

全国扩张专业市场的商业地产

增持 维持

目标价格：36.30 元

投资要点：

- 📖 公司密集公布投资计划，外延扩张可期
- 📖 公司的本质是具有强大招商能力、以交易市场为载体的商业地产公司
- 📖 公司全国化扩张战略打开业绩成长空间

报告摘要：

- **公司密集公告对外投资计划。**公司公告开发佟二堡三期项目、授权湖北金联品牌加盟开发武汉市场、现金出资1亿元设立担保公司，进一步展现了其全国扩张的计划和决心，稳步推进海宁皮城从“产地”到“销地”、从东部到中西部的市场覆盖。
- **公司的本质是具有强大招商能力的商业地产公司。**公司是皮革交易专业市场的龙头公司，领先地位稳固，但公司核心业务本质上是以专业市场业态呈现的商业地产。公司通过多年深入耕耘皮革产业链，掌握了大量皮革商户资源，拥有快速导入实力商户、培育新建市场人气的的能力。这样，公司在进行新项目扩张时，能够在短时间内获得良好的招商效果，完成商铺的出售和出租，迅速回收资金实现项目的滚动开发。
- **全国化扩张为公司成长打开空间。**公司的皮革交易市场具有很强的零售属性，最大覆盖半径为300公里，未来网点布局的空间广阔。公司提供行业信息、融资担保、人文旅游等综合配套服务，对商户具有较强吸引力，外延扩张能力强。公司外拓方式灵活，资金压力小，持续推进外延扩展战略的能力强。
- **公司近期国有限售股解禁。**实际控制人为海宁财政局，减持压力不大。
- **盈利预测和公司估值。**公司2012-2014年EPS分别为1.22元、1.65元、1.88元，给予2013年EPS 22倍PE估值，上调目标价至36.30元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	1019.87	1856.49	2042.14	2368.89	2676.84
增长率(%)	82.23	82.03	10.00	16.00	13.00
归母净利润(百万)	250.88	527.02	684.85	922.72	1053.92
增长率(%)	157.68	110.07	29.94	34.73	14.22
每股收益	0.90	0.94	1.22	1.65	1.88
市盈率	23.07	21.96	25.18	18.69	16.37

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

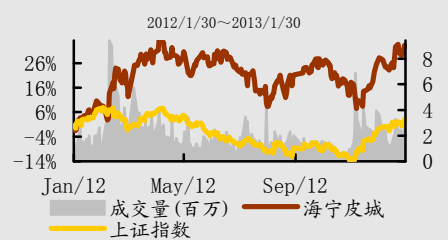
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《海宁皮城：外拓连锁稳步推进，增长超预期》

2012/04/18

《海宁皮城：中报业绩大增，异地扩张加速》

2011/08/15

《海宁皮城：异地扩张步伐加快 提升公司价值》

2011/05/17

目录

一、公司密集公告对外投资计划.....	4
(一) 佟二堡三期项目，布局东北的又一步	4
(二) 通过品牌加盟开发武汉海宁皮革城	4
(三) 设立担保公司，增强融资服务能力	5
二、公司的本质是具有强大招商能力的商业地产公司	5
(一) 公司是全国领先的交易专业市场	5
(二) 公司租售商铺的核心业务，本质上是商业地产	7
三、全国化扩张为公司成长打开空间.....	9
(一) 公司单体市场覆盖半径 300 公里	9
(二) 公司综合服务能力强，外拓方式灵活	10
1、公司是皮革行业的综合服务商	10
2、公司外延拓展方式灵活，有利于减轻资金压力	11
四、公司国有限售股解禁，减持压力不大.....	12
五、盈利预测和估值	12
六、主要风险因素	12

插图

图 1: 公司收入、利润暂居专业市场第二.....	6
图 2: 公司毛利率领先于其他专业市场.....	6
图 3: 公司租售结合模式导致固定资产规模相对较小.....	6
图 4: 公司拥有专业市场中最强的偿债能力.....	6
图 5: 上市后公司收入和利润快速增长.....	7
图 6: 商铺租售推动了公司收入增长.....	7
图 7: 内涵提升和外延扩张双轮驱动公司收入增长.....	8
图 8: 公司已经建成的项目通过租金提升为业绩增长做出贡献.....	8
图 9: 公司已建和规划项目主要分部在我国北方.....	9
图 10: 公司产地和销地扩张均取得了成功.....	10
图 11: 公司编制海宁皮革指数以跟踪皮革价格走势和市场景气状态.....	11
图 12: 公司货币资金一直保持比较充裕的状态.....	11

表格

表 1: 佟二堡三期项目盈利前景良好.....	4
表 2: 公司市场面积在上市专业市场公司中排名第二.....	5
表 3: 公司经营面积领先于我国主要皮革市场.....	7
表 4: 公司拟建、在建项目储备丰富.....	9
表 5: 公司限售股解禁 3.44 亿股, 占总股份的 61.47%.....	12
表 6: 公司盈利预测与估值.....	13

