东兴证券
DONGXING SECURITIES

销地外延空间起航 全产业链内涵深度挖掘

——海宁皮城（002344）调研快报

2012 年 9 月 10 日

推荐/首次

海宁皮城 | 调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号：S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 销地扩张全面打开外延空间。

目前我国皮革市场的产地主要集中在河北、辽宁佟二堡、海宁三大地区，公司今年 9 月底的成都项目打破了产地市场外延空间局限性的瓶颈，成为广阔销地市场拓展的里程碑，而近期公告的哈尔滨项目及正在筹备的北京地区项目更是进一步证明了皮革专业批发市场收入主要增量渠道的可持续性。外延增量可期的同时，公司租售并举的盈利模式具备高盈利，抗周期性的特点，但在市场化租金定价模式下，内涵杠杆的幅度及波动则与经济周期密切相关，就相对成熟的物业而言，去年提租幅度平均在 38%的水平，最差的 08-09 年提租不到 10%，今年在 12-13%之间，目前原材料成本的高企及经济环境的不确定性也使得商户经营信心下降，从而减少了产品备货量。但下游商户对于商铺的需求还是整体供不应求的格局，公司在租金及承租权定价方面还是具备较强的议价能力，具体到主要项目看：

·**五期项目品牌生活馆**将于本月底开业，总建筑面积 18 万平，装修即开始交租，确认收入按月确认。**租金水平为 147.6 元/平/月，与前期主要项目 180-200 元/平/月的平均水平略低，实际是为五期业态的提档升级提供了契机：不同于之前的品类区隔，本期将以品牌划分，招取一些大户，进行大店制的探索，从之前的几十平拓展到 400 平左右的水平。此外还进行了两大创新：一是品类创新，**一楼开辟时装品牌，以厂家直供压缩渠道的类工厂店模式经营，引入雅莹、玖姿、凯撒等知名品牌；**二是品牌创新**，开设国际馆，进行特定国家的皮革制品招商，通过西班牙、土耳其当地的皮革协会洽谈并把控质量，引入当地的二三线纯正本土品牌。虽然基于关税因素，产品价格优势并不显著，但从设计及原料质地等方面经超出国内制造水平；同时外商单个品牌很难打开国内市场，海宁无疑是其品牌国际化延伸的绝佳平台，从而实现了两者稳固的双赢格局。

·**成都市场**位于北部商贸新城的规划中，距离市中心 10-20 公里，规划总建面 45.6 万平米，其中市场部分面积约 16 万平米，项目纯租金收入约 67.75 元/月/㎡，**承租权费共 2.14 亿元，按 3 年摊销（四期是五年摊销）。作为首个销地项目，上游资源仍以海宁当地为主：**皮衣当地仅占 10%，箱包当地占一半，而总的品类构成中又仅有 20%的比例。该项目 9 月份已经开始了大量的营销推广活动。而针对远距离的物流瓶颈，商户主要通过第三方物流专线解决，成本不高，主要由商户自身承担费用。**本项目吸取了新乡异地扩张的问题经验：一是没有选择郑州中心城市，客源吸引没有达到预期的 50%；另外一个问题选址不能太中心，依靠外地客源为主，停车压力较大。**成都项目在避免了上述两大主要问题的基础上，预计绝大部分商户当年能够实现盈利。另外，成都和新乡因为有出售部分首年租金按照建筑面积计算，第二年会变回可使用经营面积的口径，两者通常差一倍。

·**哈尔滨及佟二堡二期项目：**哈尔滨项目规划用地面积约 200 亩，总投资约 10 亿元，地处规划的高铁新区，从区位潜力上看优于成都项目。哈尔滨是人均裘皮消费占有量最大的市场，但受到周边轻工贸易集聚地的严

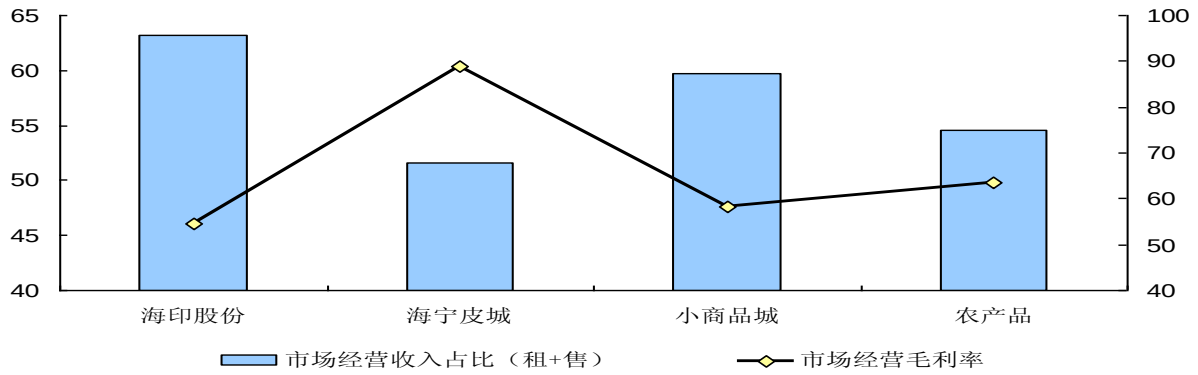
重分流，该项目是地方政府导向的客流集中诉求，各项支持条件较为优厚。从体量规模上看目前也没有强劲的竞争对手。佟二堡二期 10 万平米裘皮交易市场也将于近期开业，租金为 192 元/月/㎡，公司锁定三年，配套商铺出售的高单价是明后年的业绩主要弹性点所在。

