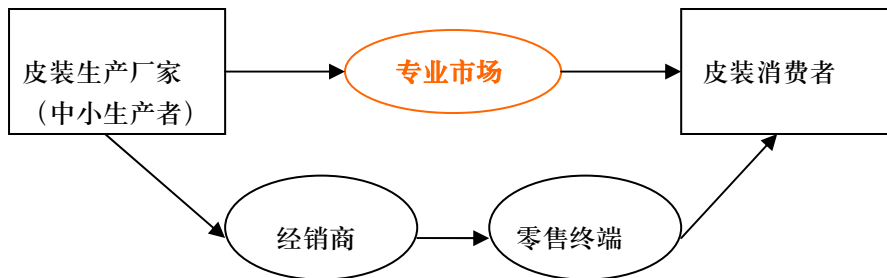
产品渠道相对落后的产品，大部分消费者不能够在日常生活的零售渠道中购买，因此他

们愿意去一个集中的场所购买相关产品；品牌认知度低以及品质要求高的特征，使得专业市场自身的品牌可以为消费者提供保证，从而促进专业市场连锁的发展。

2.2 皮装行业符合专业连锁的要求

海宁皮城适应了专业连锁销售的要求。一方面，皮装的销售渠道相对薄弱、绝大部分是中小厂商，在一般的零售渠道中很难满足对于皮装的需求；另一方面，皮装季节性强，单一皮装品类的品牌认知度低；同时皮装其材质特殊，因此对其质量要求高。

图 2：皮装专业市场的特征



资料来源：国元证券研究中心

三、海宁皮城的盈利模式——快速回收资金

3.1 出售部分商铺以快速回收资金、当年即可盈利

在对外扩张上，海宁皮城一直采用自己拿地，自建市场的模式。其中出售不超过商铺面积的 10-15%以及除去商铺以外的其他物业形式。因此海宁皮城快速扩张的同时，其资金可以快速回笼。同时，出租项目当年即可盈利。

表 1：佟二堡项目与成都项目资金投入与回收

	项目投入资金	出售商铺 (万平米)	出售金额 (亿元)	租赁保证金(承租 权费)(亿元)	资金回收合计 (亿元)
佟二堡二期	2.99 亿元	2.96+0.08	1.38	1.46	2.84
成都海宁皮城一期	6.63 亿元	1.43	4.67	2.13	6.8

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.2 海宁皮城有别于一般的商业地产

皮装是海宁当地的一大支柱产业。海宁是一个县级市，海宁皮革业作为区域特色规模经济起步于 20 世纪 80 年代初期，2010 年，全市皮革行业企业 1900 多家，工业总产值 183 亿元，销售收入 180 亿元，职工人数 6 万余人。海宁皮革产业销售收入 500 万元以上规模的皮革企业有 159 家，实现现价工业产值 129.24 亿元，实现销售收入 126.36 亿元。

海宁皮城的发展与海宁皮装商户盈利状况密切相关。海宁皮城的利润取决于向海宁皮城承租户收取的租金。但是，海宁皮城不同于一般意义上的商业地产，事实上它承载了整个海宁的皮装产业，是海宁皮装产业不可分割的一部分。一方面，租金的上涨取决于海宁皮城本身的经营状况；另一方面，海宁皮城的发展还取决于海宁皮装生产商户的经营状况。

四、处于快速扩张的阶段

4.1 内生成长的决定因素

4.1.1 海宁皮城的客流量

作为零售终端，终端客户的客流量始终是衡量繁荣与否的一个重要指标。海宁皮城从批发业务开始，已经逐渐转向零售与批发共同发展的道路，因此，统计海宁皮城的人流量可以有效的衡量皮革服装的经营状况。