一、公司密集公告对外投资计划

公司近期公告了多项投资计划，进一步展现了其全国扩张的计划和决心，稳步推进海宁皮革城从“产地”到“销地”、从东部到中西部的市场覆盖。公司依托皮革产业链的深厚积累，培育了一批核心商户跟随公司开拓全国市场，发展前景看好。

（一）佟二堡三期项目，布局东北的又一步

公司公告在佟二堡镇佟二堡村昌盛街以南、佟二堡海宁皮革城一期市场对面，建设佟二堡海尔皮革城三期项目。该项目总投资 8.144 亿元，占地 189 亩，总建筑面积 21.04 万平米，包括 12.26 万平米品牌生活馆、5.38 万平米创业园区和 3.4 万平米商务办公。该项目由控股子公司佟二堡海宁公司开发，公司持有其 83.73% 股权。佟二堡海宁公司已以 3.23 亿的价格取得该地块的土地使用权，采取滚动开发方式进行运作，建设周期两年。

目前，佟二堡海宁皮革城一期和二期市场已相继开业，经营情况良好。实施佟二堡海宁皮革城三期项目将推动佟二堡皮革产业集群转型升级，强化海宁皮革城在佟二堡地区的规模优势和龙头效应，进一步满足商铺及配套物业的市场需求，促进公司“外延式扩张”发展战略实施。

根据公司公告，佟二堡三期项目拟采取租售结合的方式进行开发运作，项目中创业园区和商务办公全部销售，销售单价预计分别为 6,000 元/平米和 4,000 元/平米；品牌生活馆全部租赁，预计年租赁单价为 800 元/平米。按照公司测算，项目静态投资回收期约 7 年。

表 1：佟二堡三期项目盈利前景良好

物业类型	建筑面积	处理方式	预计价格	理论收益	理论投资回收期	公司测算投资回收期
品牌生活馆	12.26 万平米	出租	800 元/平米/年	8908 万元/年		
创业园区	5.38 万平米	出售	6000 元/平米	32280 万元	3.6 年	7 年
商务办公	3.4 万平米	出售	4000 元/平米	13600 万元		

资料来源：公司公告，宏源证券

（二）通过品牌加盟开发武汉海宁皮革城

公司与湖北金联、吴凌先生三方就武汉海宁皮革城开发事宜，于 2012 年 12 月 24 日在海宁市签署了《品牌加盟协议》：公司授权湖北金联在“银河汇”商业综合体中一幢约 18 万平米的经营皮革制品的物业，使用“海宁皮革城”名称和 LOGO，使用时间 2013 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，共计壹拾伍年。湖北金联每年向公司支付品牌加盟费 3000 万元，一年一付，每年度 7 月 16 日前支付。

武汉是公司外延拓展的重要目标市场，鉴于“银河汇”商业综合体所处地理位置优越，符合“海宁皮革城”连锁市场的选址要求，公司与湖北金联采取品牌加盟的形式开发武汉海宁皮革城项目，是对皮革城连锁市场开发形式的新探索，是进一步扩大海宁皮城影响力、实施外延式发展战略的新举措。品牌加盟协议履行后，公司在无资金投入的情况下，每年增加 3,000 万元收入，对公司未来财务状况、经营成果将产生有利的影响。

公司通过品牌加盟的方式开拓武汉市场，一方面有利于品牌推广，获得稳定的加盟费收入，另一方面可以减轻公司外延扩张的资金压力，集中财务资源进一步把成熟市场做强做大。

（三）设立担保公司，增强融资服务能力

公司拟现金出资 1 亿元，投资设立皮革城担保公司，以进一步完善皮革城中小商户金融服务体系，缓解中小商户融资担保难、成本高的矛盾，促进商户健康发展，与此同时，也可以进一步提高本公司对商户的凝聚力。

公司旗下皮革专业市场的繁荣，要依靠市场商户经营能力的提高；公司商铺租金水平的提升，也建立在商户盈利能力提升的基础上。为市场商户的生产经营提供全方位的服务，一直是公司致力于打造的核心竞争力。皮革行业产销季节性强、经营用款高峰集中且企业固定资产相对不足，融资难一直是制约许多商户发展的重要因素。公司目前自有现金较为充裕，投资担保公司无需借助贷款或融资，不仅可以提高本公司整体资金的使用效率，还可以缓解资金闲置的压力。

二、公司的本质是具有强大招商能力的商业地产公司

（一）公司是全国领先的交易专业市场

自 2010 年上市以来，公司在募集资金的支持下，快速发展，率先走出了专业市场的全国扩张道路。在目前上市的专业市场中，公司市场面积位居第二，落后于小商品城、领先于轻纺城。但是，就发展前景来看，公司增长前景明显强于可比公司，主要原因有：1、公司经营的皮革商品讲究质地、款式，差异化程度高，单体市场覆盖范围不超过 300 公里，具有全国扩展的空间；2、公司已江苏、河北、辽宁、四川等省份异地扩张，逐步摸索出完整的“产地”+“销地”扩张策略，取得喜人的招商成绩。

表 2：公司市场面积在上市专业市场公司中排名第二

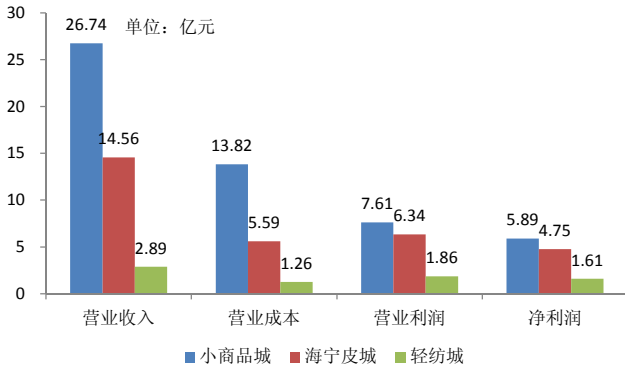
公司	经营商品	市场经营模式	市场面积	覆盖地域	物业所有权
小商品城	小商品	租赁	400 万平方米	浙江义乌	自有
海宁皮城	皮革商品	租赁+出售	180 万平方米	全国连锁	自有
轻纺城	纺织品	租赁	135 万平方米	浙江绍兴	自有

资料来源：公司公告，宏源证券

从盈利能力来看，截至 2012 年三季度，公司营业收入、营业利润和净利润均位居专业市场第二，而公司毛利率则位居第一，净利率位居第二。相对小商品城，公司展现出更强的盈利能力，相对轻纺城，公司具有绝对领先的规模优势。考虑到公司 2012 年三季度有本部五期、佟二堡二期、成都海宁 3 个大体量市场开业，公司盈利的成长性远远超过小商品城和轻纺城。

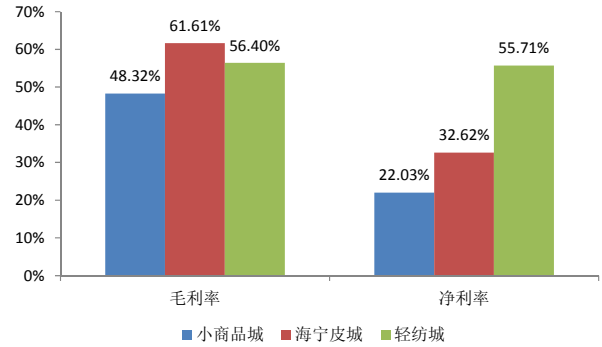
在资产数量方面，截至 2012 年三季度，公司由于采用租售结合的销售策略，固定资产规模相对较小。后续，随着公司外拓项目逐步完工、进表以及公司逐步提升商铺租赁占比，公司固定资产规模将出现快速上升，有利于公司增强申请银行授信的能力。从偿债能力看，公司流动比率和资产负债率已经相对领先，拥有超越小商品城和轻纺城的债务支付能力。

图 1: 公司收入、利润暂居专业市场第二



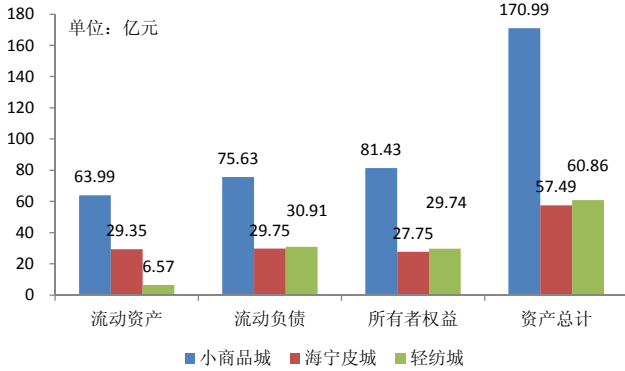
资料来源: 宏源证券

图 2: 公司毛利率领先于其他专业市场



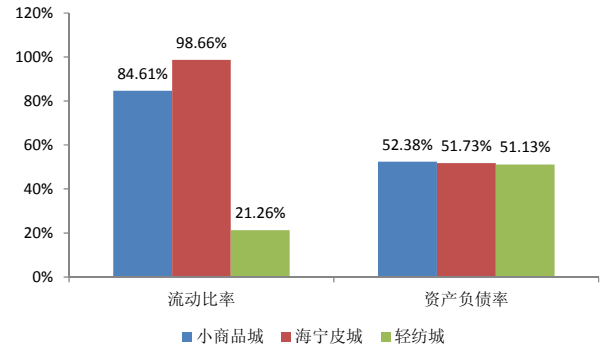
资料来源: 宏源证券

图 3: 公司租售结合模式导致固定资产规模相对较小



资料来源: 宏源证券

图 4: 公司拥有专业市场中最强的偿债能力



资料来源: 宏源证券

在皮革市场领域, 公司由于率先上市并进行全国扩张, 抢先将市场网点布局到我国皮革工业基础较好的浙江、河北、广东、辽宁四省, 并积极拓展了四川等传统皮革消费市场, 从而获得超越同行的规模优势。

从经营品类来看, 花都、白沟、桐乡、余姚等皮革市场均选择一个品类作为主打, 与公司涵盖产业链上下游的全品类经营没有可比性。在市场经营面积、交易金额等指标上, 与公司的差距也比较大。唯一与公司产品品类、业务模式比较接近的是辛集皮革城, 但是辛集皮革市场包括了大量加工工厂, 市场的交易面积和交易金额与公司差距明显。并且, 公司积极在河南新乡和北京小红门进行市场布点, 形成对辛集皮革城的南北夹击的态势, 分流辛集的商户和客流, 削弱辛集皮革城的影响力, 压缩其生存空间。所以, 公司作为皮革专业市场龙头的市场地位, 不可撼动。

表 3: 公司经营面积领先于我国主要皮革市场

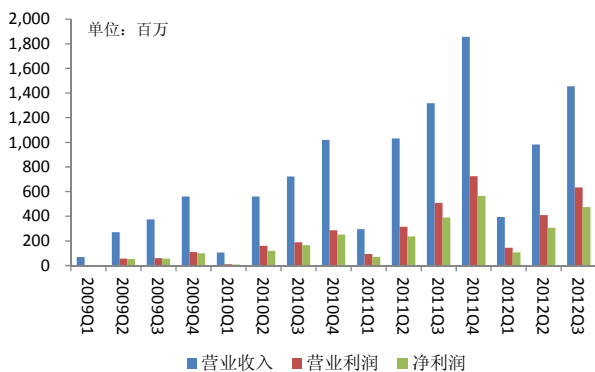
市场名称	省份	建筑面积(万平方米)	经营范围
广州花都狮岭皮革皮具城	广东	25	皮革五金、原材料、皮具成品、皮革五金机械设备
辛集皮革商业城	河北	150	“前店后厂”形式,集加工、贸易于一体
白沟箱包城	河北	12	经营各种箱包
桐乡鞋业皮革城	浙江	18	经营鞋类、箱包、皮革制品
余姚裘皮城	浙江	10	经营裘皮服装
海宁皮革城	全国	180	经营所有皮革上下游产品,是全国皮革品种最集中的专业市场

资料来源: 宏源证券

(二) 公司租售商铺的核心业务, 本质上是商业地产

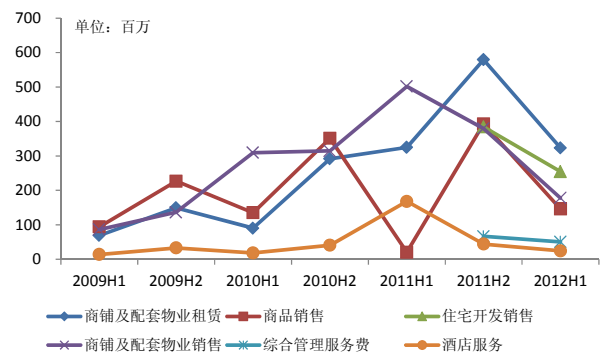
自上市以来, 公司收入和利润保持快速增长, 截至 2012 年 3 季度公司收入达到 14.55 亿元, 净利润 4.75 亿元, 相对上市前 2009 年 3 季度, 同比分别增长 288% 和 736%。从收入的具体构成来看, 商铺租售收入的稳步上升是营业收入上升的主要推动力。

图 5: 上市后公司收入和利润快速增长



资料来源: 宏源证券

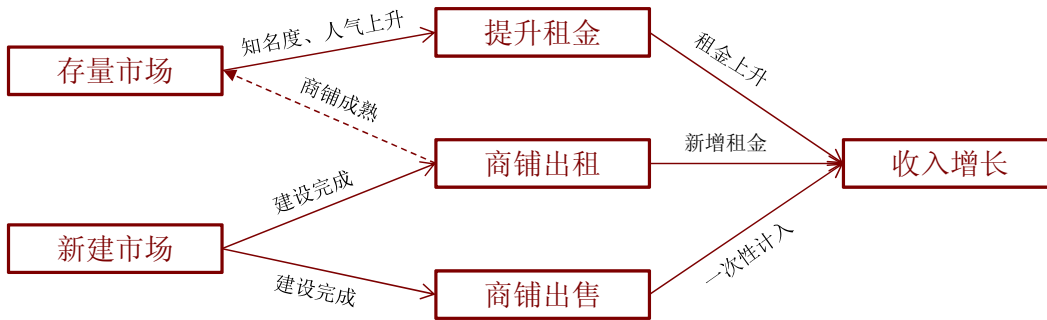
图 6: 商铺租售推动了公司收入增长



资料来源: 宏源证券

由于公司在东方艺墅销售完毕后, 不再开发住宅项目, 所以公司今后将更加聚焦在以皮革交易专业市场为载体的商业地产上。公司收入增长也主要受租金上涨的内涵提升和新建市场的外延拓展所驱动。从这一点来看, 公司盈利的核心业务是商铺的租售, 公司业务的本质是对商业地产的经营。

图 7: 内涵提升和外延扩张双轮驱动公司收入增长



资料来源: 宏源证券

从公司上市后成长轨迹分析, 公司双轮发展的特点十分明显: 一方面, 公司 2010 年新开本部三期、四期、佟二堡一期市场, 控股并购沭阳市场; 2011 年新开佟二堡二期、河南新乡市场、收购佟二堡二厅; 2012 年新开本部五期、佟二堡二期、成都市场。外延扩展的马不停蹄, 让实现了公司连续两年营业收入 82.23%、82.03%和净利润 157.68%、110.07%的超高速增长。另一方面, 公司每年 15%左右的租金提升和近两年确认东方艺墅的收入, 也对收入和盈利增长贡献较大。

在 2012 年, 公司在本部、佟二堡、成都继续新开 3 个大体量市场。虽然这 3 个市场 9 月份才同时开业, 在销售方式上以出租为主, 导致对 2012 年业绩贡献有限, 但是这 3 个市场良好的招商形势, 将为公司 2013 年的业绩稳定增长奠定坚实基础, 成为 2014 年公司佟二堡三期、北京小红门等项目完成前公司业绩增长的重要推力。

所以, 公司核心业务本质上是以专业市场业态呈现的商业地产。公司的通过多年深入耕耘皮革产业链, 掌握大量皮革商户资源, 形成了快速导入实力商户、培育新建市场人气的能力。这样, 公司在进行本部扩建和异地扩张时, 能够在短时间内获得良好的招商效果, 完成商铺的出售和出租, 迅速回收资金实现项目的滚动开发。

图 8: 公司已经建成的项目通过租金提升为业绩增长做出贡献

项目		开业时间	权益占比	建筑面积 (万平米)	可租面积 (万平米)	租期 (年)		
商铺	海宁本部	老城市场	1994	100%	5.75	3.75	12	
		一期市场	2005	100%	15.73	5.65	1	
		二期	鞋业广场	2007	100%	6.57	1.77	1
			皮草广场	2007	100%	7.11	2.7	1
			原辅料市场	2007	100%	6.26	1.77	1
		三期	品牌风尚广场	2010	100%	20.48	12.29	3
		四期	裘皮广场	2010	100%	6.2	2.96	5
		五期	品牌旗舰店广场	2012	100%	18.23	11.18	1
		异地项目	沭阳海宁	2008	70%	5.19	1.97	1
			佟二堡一期	2010	83.73%	16.12	10.72	1
	佟二堡二期		原辅料市场	2011	83.73%	2.97	0.04	1
			裘皮皮装市场	2012	83.73%	10.23	3.96	3
		佟二堡二厅	2011	83.73%	2.19	2.19	1	
		新乡海宁	2011	51%	5.86	5.31	1	
	成都海宁	2012	100%	15.98	13.89	3		
配套物业	皮革城酒店	2009	100%	5.07				
	出口加工区	2006	100%	25.9	11.35	1		
	综合商务楼	2009	100%	4.93	3.52	1		
合计		-	-	180.77	95.02	-		

资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、全国化扩张为公司成长打开空间

(一) 公司单体市场覆盖半径 300 公里

公司的皮革交易市场具有很强的零售属性，最大覆盖半径为 300 公里，超出有效覆盖范围的客户会被其它流通渠道和交易市场分流，形成事实上的客户流失。所以自上市后，公司就逐步在华东、华北、东北、西南市场进行密集布点。目前，公司在浙江海宁、江苏沭阳、河南新乡、辽宁灯塔、四川成都已成功开出皮革交易市场，未来几年将陆续开出北京海宁、哈尔滨海宁、乌鲁木齐海宁，并通过品牌加盟的方式开出武汉海宁，形成对北方主要市场的覆盖。

根据公司披露的资料，目前这些拟建项目，就足以支撑公司高速增长至 2015 年，能够保证公司业绩实现确定性增长。在加上对已有项目的改建、扩建，公司未来三年外延扩张大有文章可作。

图 9：公司已建和规划项目主要分部在我国北方



资料来源：公司公告，宏源证券

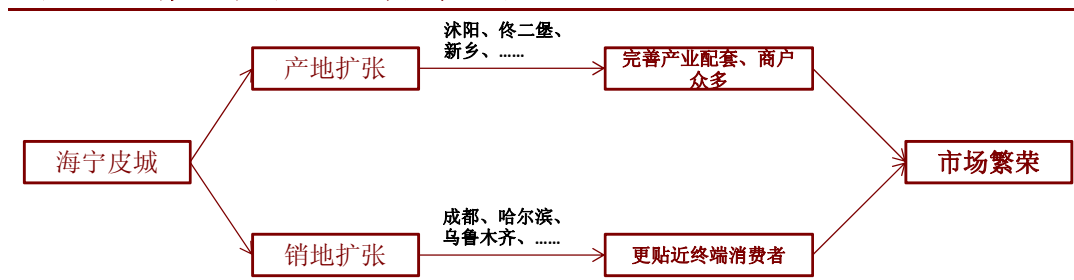
表 4：公司拟建、在建项目储备丰富

项目名称	权益占比	项目内容
北京小红门项目	53%	占比 36.3 万平米，市场面积约 20-30 万平米
佟二堡项目三期	83.73%	公告竞得土地，面积 12.60 万平米
哈尔滨项目	-	公告与当地政府达成合作协议，占地约 200 亩，总投资约 10 亿元
沭阳皮革工业园	70%	皮革制品加工厂,10 万平米
斜桥加工区	100%	皮革厂房，24 万平米

资料来源：公司公告，宏源证券

从公司的扩张路径来看，公司先是在具有一定皮革工业基础的沭阳、新乡和佟二堡进行了“产地”扩张。主要是因为这些地方皮革市场相对成熟，具有大量的皮革商家和成熟的物流体系，皮革市场容量大，市场培育期短，扩张成功机率高。随着公司异地扩张经验积累和能力提高，公司进行了更贴近终端消费者的“销地”扩张。虽然相对“产地”扩张而言，“销地”扩展的难度更大，市场的成熟度更低，但是公司通过深入挖掘已有商户资源，发挥资源整合的优势，通过快速导入实力商户首战告捷。目前，作为“销地”扩张的第一站，成都市场超过90%的商户，为公司导入的“海宁商户”，充分显示了公司“销地”扩张的实力。

图 10: 公司产地和销地扩张均取得了成功



资料来源：公司公告，宏源证券

从市场容量来看，公司全国扩张的前景同样广阔。一方面，从国内市场的容量来看，2005年我国皮革服装总产量为6640.05万件，其中内销1023.05万件，占比15.41%；而到2011年，总产量为6355.46万件，其中内销4987.46万件，占比78.48%。虽然皮革总产量的变化不大，但是内销占比的急剧上升，反映了国内皮革消费市场蓬勃发展的事实。另一方面，专业市场一般位于交通便利的城乡结合部，相对于百货公司的租金成本更低，同时专业市场广泛存在厂商或者一批直销的情况，销售的链条更短，加价的环节更少，所以专业市场销售皮革制品的价格远低于百货销售的价格。更低的加价率，有助于帮助公司抢占百货公司的传统市场，形成对百货的渠道替代。

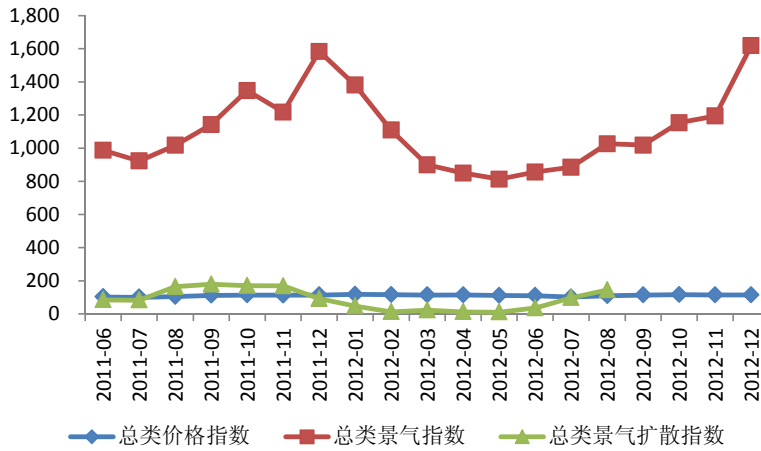
(二) 公司综合服务能力强，外拓方式灵活

1、公司是皮革行业的综合服务商

公司一直围绕全皮革产业链开展业务，除了提供经营场地外，还提供行业信息、融资担保、人文旅游等综合配套服务，帮助市场商户提升商品附加值，实现产业布局向“微笑曲线”的设计端和销售端延伸。

公司在2012年1月率先发布了“中国海宁皮革指数”，成为反映皮革商品价格走势和皮革市场整体景气状态的风向标。该指数的发布，有利于促进皮革制品的产销衔接和供需平衡，帮助商户提高资源配置效率，是一项具有公司特色的信息增值服务。