2. 市场租金定价与租售并举双轨构筑良性现金奶牛。

公司采取租售并举的盈利模式，初次 15%以下的比例出售，回流现金流、形成市场化的租金水平。后续年份的租金定价是以转租市场价的 60-70%确定。该标准主要基于以下两点：商铺经营者通常是有实力的生产商，另一部分是商铺投资者，前者直接取决于皮革生产及后向一体化的盈利能力；而后者则是市场中商铺供需博弈的反映，随着商铺的稀缺出现了承租权费用，实际经营者优先续租，但为了商铺的套利合理化，该费用实际是公司合同租金价格和市场价格差距的一次性交费。写字楼等配套物业比例相对随意，核心盈利部分主要是租金。

海宁皮城的租金毛利率水平位居可比公司首位，一方面海宁皮城的租金水平以市场定价主导，而不同于小商品城、农产品的政府指导租金模式；另一方面，其上游行业即皮革、皮具商户的自身毛利率水平远高于其他市场的轻纺类、农产品类毛利率水平，从而在价值链中端可以分得更多的毛利率通道。2011 年海宁商铺租金同比上涨 30%，商铺及配套租金毛利率水平升至 88.89%；今年上半年更是在去年高基数之上进一步提升 4.15 个百分点至 91.46%。从现金流看，公司截至中报的货币资金 16 亿元，53%的资产负债率相对于其他重资产的商业企业也明显优化。另外房地产收入今明两年将会形成高峰，虽然短期将拉低公司的毛利率水平，但对现金流将形成一定支持，预计今年 4 亿，明年 3 亿左右。

图 1：批发市场可比上市公司市场经营份额及毛利率对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

3. 全产业链配套，打造皮革产业集群平台。

零售业态的前向一体化和制造业尤其是轻工业的后向一体化，也即两者的融会贯通无疑是产业发展的大势所趋。批发市场作为最为传统的零售业态之一未来的转型升级路径主要为：向零售市场的转型即批零兼营的路径；向现代物流配送中心的转型；向展贸中心、服务型商业的转型，不同类型的批发市场有着各自不同的转型方向。海宁作为最初的产地批发市场，正借助着工业园区的两大配套项目及本部三期及五期的业态、品牌及品类创新实现自身的全产业链通路，从而通过强大的产业集群效应提高自身的租金议价能力、配套商铺出售的溢价以及皮革市场价格风向标的指引作用。

另外，基于我们的奥特莱斯专题报告，皮革专业批发市场的可选属性、远郊属性及高客单价属性与奥特莱斯的核心特点极为类似，但我国目前奥莱业态发展的最大瓶颈就是上游品牌资源，尤其是一线国际品牌资源的稀缺性和不可控性，而海宁皮城基于多年积淀的上游资源甚至包括海外资源，无疑具备更加先发、优厚的上游一体化掌控能力；同时，随着其销地市场规模的逐步扩大，餐饮娱乐休闲配套的比例也将加大，海宁或将成为各零售业态中引领及贯穿上、下游的先锋力量。

表 1：专业批发市场的发展趋势预测

类型	发展趋势
销地型的专业批发市场	将会向大型连锁超市，仓储式商场，大型购物中心等方向转型，不转型的专业批发市场或者成为零售巨头属下的物流配送点，或者改善其硬，软件设施以加强其竞争力。
集散地型的专业批发市场	将逐渐向物流中心转化或与物流园区结合，以更好地发挥其对货物的集散作用。可以说，集散地型的专业批发市场是物流中心的雏形。
地产型的专业批发市场	一个方向是规模越做越大，功能越复杂，形式越多样，最终向会展型，生态旅游型的产科研，展销游等综合基地发展，另一个方向是规模越做越小，功能越专一，形式越单纯，直至演化为一个小小的交易所，仅保存专业批发市场的商流与信息流功能。

资料来源：东兴证券研究所

结论：

专业批发市场收入增速主要靠外延，内涵杠杆则取决于租金的议价主导能力，整体盈利能力远高于零售各业态平均水平。海宁皮城今年开启了销地市场的里程碑，无论是外延空间还是皮革品类的全产业链议价能力而言均具备较大的内外双向挖掘空间。而租售并举的盈利模式又使其具备逆周期的溢价。我们预测公司 12-13 年 EPS 为 1.21、1.78，其中 12 年的商铺出售业务 0.33 元，房地产贡献 0.12 元，对应 PE 分别为 19 倍、13 倍。综合考虑到公司自有物业、盈利模式的安全边际及较为确定的外延增量，给予 12 年 23 倍的 PE，对应 6 个月目标价 27.8 元，距当前价格仍有 18%的涨幅，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

1、现有项目租金水平受到经济波动的下行风险;

2、异地外延扩张带来的选址、品牌知名度低、市场培育期长等经营风险。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　　相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。