表 2：海宁皮城人流量

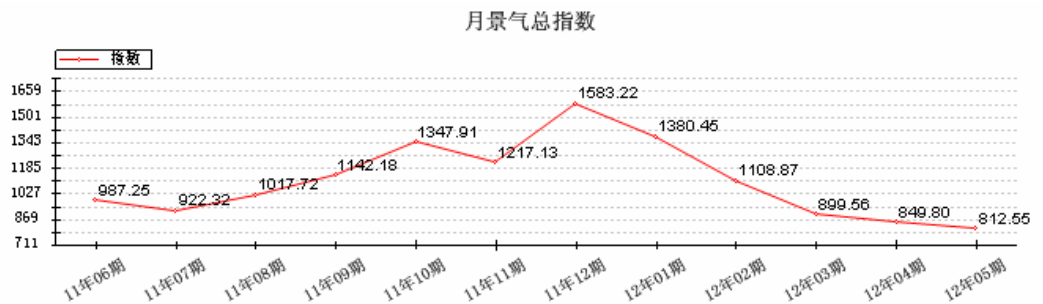
	2009 年 报	2010 年 半年报	2010 年 报	2011 年 半年报	2011 年 报	
海宁皮城本 部	人次 (万)	424	160.7	455	169.1	511
	YOY	12.77%	3.01%	7.30%	5.20%	12.35%
佟二堡	人次 (万)			60	180	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4.1.2 海宁皮革商户的经营状况

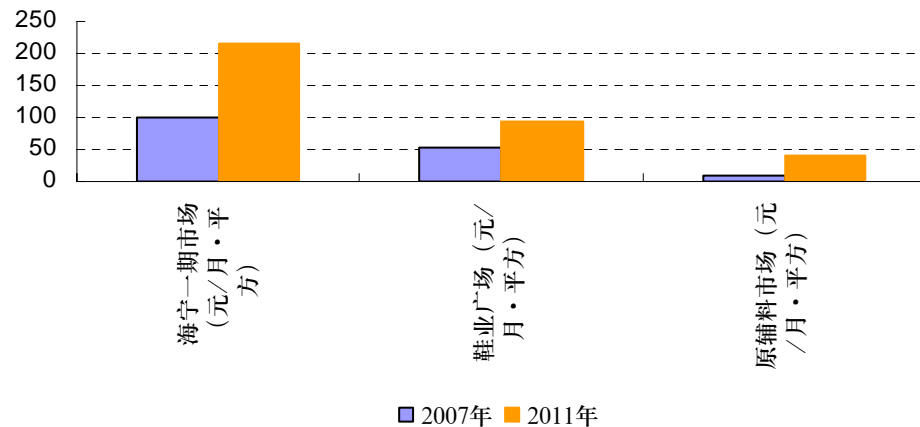
海宁皮装产业主要取决于国内皮装的销售状况。因为皮革服装的价格较高，因此皮装具有一部分奢侈品和投资品的特征。皮装的消费业国内的宏观经济密不可分。同时，由于皮装经营状况的反馈具有一定的滞后性，因此租金的上涨也是具有一定的滞后性的。