图 11: 公司编制海宁皮革指数以跟踪皮革价格走势和市场景气状态



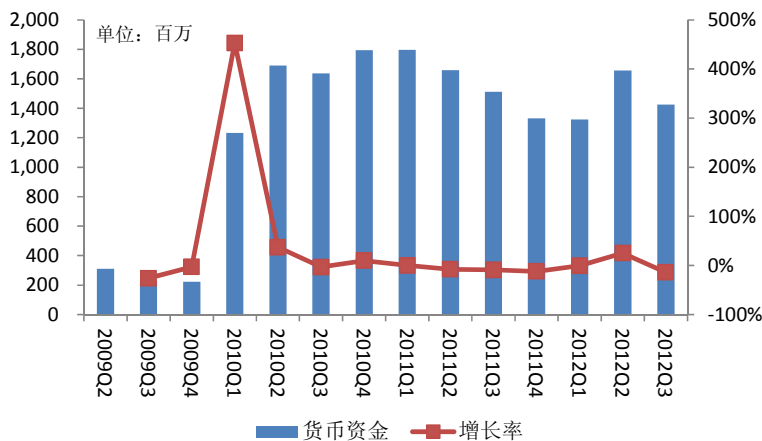
资料来源: 公司公告, 宏源证券

申请国家 AAAA 级旅游景区, 公司通过人文旅游提升市场人气, 推升市场的繁荣度。公司本部所在海宁市为国家购物型 AAAA 级旅游景区, 2010 年客流量 455 万人比, 2012 年客流量进一步达到 588 万人次, 同比增长 15.12%, 公司成功的通过旅游服务带动皮革商品消费, 观光游客推升市场繁荣。据了解, 公司成都项目也在积极申请 AAAA 级旅游景区, 力争复制公司本部旅游提升市场人气、扩大市场影响力的良性循环, 进一步增强商户对公司市场的依附性。

2、公司外延拓展方式灵活, 有利于减轻资金压力

公司作为专业市场的商业地产开发商, 需要投入较多资金在土地储备、前期开发和市场培育上, 对资金具有天然较大的需求。为此, 公司一方面适度控制扩张速度, 采取分步推进、滚动开发, 保持资金的良好循环; 另一方面, 公司采取了租售结合的销售政策, 前期项目采用了更高的销售比例, 以快速回笼资金, 后期项目逐步将销售比例压缩至 20% 以内, 以增加自持物业的数量, 为以后提升租金收入打下基础。在公司多方政策的努力下, 公司的货币资金一直保持比较充裕的水平, 为公司持续扩张奠定了坚持的基础。

图 12: 公司货币资金一直保持比较充裕的状态



资料来源: 公司公告, 宏源证券

同时, 为集中资源做大优势项目, 公司在对武汉市场扩张时采取了品牌加盟的方式。

通过对外品牌授权和管理输出,公司不但将自有品牌打入武汉市场,还能在不额外投入资金的情况下,每年实现 3000 万元的营业收入,为公司推进佟二堡、北京等重点项目积累了资源。

四、公司国有限售股解禁,减持压力不大

公司公告提示 2013 年 1 月 26 日公司将有 344,253,000 股解除限售,占公司总股本的 61.47%。因 2013 年 1 月 26 日为非交易日,故本次解除限售股份实际可上市流通日期为 2013 年 1 月 28 日。

由于公司实际控制人为海宁财政局,我们认为公司大非限售股解禁后的减持压力不大,国有股东减持公司股份是小概率事件。本次限售股解禁的压力主要在心里层面,实际对股价的冲击有限。

表 5: 公司限售股解禁 3.44 亿股,占总股份的 61.47%

股东全称	所持限售股份总数	本次解除限售股份数量	备注
海宁市资产经营公司	212,483,600	212,483,600	质押冻结 100,000,000 股
海宁市市场开发服务中心	117,769,400	117,769,400	质押冻结 58,880,000 股
全国社会保障基金理事会转持三户	14,000,000	14,000,000	-
合计	344,253,000	344,253,000	

资料来源:公司公告,宏源证券

五、盈利预测和估值

我们看好公司未来的发展前景,认为公司全国化扩展战略将带动公司业绩稳定成长,主要的假设: (1) 2012-2014 年公司营业收入增速分别为 10%、16%、12%; (2) 2012-2014 年公司综合毛利率 61%、68%、68%; (3) 2012-2014 年公司期间费用率 6.25%、5.65%、4.95%。

目前,公司本部市场发展良好,未来三年业绩增长确定性高;公司异地市场逐步结束培育期,开始贡献业绩。考虑到公司全国化布局的战略逐步推进和落实,逐渐将“产地”市场和“销地”市场连成一片,把公司皮革市场编织成一个有机的连锁网络,有利于平衡各个地区消费习惯和流行时尚等导致的景气波动,推动公司业绩稳定增长,所以我们给予公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.22 元、1.65 元、1.88 元。结合公司业绩增长的确定性和皮革交易专业市场龙头低位,给予 2013 年 EPS 22 倍 PE,上调目标价至 36.3 元,维持增持评级。

六、主要风险因素

公司新市场扩张受阻,招商情况不达预期;皮革市场竞争加剧,公司租金水平出现下滑。

表 6: 公司盈利预测与估值

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1856.49	2042.14	2368.89	2676.84	收益率				
减: 营业成本	839.05	796.44	758.04	856.59	毛利率	54.80%	61.00%	68.00%	68.00%
营业税金及附加	187.26	207.25	240.41	271.66	三费/销售收入	5.44%	6.25%	5.65%	4.95%
营业费用	85.51	91.90	104.23	115.10	EBIT/销售收入	38.23%	44.08%	51.10%	51.17%
管理费用	61.11	63.31	71.07	77.63	EBITDA/销售收入	42.32%	54.47%	60.05%	58.86%
财务费用	-45.62	-27.50	-41.38	-60.32	销售净利率	30.41%	34.44%	40.01%	40.44%
资产减值损失	4.54	2.89	2.89	2.89	资产获利率				
加: 投资收益	0.54	0.00	0.00	0.00	ROE	22.49%	23.68%	25.42%	23.56%
公允价值变动损益	-0.09	0.00	0.00	0.00	ROA	15.08%	15.02%	18.39%	16.59%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	207.75%	51.51%	107.66%	81.65%
营业利润	725.09	907.86	1233.62	1413.29	增长率				
加: 其他非经营损益	31.26	30.00	30.00	30.00	销售收入增长率	82.03%	10.00%	16.00%	13.00%
利润总额	756.35	937.86	1263.62	1443.29	EBIT 增长率	129.21%	26.84%	34.46%	13.15%
减: 所得税	191.78	234.47	315.91	360.82	EBITDA 增长率	116.52%	41.58%	27.89%	10.76%
净利润	564.57	703.40	947.72	1082.47	净利润增长率	124.85%	24.59%	34.73%	14.22%
减: 少数股东损益	37.55	18.55	25.00	28.55	总资产增长率	10.45%	27.31%	9.85%	25.39%
归属母公司股东净利润	527.02	684.85	922.72	1053.92	股东权益增长率	19.78%	23.37%	25.52%	23.23%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	经营营运资本增长率	57.68%	-213.98%	34.54%	-74.41%
货币资金	1174.34	2183.36	2541.41	4003.69	资本结构				
应收和预付款项	260.00	156.74	317.23	218.36	资产负债率	48.61%	50.18%	43.06%	44.03%
存货	1431.09	1025.71	1312.66	1329.70	投资资本/总资产	26.92%	13.72%	18.69%	7.79%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.25	1.12	1.47	1.53
投资性房地产	1559.67	1386.44	1213.22	1039.99	速动比率	0.63	0.78	1.01	1.16
固定资产和在建工程	251.90	1217.58	1183.25	1648.93	股利支付率	26.56%	20.02%	20.02%	20.02%
无形资产和开发支出	11.50	10.16	8.83	7.50	收益留存率	73.44%	79.98%	79.98%	79.98%
其他非流动资产	18.54	12.39	6.23	6.23	资产管理效率				
资产总计	4707.03	5992.38	6582.84	8254.40	总资产周转率	0.39	0.34	0.36	0.32
短期借款	3.80	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	7.37	9.39	12.93	17.97
应付和预收款项	2192.26	2915.08	2742.52	3542.56	应收账款周转率	24.27	22.60	22.95	23.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	0.59	0.78	0.58	0.64
其他负债	92.03	92.03	92.03	92.03	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	2288.09	3007.11	2834.55	3634.59	EBIT	709.74	900.21	1210.47	1369.66
股本	560.00	560.00	560.00	560.00	EBITDA	785.69	1112.35	1422.61	1575.65
资本公积	999.83	999.83	999.83	999.83	NOPLAT	506.25	652.66	885.35	1004.74
留存收益	783.93	1331.70	2069.73	2912.70	净利润	527.02	684.85	922.72	1053.92
归属母公司股东权益	2343.77	2891.54	3629.57	4472.54	EPS	0.941	1.223	1.648	1.882
少数股东权益	75.18	93.73	118.73	147.28	BPS	4.185	5.163	6.481	7.987
股东权益合计	2418.95	2985.27	3748.29	4619.81	PE	32.57	25.06	18.60	16.29
负债和股东权益合计	4707.03	5992.38	6582.84	8254.40	PB	7.32	5.94	4.73	3.84
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	9.25	8.40	7.25	6.41
经营性现金净流量	499.18	2089.74	467.09	2077.09	PCF	34.38	8.21	36.75	8.26
投资性现金净流量	-852.72	-977.50	22.50	-477.50	EV/EBIT	22.67	16.77	12.20	9.74
筹资性现金净流量	-125.57	-103.23	-131.54	-137.32	EV/EBITDA	20.48	13.57	10.38	8.46
现金流量净额	-478.77	1009.02	358.05	1462.28					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 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、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、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、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。