图 3：海宁皮装景气指数



资料来源：国元证券研究中心

图 4：2007 与 2011 年海宁皮城租金对比



来源：公司公告、国元证券研究中心

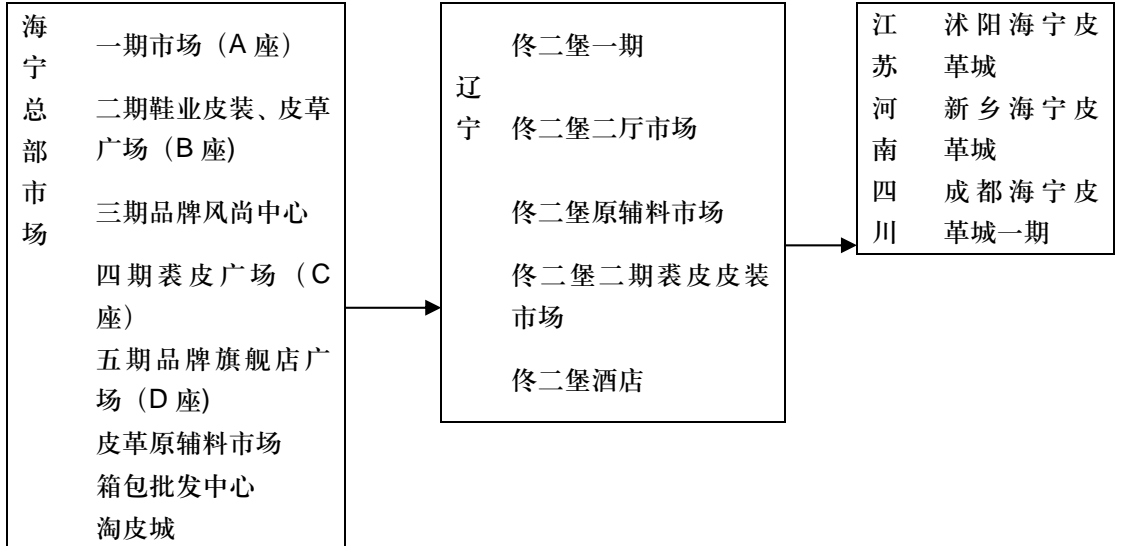
资料

4.2 走出海宁打开了外生增长的大门

海宁皮城从海宁本地的皮装专业市场开始发展起，逐步走出海宁，分别在辽宁佟二堡以及江苏、河南与四川成都建立了皮装连锁市场。

未来还分别计划在哈尔滨、北京、呼和浩特、西安、武汉和乌鲁木齐各个区域选址建立专业皮装市场，其市场面积约在 10-15 万平方米左右。因此，未来三年是海宁皮城快速扩张的一个时期。

图 5：海宁皮城现有物业



来源：公司公告、国元证券研究中心

表 3：2012 年后海宁皮城物业扩张计划

	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年以后
佟二堡二期裘皮	3.9 万平方			
四川成都	14 万平方			
哈尔滨		15 万平方		
北京			15 万平方	
呼和浩特				10 万平方
西安				10 万平方
武汉				10 万平方
乌鲁木齐				15 万平方

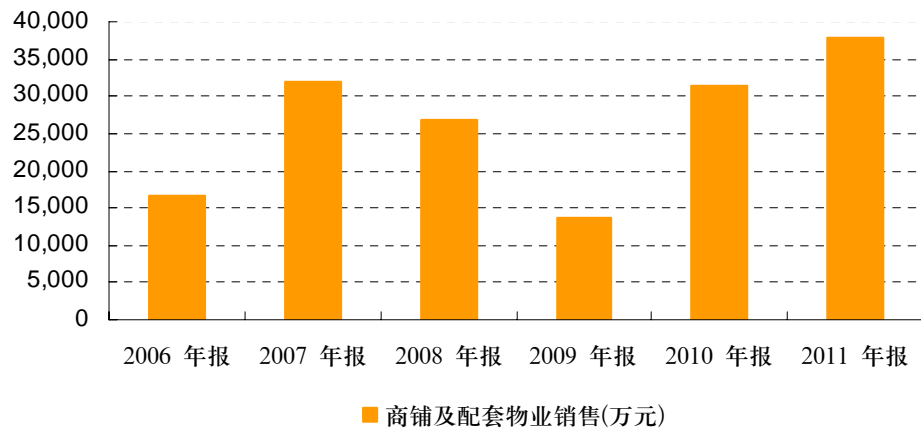
来源：公司公告、国元证券研究中心

五、 商铺以及配套销售将会保持稳定

5.1 未来配套商铺与物业结算将会稳定

商铺以及配套的销售是海宁皮城扩张的产物。2006-2011 年以来，随着海宁皮城的扩张，商铺以及配套的销售收入每年均保持了一定的规模。预计未来，随着扩张的持续，商铺以及配套物业的销售将会保持稳定。

图 6：2006-2011 年商铺及配套物业销售



来源：公司公告、国元证券研究中心

表 4：2012-2014 商铺及配套物业销售

	2012 年	2013 年	2014 年
佟二堡二期辅料	1.21 亿		
河南新乡	0.70 亿		
海宁本部五期		1.67 亿	
佟二堡二期裘皮		0.17 亿	
成都海宁皮城		3.68 亿	
哈尔滨海宁皮城			5 亿
合计	1.91 亿	5.52 亿	5 亿

来源：公司公告、国元证券研究中心

5.3 东方艺墅是公司开发的唯一一处住宅

海宁皮都东方艺墅是海宁皮城开发的住宅项目，未来海宁皮城没有继续开发纯住宅项目的计划。预计东方艺墅的结算将会在 2013 年结束。2011 年结算的部分相对售价较低，2012 年结算的部分房价提升，毛利率也会大幅提升。

表 5：未来东方艺墅结算

	2012 年	2013 年
东方艺墅	5.5 亿	2.5 亿
毛利率	50%	50%

来源：公司公告、国元证券研究中心

六、盈利预测与估值

给予“推荐”的评级。预计 2012/2013EPS1.19/1.62，复合增长 26%/36%，PE21/16 倍。海宁皮城是一种新的业态、新的模式。其回收资金快、新项目当年即可盈利，这些都是十分难得的，我们认为。2012 年可能出现的增速下降是宏观经济和公司发展周期的因素造成的，在没有完成全国范围的布局之前，公司都将处在高速增长阶段。

表 7：分项目盈利预测

	2012E	2013E	2014E
商铺及配套物业 租赁(万元)	74,149.59	103,809.43	140,142.73
YOY	28%	40%	35%
毛利率	90%	90%	92%
商品销售(万元)	50,000.00	55,000.00	62,000.00
YOY	27.25%	10.00%	12.73%
毛利率	4%	4%	4%
住宅开发销售 (万元)	55,000.00	25,000.00	0
YOY	43.18%	-54.55%	-100.00%
毛利率	50%	50%	
商铺及配套物业 销售(万元)	19,100.00	55,000.00	50,000.00
YOY	-49.68%	187.96%	-9.09%
毛利率	76%	76%	80%
综合管理服务费 (万元)	7,000.00	7,500.00	8,000.00
YOY	5.02%	7.14%	6.67%
毛利率	79%	79%	79%
酒店服务(万元)	5,000.00	5,500.00	6,000.00
YOY	12.78%	10.00%	9.09%
毛利率	33%	33%	33%
收入合计	210,249.59133	251,809.42786	266,142.72761
毛利合计	117930.6322	157668.4851	179711.3094

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3030	5006	6450	7589
现金	1332	3412	4793	6037
应收账款	77	77	93	98
其它应收款	158	104	124	131
预付账款	26	28	28	26
存货	1431	1385	1412	1296
其他	7	0	0	0
非流动资产	1866	1868	1993	2122
长期投资	0	0	0	0
固定资产	252	317	349	379
无形资产	11	11	11	11
其他	1603	1539	1632	1731
资产总计	4896	6874	8443	9711
流动负债	2477	3920	4563	4739
短期借款	4	0	0	0
应付账款	434	462	471	432
其他	2039	3459	4092	4307
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	2477	3920	4563	4739
少数股东权益	75	85	105	135
股本	560	560	560	560
资本公积	1000	1000	1000	1000
留存收益	784	1308	2215	3276
归属母公司股东权益	2344	2868	3775	4836
负债和股东权益	4896	6874	8443	9711

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	498	2228	1522	1383
净利润	565	675	927	1091
折旧摊销	76	16	19	21
财务费用	-46	-11	-10	-12
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-143	1547	578	283
其它	46	2	8	1
投资活动现金流	-853	-15	-151	-151
资本支出	853	80	50	50
长期投资	0	-60	100	100
其他	1	6	-1	-1

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856	2102	2518	2661
营业成本	839	923	941	864
营业税金及附加	187	189	227	240
营业费用	86	82	96	98
管理费用	61	57	65	64
财务费用	-46	-11	-10	-12
资产减值损失	5	3	3	3
公允价值变动收				
益	-0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	725	859	1196	1405
营业外收入	43	40	40	50
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	756	899	1236	1455
所得税	192	225	309	364
净利润	565	675	927	1091
少数股东损益	38	10	20	30
归属母公司净利润	527	665	907	1061
EBITDA	755	864	1205	1414
EPS (元)	0.94	1.19	1.62	1.89

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	82.0%	13.3%	19.8%	5.7%
营业利润	154.3%	18.5%	39.2%	17.5%
归属于母公司净利润	110.1%	26.1%	36.5%	17.0%
获利能力				
毛利率	54.8%	56.1%	62.6%	67.5%
净利率	28.4%	31.6%	36.0%	39.9%
ROE	22.5%	23.2%	24.0%	21.9%
ROIC	-137.6%	-42.9%	-47.0%	-50.1%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	57.0%	54.0%	48.8%
净负债比率	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.22	1.28	1.41	1.60
速动比率	0.65	0.92	1.10	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.36	0.33	0.29
应收账款周转率	24	25	27	26
应付账款周转率	2.44	2.06	2.02	1.91
每股指标 (元)				

筹资活动现金流	-126	-133	10	12	每股收益(最新摊薄)	0.94	1.19	1.62	1.89
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	0	-4	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.89	3.98	2.72	2.47
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.19	5.12	6.74	8.64
普通股增加	280	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-280	0	0	0	P/E	27.53	21.83	16.00	13.68
其他	-126	-129	10	12	P/B	6.19	5.06	3.84	3.00
现金净增加额	-480	2081	1381	1244	EV/EBITDA	15	14	10	8

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn