

海宁皮城 (002344.SZ) 百货零售行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

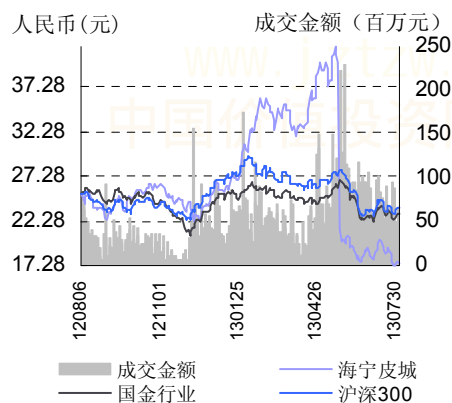
市价(人民币): 17.95元

目标(人民币): 22.71元

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)	1,012.44
总市值(百万元)	196.00
年内股价最高最低(元)	41.78/17.28
沪深300指数	2278.33
中小板指数	5703.98



全国稳步扩张、业绩高增长的皮革市场龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.941	1.258	0.967	1.179	1.372
每股净资产(元)	4.19	5.19	6.63	8.48	10.73
每股经营性现金流(元)	0.89	2.41	1.45	1.81	2.07
市盈率(倍)	24.05	21.13	18.10	14.85	12.75
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	13.94	13.94	13.94
净利润增长率(%)	110.07%	33.69%	53.69%	21.91%	16.44%
净资产收益率(%)	22.49%	24.23%	29.18%	27.79%	25.58%
总股本(百万股)	560.00	560.00	1,120.00	1,120.00	1,120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高成长: 每年新开2个市场, 全国稳步扩张, 未来成长空间大。**
 - **异地复制力已得到确认。** 1. 全国布局初现: 公司已成功开出海宁、佟二堡、成都、沭阳、新乡5地18个市场, 总建面近200万平米; 2. 营收增长快: 从09年到13年, 收租面积与市场租赁收入分别翻了3倍与10倍; 3. 项目储备充足: 斜桥/北京/西安/天津/乌鲁木齐/呼和浩特等。
 - **综合盈利与营收同步高增长。** 营收/扣非净利 3yr CAGR 59%/101%; 提租、增铺、售铺/房, 三者适度配比、滚动开发, 提高资金效率; 承租权费的制度创新, 提前兑现一至几年转铺权收益, 增厚业绩。
 - **管理层激励充分, 成长动力强。** 公司高管持股比例为零售A股排名前十, 且是这前十名中, 唯一一家国有控股企业; 独特的国企背景、民企活力特色, 是其持续创新求进的重要内在动力。
- **护城河宽: 产业集约化核心竞争力强, 皮革市场龙头地位稳固。**
 - 专业市场赖以存在与发展的产业链状态(上下游量众而小散)并未改变; 尤其皮革产业对专业市场平台的依存度更强, 而产业本身还有发展空间。
 - 公司产业集约化平台效应对上下游的增值效用显著, 而其市场先机与龙头地位、对上下游的品牌粘度等, 非一日而就, 对手难复制。
 - 品牌价值: 上游商户黏度高, 销地开市有跟随; 下游消费者对品牌信任度高, 线上、线下皆被认可, 为今年皮城上线成功奠定基础。
- **盈利预测: 2013~2015年EPS 0.97、1.18、1.37**
 - 预计本部/外埠提租 5-15%/20-30%, 假设14年新开哈尔滨/佟二堡3期;
 - 营收、净利润及盈利增速分别为 29/34/38、11/13/15亿元, 54%/22%/16%, 商业/地产EPS分别为 0.72/0.86/1.0和 0.25/0.32/0.37。
 - 公司快报: 上半年营收 16.95亿元, 净利润 5.85亿元, 同比增速分别为 72.67%和 96.58%; 得益于承租权费、新开铺及部分房产销售确认。

投资建议

- 海宁皮城是高成长与盈利较确定的专业市场板块龙头。给予“增持”评级。

估值

- 鉴于整个零售板块估值中枢下移及未来整体增长的不确定性, 我们给予公司未来6-12个月22.71元保守目标价位, 相当于商业/地产22x和12x14PE。

风险

- 外延项目不达预期, 承租权费收益随新开项目大幅波动的风险。

赵海春 联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

高增长、全国布局，未来成长空间大	5
异地复制力与优异的成长性已得到确认.....	5
综合盈利与营收同步高增长.....	7
管理层高持股，激励充分，成长动力强.....	13
护城河宽：产业链集约化核心竞争力强	14
皮革产业仍有空间，对专业市场依存度尤强	14
产业链集约化核心竞争力，助力公司行业领先	16
品牌价值，增益发展后劲	21
财务分析	21
营收与盈利同步保持高增速.....	21
盈利能力强而可持续， ROIC-3yr CAGR 在 A 股 71 只零售股中位居第一 ..	22
盈利预测与估值.....	23
商铺租赁与管理 2013~15 年营收 15、18、21 亿元	23
商铺及房产销售 2013~15 年总营收 9、11、13 亿元.....	25
预计 2013~15 年总营收/净利润 29/11、33/13、32/12.6 亿元.....	26
估值与投资建议.....	28
附录：三张报表预测摘要	30

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表目录

图表 1: 海宁皮城现有、将开及储备项目 vs 国内主要竞争对手市场分布图	5
图表 2: 海宁皮城新开市场与新增面积稳步增长	6
图表 3: 海宁皮城市场租赁收入 5 年翻 10 倍	6
图表 4: 海宁皮城市场培育成功-提租能力强劲	6
图表 5: 海宁皮城市场出租面积统计与估算	7
图表 6: 已开市场租赁与管理收入增长强劲	7
图表 7: 主力市场客流稳增-佟二堡 12 年增速 55.56%	7
图表 8: 海宁皮革城一至五期布局	8
图表 9: 东方艺墅位置、各期排屋及公寓销售的估算	9
图表 10: 海宁本部截至 2012 年已开业物业统计	10
图表 11: 佟二堡一、二期市场销售估算 (租金情况见租金汇总表)	11
图表 12: 成都海宁皮城商铺租赁收入的预测	11
图表 13: 成都新都区海宁皮城位置及项目图	12
图表 14: 北京小红门项目位置	13
图表 15: 海宁皮城高管持股比例零售 A 股排名第八-是前十里唯一国有控股	14
图表 16: 专业市场赖以产生、发展的要素在众多产业仍存在	14
图表 17: 中国专业市场发展历史与现状-近 12 年亿元以上专业市场成交额和坪效持续上升	15
图表 18: 全国亿元以上交易市场面积增速缓降	15
图表 19: 全国亿元以上交易市场交易额稳定增长	15
图表 20: 皮革服装业步入成熟期-行业集中度与均产值升	16
图表 21: 毛皮服装产业新兴初期-企业数与均产值齐升	16
图表 22: 专业市场更容易强者恒强 - 大平台有正反馈与虹吸效应	17
图表 23: 产地型专业市场-产业链集约化效应图解	17
图表 24: 浙江省-亿元以上专业市场个数-全国第一	18
图表 25: 浙江省-亿元以上专业市场总交易额-全国第二	18
图表 26: 浙江省-亿元以上专业市场面积-全国第三	18
图表 27: 浙江省-亿元以上专业市场摊位数-全国第二	18
图表 28: 天然毛皮服装-分地区产量月度累计值-浙江、广东、河北前三	18
图表 29: 商业地产属性对零售-专业市场子行业-公司的盈利能力是有利的 ...	19
图表 30: 2012 年度-专业市场-A 股 10 家企业的净利润率与净利润额分布	20
图表 31: 海宁皮城近几年承租权费贡献与增速	20
图表 32: 海宁皮城的演变——专业市场 进化的优秀典范: 产业集约化、市场 HOPSCA 化、实体+在线 双平台	21
图表 33: 海宁皮城 3 年 1 季营收及增速	22
图表 34: 海宁皮城 3 年 1 季-单季度-营收及增速	22
图表 35: 71 家零售 A 股-ROIC- CAGR-3yr*Top20	22

图表 36: 71 家零售 A 股-ROIC- 13Q1-Top20	22
图表 37: 海宁皮城 3 年 1 季毛利润及毛利润率	23
图表 38: 海宁皮城 3 年 1 季-单季度-毛利润及毛利润率	23
图表 39: 海宁皮城 3 年 1 季净利润及净利润率	23
图表 40: 海宁皮城 3 年 1 季-单季度-净利润及净利润率	23
图表 41: 租赁与管理收入预估-百万	24
图表 42: 各子市场单位租金的估算 (面积明细见前第 7 页, 图表 5)	24
图表 43: 各子市场租金涨幅的估算	25
图表 44: 主要商铺销售的估算-百万元	26
图表 45: 销售预测	27
图表 46: 海宁皮城目前坪效低于小商品城, 但异地市场梯队未来提租空间可观	28
图表 47: 海宁皮城、小商品城、轻纺城近 6 年扣非净利增速对比	28
图表 48: 海宁皮城 PE、PS-Band	29
图表 49: 海宁皮城 PE-ttm 位于行业中等偏高	29

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

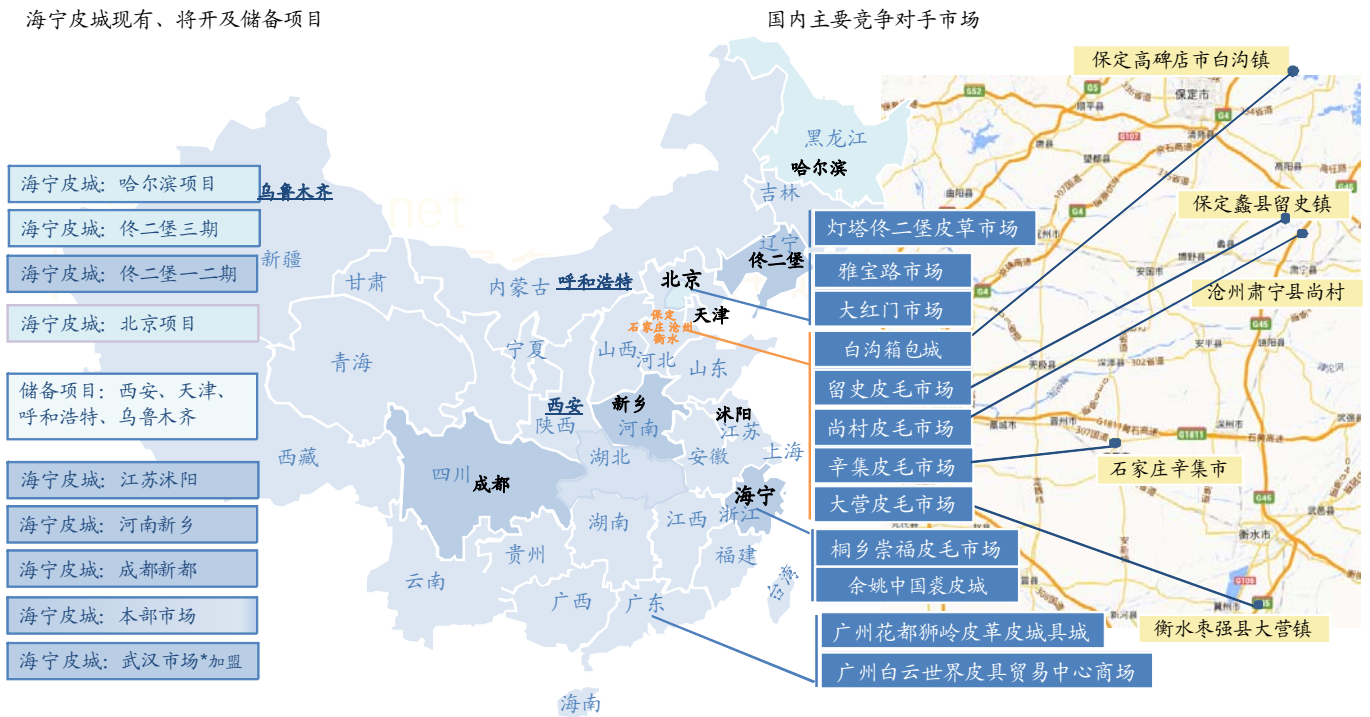
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

高增长、全国布局，未来成长空间大

异地复制力与优异的成长性已得到确认

- 异地复制成功，全国布局，每年新开 2 个或以上子市场，成长空间大。
 - 2008 年落子佟二堡，2012 年攻克成都，公司在本地市场开发稳固、又有众多上游商户支持跟随的情况下，踏出全国布局的步伐，获得异地产地型-佟二堡、销地型-成都（哈尔滨，14H2 开业）市场的**异地复制成功**。
 - 目前已开市场有海宁、佟二堡、成都、沐阳、新乡 5 地 18 个市场，总建筑面积近 200 万平米，收租面积约 90 万平米；

图表1: 海宁皮革城现有、将开及储备项目 vs 国内主要竞争对手市场分布图

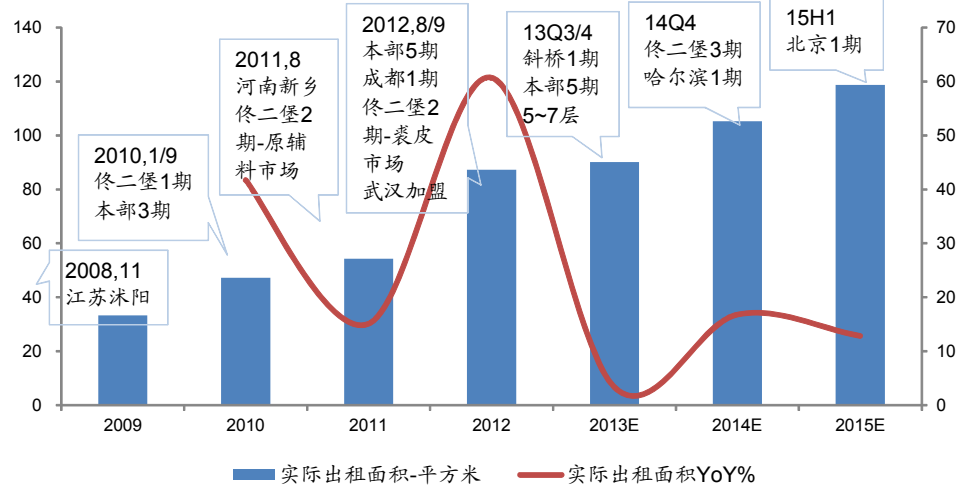


来源: 公司公告, 皮革协会网站, 国金证券研究所绘制

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

- 公司实际收租面积，由 2009 年的 33 万平方米，增长至目前的近 90 万平方米（总建筑面积近 200 万平方米），翻了近 3 倍；

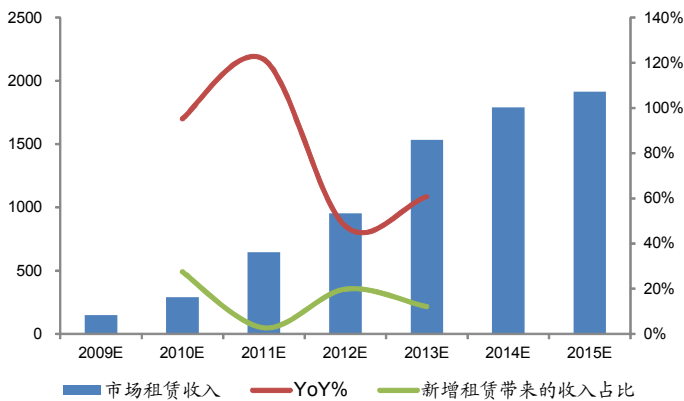
图表2: 海宁皮城新开市场与新增面积稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 而市场租赁（含综合管理费、承租权费等）收入由不到 1.5 亿增长到 15 亿以上，整整翻了 10 倍；租赁收入的增量，主要来自市场培育成熟后的提租以及提租创新模式-承租权费招租，少量来自新市场首年新增租金收入。

图表3: 海宁皮城市场租赁收入 5 年翻 10 倍



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4: 海宁皮城市场培育成功-提租能力强劲



- 项目储备充足：斜桥、本部五期今年将开；北京、西安、天津、乌鲁木齐、呼和浩特等市场，开出在即；中短期成长无忧。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表5: 海宁皮城市场出租面积统计与估算

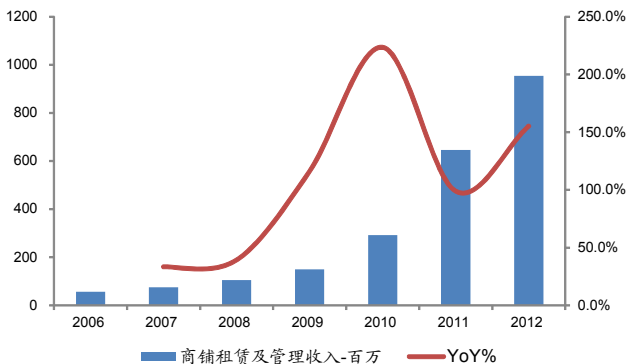
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
老城市场	37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87
出口加工区	113,545.00	113,545.00	113,545.00	113,545.00	113,545.00	113,545.00	113,545.00
一期市场 (A座)	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97
二期原辅料市场	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73
二期鞋业广场 (B座) (2,3层已转做毛皮)	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80
二期皮革广场 (C座)	27,036.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20
江苏沐阳皮革城		28186.4	28186.4	28186.4	28186.4	28186.4	28186.4
综合商务楼-主楼	10,920.00	10,920.00	10,920.00	10,920.00	10,920.00	10,920.00	10,920.00
综合商务楼-裙楼	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00	24,231.00
三期品牌风尚中心*新老租户不同价	43774	43774	61422.4	122884.8	122884.8	122884.8	122884.8
佟二堡一期 (可租面积89042平米)		83242	83242	83242	89042	89042	89042
四期裘皮广场(D座)租金		27429	27429	27429	27429	27429	27429
佟二堡二期原辅料市场			376	376	376	376	376
河南新乡			53070	53070	53070	53070	53070
成都新都市场-租金			123893	123893	123893	123893	123893
海宁本部五期-1~4层			48519	48519	48519	48519	48519
海宁本部五期-5~7层					21197.2	21197.2	21197.2
本部1~4期过街天桥					2044	2044	2044
佟二堡二期裘皮市场租金				39616	39616	39616	39616
斜桥加工项目一期				56000	56000	56000	56000
佟二堡三期						65190	65190
哈尔滨项目						85860	85860
北京项目-计划建筑面积20-30万平米, 按25万、建面/套内0.6估算, 按租售比9: 1							135000
实际出租面积-万平米	33.31	47.19	54.30	87.25	90.16	105.26	118.76
YoY%		41.7	15.1	60.7	3.3	16.8	12.8

来源: 公司公告, 国金证券研究所

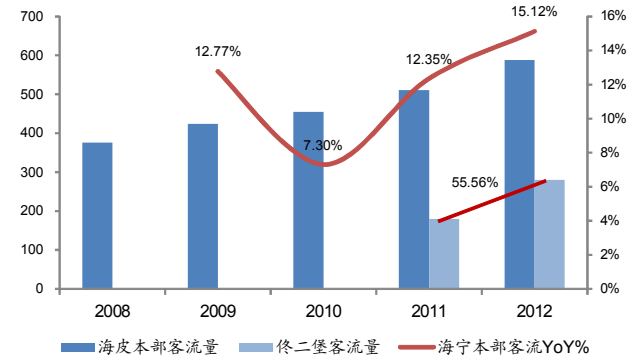
综合盈利与营收同步高增长

- 现存 5 地 18 市场, 培育成功, 客流与租赁和管理费收入都呈强劲增长。
 - 熟铺热销, 一铺难求, 二期四层招租获 5353 元/平米的超高承租权费: 2012 年收入/净利润分别为 22.6 / 7.05 亿元。

图表6: 已开市场租赁与管理收入增长强劲



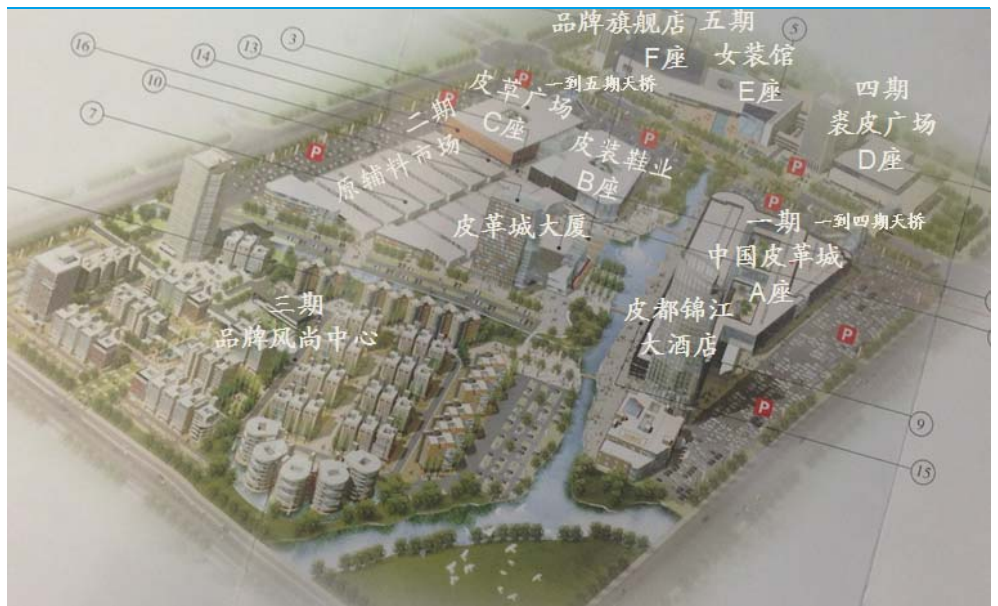
图表7: 主力市场客流稳增-佟二堡 12 年增速 55.56%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 海宁皮城本部现有市场: 国内皮革业第一, 内生增长依然可挖掘: 预计今年提租幅度 5-10%; 而内部品类调整所带来的增量收入, 例如, 二期鞋业馆四层高达 4 亿承租权费, 也将是存量市场提高收益的重要途径。

图表8: 海宁皮革城一至五期布局



来源: 现场调研, 国金证券研究所

✓老城市场 → 龙城广场，不能不说的“燎原火种”

- ◇ 早在 2000 年代中期，国内专业市场商场化在浙江省俨然成势，城市化进程中，位于市中心位置的老旧专业/综合市场如何去留与进化是包括海宁皮城、路桥日用品商城、宁波轻纺城、嵊州领带城等经历了第一波鼎盛期的老市场们普遍面临的问题。
- ◇ 海宁皮城管理层的决策：1. 老商户整体搬迁入新城广场（一期市场-A 座）→ 避免对新市场缺乏信心；2. 老市场腾空后，整体出租给颐高作为数码广场，而非卖出而导致“李鬼”进场与新市场竞争
- ◇ 龙城广场 2 大新举措：1. 设立创新的按产品板块划分的业态布局 2. 增设零售模式
- ◇ 正是由于上述决策与创新举措，才掀开了后面海宁皮城一期~五期的崭新建设；龙城广场自 2008 年 7 月起及后续 12 年，贡献公司稳定租金收入，2010 年前年 1120 万，之后每年递增 60 万元。
- ◇ 同样整体出租的，还有淘皮城，2010 年淘皮公司注销后，以 200 万每年出租（我们估计每年略有提租）。

1.2.2 一期市场：中国皮革城 A 座，建面 15.73 万平米，租售比 1:1，出售 4.23 万平米，已在 06~09 年售完；出租 4.07 万平米，为皮具、皮衣、皮草和男装及餐饮的一~四层。

✓二期鞋业：由鞋业、皮草、原辅料三个市场组成

- ◇ 鞋业广场 B 座：位于本部整体的中部偏北，毗邻一期，建面 6.6 万平米，租售比 9:1，5276 平米已于 09 年售完；出租面积 1.77 万平米；现有商户 300 多家，主营鞋类。
- ◇ 皮革广场 C 座（原毛皮服饰牛仔城）：位于鞋业广场西北侧，建面 7.11 平米，市场公用 4.41 平米，无出售，出租 2.7 万平米；现有皮草商户 400 多家，是集信息、采购、展示、物流于一体的大型毛皮服饰中心。
- ◇ 原辅料市场：位于本部西北侧，总建面 6.28 万平米，租售比约 1:2.5，出售 4.5 万平米，已于 08、09 年售完，出租 1.77 万平

米，聚集了大量服装原辅材料，尤其皮革原辅材料供应商，是产业链集约化效应的重要构成部分。

✓三期市场：品牌风尚中心，是一个集企业办公、设计开发、品牌展示、新品发布、营销、创意、休闲会所于一体的皮革品牌培育的商务区；建面 20.48 万平米，租售比 1:1.5，出售 8.19 万平米（2010 年售 5.48 万平米，2012 年售 2.7 万平米），出租 12.29 万平米。因为是培育品牌的目的而建，目前租金低，涨租平稳，年贡献营收不多，在五千万左右。

✓四期市场：未来中高端裘皮主战场，首战告捷承租权费，一铺难求。

◇ 裘皮广场-D 座，有 226 家商铺、知名裘皮品牌 212 家，主营各类精品裘皮服装；总建面 12 万平米，其中包括一个皮革博物馆、约 5.8 万平方米的两幢商务楼，以及一座地下一层、地面四层、建面 6.2 万平米、出租面积 2.96 万平米的裘皮交易市场。

◇ 2010 年 10 月，也是海宁皮城史上第一次，一次性成功入账承租权费约 6.37 亿元。除餐饮用房外的 225 间商铺计 28,042 平方米于 2010 年 4 月 28 日完成招商，220 户（人租率达 97.81%）认租了裘皮商铺 27,429 平米、57 个月(2010,10,1~2015,6,30)总承租权费 63739.45 万元，合租金 407.6 元/平米·月，承租权费 2.32 万元/平米。

✓五期市场：品牌旗舰店广场 F 座，建面 18.2 万平米，由 2 幢共 2.2 万平米的 SOHO 和 16 万平米的商场组成；商场部分建筑层高六层，局部七层，定位为品牌旗舰店集群，分为时装、箱包、皮装、综合和女装馆 E 座，共五大馆；12 年开业，对一到四层出租，实现了 100%认租率，租期为 1~3 年可选，第一年租金折合 147.6 元/平米·月。该市场消费体验好，盈利能力预计较强，未来三年有望收入过亿。

✓东方艺墅：是公司唯一的房地产项目，有排屋 230 套，多层公寓 366 套；由于设计定位偏高端，据当时的海宁日报报道，2009 年预售三次推出都立即售罄；该项目预计将在 2013、14 年贡献营收 2.6 和 3.4 亿元。

图9：东方艺墅位置、各期排屋及公寓销售的估算



	2012	2013E	2014E
东方艺墅一、二期排屋	77000	77000	77000
总销售-亿元	27%	9%	3.9%
5.40 平均售价-元/平米	20790	6930	3003
120,000 总面积-平米	13000	16000	18000
销售收入-百万元	270.27	110.88	54.05
销售成本-百万元	114.35	38.12	16.52
毛利率%	57.7%	65.6%	69.4%
东方艺墅三期公寓	48500	48500	48500
总销售-亿元	40%	23%	37%
19400 平均售价-元/平米	12000	14000	16000
销售收入-百万元	233	156	287
销售成本-百万元	87	50	81
毛利率%	62.5%	67.9%	71.9%
总销售面积	40190	18085	20948
估算毛利	301	179	244
总收入	503.07	267.05	341.17

来源：公司公告，国金证券研究所估算

- 海宁本部已开业的物业统计如下:

图表10: 海宁本部截至 2012 年已开业物业统计

地域	物业名称	建筑面积	扣除少数股东权益后面积	曾用名
海宁总部市场	一期市场 (A座)	157,288	114,850	新城市场
	二期鞋业皮装、皮革广场 (B座)	102,105	99,277	鞋业广场、牛仔城
	三期品牌风尚中心	181,447	109,212	
	四期裘皮广场 (C座)	49,080	49,080	四期4#楼
	五期品牌旗舰店广场 (D座)	175,266	175,266	五期品牌生活馆
	皮革原辅料市场	62,650	19,837	
	箱包批发中心	17,770	17,770	综合商务楼裙房
	淘皮城	5,478	5,478	二期精品展示中心
	小计	751,084	590,769	
	总部商务楼	皮革城大厦	24,438	16,472
网商大厦		28,500	28,500	三期III标段23#楼
裘皮大厦		28,408	28,408	四期2#3#楼
卡森大厦		25,740	25,740	四期1#楼
五期SOHO		22,164	22,164	五期3#、4#楼
皮都锦江大酒店		39,769	28,274	一期商务楼及裙房
小计		169,019	149,558	
总部其他物业	海宁龙城广场	57,505	57,505	老城市场
	皮革城加工区	258,969	113,545	
	中信证券海宁营业部	5,087	5,087	皮管委办公楼
	*皮都东方艺墅	130,282	37,871	
	小计	451,844	214,008	
海宁总部合计		1,371,946	954,335	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

www.jztzw.net
 中国价值投资网 最多

- 佟二堡市场, 是公司第二大主力、产地型市场, 目前正处成熟发展期, 预计未来提租潜力在 20-30%, 售铺收入估计在 1.4 亿左右。

- ✓ 佟二堡地处高速路口, 交通便利, 北距沈阳桃仙机场 45 公里, 东距沈大高速公路灯塔出口 25 公里, 南距辽阳市区 25 公里; 早在 1992 年就成为佟二堡副县级经济特区, 全区有 6500 户从事皮革、裘皮服装的生产加工, 有 2000 户从事皮装、裘皮服装的销售。皮革工业园区内, 年设计皮装产量在 5 万件以上的现代化皮装生产企业已达 20 多家、裘皮生产企业 10 家, 年生产各类皮装、裘皮服装超过 500 万件, 是全国三大皮装 (海宁、辛集、佟二堡) 生产基地之一。

- ✓ 佟二堡一期, 在当地 9 大毛皮市场中, 相对定位高端;

- ◇ 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 17.7 万平米, 其中交易市场建筑面积 16 万平方米, 商务酒店建筑面积 1.6 万平方米。
- ◇ 项目于 2009 年 8 月开工, 2010 年 10 月交易市场投入使用。佟二堡海宁皮革城 4 层交易市场可租售面积共 10 万平方米, 租售比 9:1; 除金融和餐饮用房外的 9.58 万平方米商铺中, 供出售商铺面积 6,715 平方米, 供租赁商铺面积 8.9 万平方米。第一次认租率就达到 93.49%, 第一年租金总收入 6260 万元。

- ✓ 佟二堡二期分为原辅料市场和裘皮市场, 租销两旺, 提租空间较大。

- ◇ 二期总建面 13 万平米, 2.97 万平米为原辅料市场, 10 万平米为裘皮市场。

- ◇ 原辅料市场, 于 2011 年底投入使用, 为 172 间一楼一底的街面独立商铺组成; 租售比约 1:1, 已售 2.16 万平米, 收入约 1.21 亿元。

- ◇ 裘皮市场, 共 4 层建筑, 从开业至今都很抢手。2012 年 9 月只对外租售了 1-3 层, 首次 215 户就认租了 3.96 万平米, 认租率达 96.79%, 且同时收取租金约 69.52 元/平米·月和综合管理费 122.48 元/平米·月; 1 户 860 平米以 1720 万元卖出, 做银行网点。我们估计第四层也将在 13~14 年内进行租售, 但销售预测未含这部分收入。

图表11: 佟二堡一、二期市场销售估算(租金情况见租金汇总表)



		2012	2013E
出售面积-佟二堡一期	出售面积-平米	6715	
6715 总投资-亿元*	平均售价-元/平米	44676	
出租面积	4.3 销售收入-百万元	300	
89042 总面积-平米	销售成本-百万元	29	
	103,258 毛利率%	90.4%	
佟二堡二期-原辅料市场	出售面积-平米		21567.93
总投资-亿元	平均售价-元/平米		5609.31
2.9981 销售收入-百万元		120.98	
总面积-平米	销售成本-百万元	47.22	
29,690 毛利率%		60.97%	
佟二堡二期-裘皮市场	出售面积-平米		860.0
总投资-亿元	平均售价-元/平米		20000.0
4.4172 销售收入-百万元		17.2	
总面积-平米	销售成本-百万元	1.95	
102,259 毛利率%		88.64%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 沭阳市场, 开设于 2008 年 11 月, 总建面 5.19 万平米, 已由公司参股子公司江苏显通预售 2.38 万平米; 其余 2.82 万平米, 在公司收购显通 50% 而拥有 70% 股权后, 全部出租。虽然是公司最早异地、销地型项目, 但由于所处区域气候、经济水平等因素, 目前尚处于培育期, 估计每年贡献租金收入在 7~9 百万。
- 新乡市场, 建于 2011 年 11 月, 公司拥有 51% 的股权。该市场位于河南新乡火车站广场, 总建面 7.5 万平米, 可售面积 4185 平米, 已以约 7100 万元, 全部出售; 可租面积 5.44 万平米/已出租 5.3 万平米, 认租率 97.54%, 约 48.3 元/平米·月
- 成都市场, 是公司目前最重要的异地、销地型项目。

 - ✓ 项目位于成都市新都区北新干道与兴城大道交叉口, 站的 198 亩, 总建面 45.6 万平米, 一期 16 万平米四层皮革市场, 二期 14 万平米创业总部楼, 三期建 5 万平米的配套公寓。
 - ✓ 一期于 2012 年 8 月成功招商, 是公司首次新开市场就获得承租权费收入, 上游商户对海宁皮城品牌的黏度由此可见一斑。首批 14.3 万平米、以 3.26 万元/平米出售的商铺, 认售率 100%, 收入 4.68 亿元; 而出租面积 13.89 万平, 首次认租 12.39 万平米, 认租率 89.2%。这是在: 1. 新开市场, 2. 约合 67.75 元/平米·月租金; 3. 高昂的承租权费, 这三项叠加的情况下取得的, 这和老商户的跟随与新商户对品牌的信任度不可分割。

图表12: 成都海宁皮城商铺租赁收入的预测

	平均租金YoY%	2012	2013E	2014E	2015E
2012.8开业	成都新都市场-总租金(仅计算了已公告招租成功的面积-万元)	41.97	167.88	209.84	251.81
实现出租面积	成都新都市场-承租权费-2012.8.1~2015.5.31共34个月	31.42	75.40	75.40	31.42
123893.28 平米	成都新都市场-平均每平米·月-租金	67.75	112.92	141.15	169.38
	成都新都市场-承租权费-34个月期约/层平均	50.72	50.72	50.72	50.72
	成都已公告出租面积的租金收入	73.39	243.28	285.25	283.23

来源: 公司招商情况公告, 国金证券研究所

图表13: 成都新都区海宁皮革城位置及项目图



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 海宁皮革城收入增量主要来自三个方面: 老市场提租, 新市场开市收租/成熟市场内部新开分市场收取一次性承租权费, 新售铺/售房; 这三部分增量, 预计在 2013 年将贡献营收与净利润分别为 7 亿和 3 亿元。
 - 老市场提租: 主要两个情况, 海宁本部 (5-10%) 和佟二堡 (10~20%) 属于高租金、低涨租, 佟二堡的提租空间要优于海宁本部; 而次新市场, 比如成都, 就有较大的提租空间, 20% 以上; 至于其他销地型市场, 还有一个培育的阶段, 需要慢慢提租, 短期内不会有太多贡献。
 - 新市场开市: 收租, 售铺, 甚至热销的还有收承租权费的可能; 据我们 7 月最新实地调研, 目前, 可以确定 2014 年新开的项目有哈尔滨一期和佟二堡三期这两个, 其余的都有待确认。
 - ✓ 哈尔滨一期, 是公司在东北布局的第二城, 因其地理位置、当地消费习惯等因素, 市场一致期望较高。因其距离佟二堡约 700 公里 (远大于 300 公里辐射半径), 建成后不但不会对老市场形成分流, 还将与佟二堡发挥协同效应, 增强市场影响力。
 - ◇ 公司于 2013 年 5 月 21 日, 竞得了哈尔滨市道里区西三环和机场路、变兴路、先进路汇合处的 200 亩地块; 将投资 11.66 亿元, 建哈尔滨海宁皮革城一期项目。
 - ◇ 总建面约 35 万平方米, 其中皮革市场 22 万平方米 (地上 4 层), 地下车库 7 万平方米, 配套商务楼 6 万平方米; 项目租售比为 9:1 (预计 2014 年以 500 元/平方米·年起租, 后逐年递增; 出售价 2.4 万元/平方米, 商务楼将 100% 出租)。
 - ◇ 目前项目已经动工, 预计 14 年下半年可投入使用。
 - ✓ 佟二堡三期, 为提升公司在佟二堡的产业集群效应, 公司将投资 8.14 亿元, 买入位于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的 189 亩地, 建三期市场。(位置, 见第 11 页, 图表 11)
 - ◇ 公司已以 3.23 亿元取得地块; 总建面 21.04 万平方米, 包括一个 12.26 万平方米的品牌生活馆、5.38 万平方米的创业园区和 3.4 万平方米的商务办公楼; 将会建成一个集商务、休闲、健身、娱乐于一体的城市生活会馆。
 - ◇ 建成后, 创业园区和商务办公楼将全部销售, 售价预计分别为 6000 元/平方米和 4000 元/平方米; 品牌生活馆将全部租赁, 预计 800 元/平方米·年。
 - ◇ 项目已动工, 预计 2014 年下半年开业。
 - ✓ 另外, 将带来新增租金收入的还有海宁本部的一到四期过街天桥 (12 年已开业)、一到五期的过街天桥、本部五期品牌旗舰店 5-

7层（这是为适合中小铺位需求而新开的批发摊位）、作为产业链生产要素有效构成的斜桥加工区也已在2013年开业并将在近三年贡献租金收入300~900万（位置，见第9页，图表9）；建成未售的本部四期的裘皮大厦，料将在2014~15年为公司带来1.3~1.5亿元销售收入。

■ 在建与储备项目丰，后续增长无忧。

- 除了前文所述项目，公司后续即将开业项目还有北京新海宁项目，已及海宁六期、西安、乌鲁木齐、呼和浩特等地项目；项目储备充足，3~5年成长无忧。
- 北京新海宁小红门项目，是公司东北布局二城后重要的战略步骤；开业后，将为较大增强全国影响力。

◇ 对手与资源来源：距离小红门一站地铁的距离，就是北京大红门；市中心有雅宝路等进口毛皮市场，亦将提供更多高端原皮渠道，进一步扩大客户面。

1. 大红门：位于北京大红门的京温服装市场内，拥有占地1.2万平，商户600多家的华北最大、北京唯一的专业化毛皮集散中心

2. 雅宝路：位于朝阳区使馆区内，专门批发和出口商品到东欧国家，尤其是俄罗斯的商品，特别是服装。现有大小近20个服装商厦；共有商户5000多家，目前是中国大陆最大的服装出口交易市场。

图表14：北京小红门项目位置



来源：公司公告，google 地图，国金证券研究所

管理层高持股，激励充分，成长动力强

- 公司高管持股比例为零售A股排名前十，且是这前十名中，唯一一家国有控股企业；独特的国企背景、民企活力特色，是其持续创新求进的重要内在动力。

图表15: 海宁皮城高管持股比例零售A股排名第八-是前十里唯一国有控股



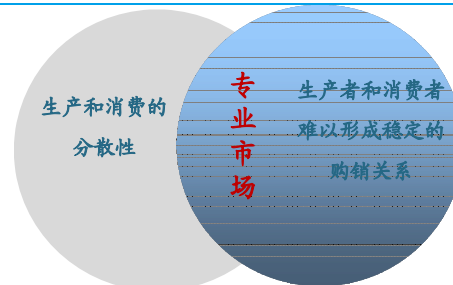
来源: 公司公告, 国金证券研究所

护城河宽: 产业链集约化核心竞争力强

皮革产业仍有空间, 对专业市场依存度尤强

- 产业链状态 → 生存与发展: 目前, 皮革产业专业市场仍是促进产业发展的良好平台。
 - 专业市场赖以发源、产生并发展的 (1.上游生产商众多、不集中、不垄断, 2.下游消费众多、不集中、商品每批次买卖不稳定难以形成长期稳定合同关系, 3.商品本身选购性强等) 要素在纺织服装 (包括皮装/皮革制品)、小商品、电子配件等非标准化产品产业仍存在。

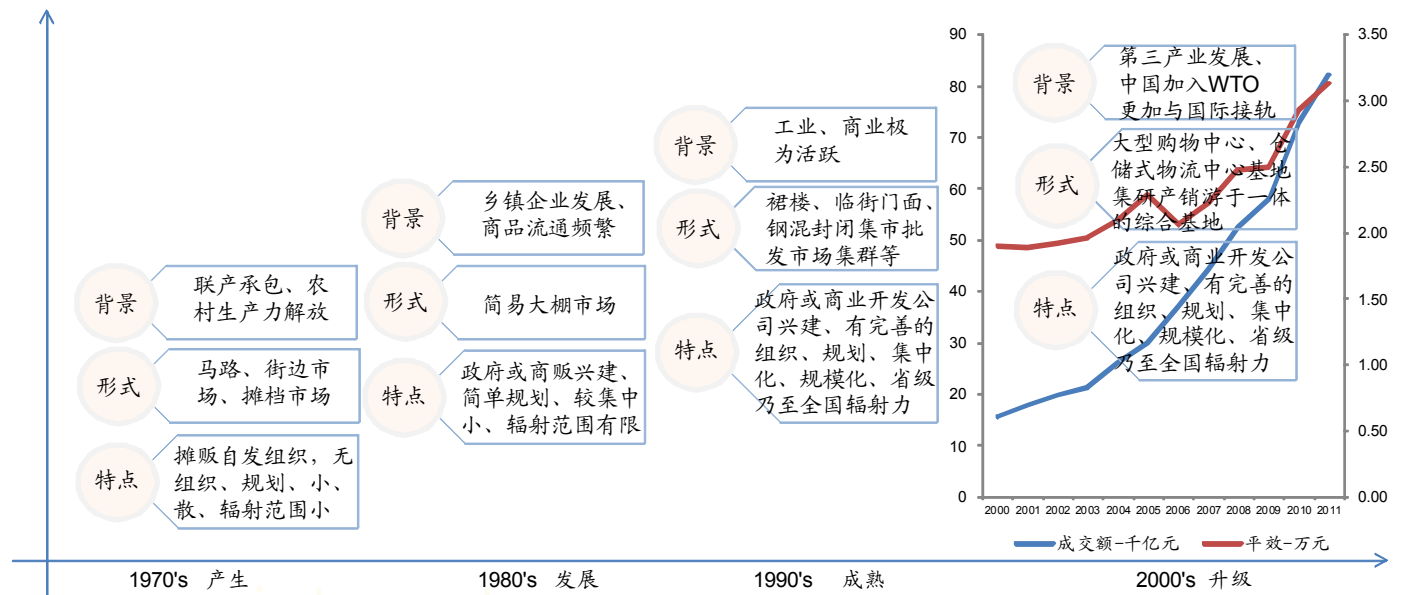
图表16: 专业市场赖以产生、发展的要素在众多产业仍存在



来源: 中国专业市场研究及主要案例分析, 国金证券研究所

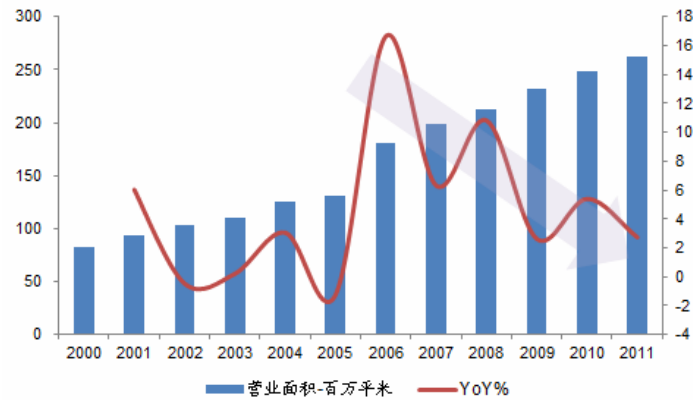
- 相对于其他纺织服装行业或日用品行业, 皮革产业上游厂商的相对品牌小、散、弱、产品非标准化差异等都更为显著, 对像海宁皮城这类专业市场的需求更大。
- 业态生命周期 → 仍处上升阶段, 尤其皮革产业的专业市场: 目前, 皮革产业专业市场仍是促进产业发展的良好平台。
 - 由于专业市场所提供的交易平台集聚了大量同类产品而提振消费者购买行为, 并借产业链集约化效应提高产销效率, 该子行业得以蓬勃发展。全国亿元以上专业市场随着发展渡过成熟阶段, 增速渐降, 但仍保存增长态势。

图表17: 中国专业市场发展历史与现状-近12年亿元以上专业市场成交额和坪效持续上升



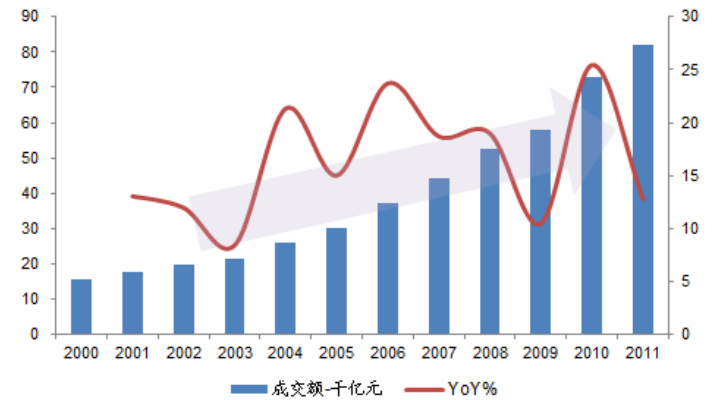
来源: 中国商品交易市场统计年鉴 2012, 中国商业地产与专业市场发展状况与趋势简析, 国金证券研究所整理绘制

图表18: 全国亿元以上交易市场面积增速缓降



来源: 中国商品交易市场统计年鉴 2012, 国金证券研究所

图表19: 全国亿元以上交易市场交易额稳定增长



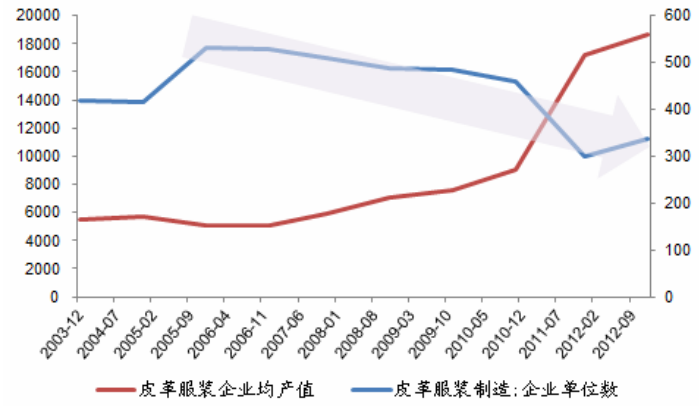
- 业态三大属性 → 盈利韧性强: 专业市场兼具零售终端、产业集约化-企业增值平台、商业地产三大属性, 在经济上升至高点时其零售属性更盈利, 而在经济落至最恶劣的滞涨时, 其地产物业的增值又可增厚其净利润安全垫。

- 业态赖以形成的产业特质 → 更能对抗电商冲击。

■ 专业市场, 由于其提供了众多非标准化可选产品与款式产品的体验性消费需求的满足, 相对传统百货、超市更能对抗电商冲击; 用海宁某知名皮草时装有限公司董事长的话来说: "其实电商运营成本并不比实体销售来的低, 更重要的是缺失了销售皮革皮革产品时所必须的尊贵服务与体验。虽然电商是大势所趋, 但是皮草皮革行业有自己的特点, 这些问题都需还要继续摸索。"

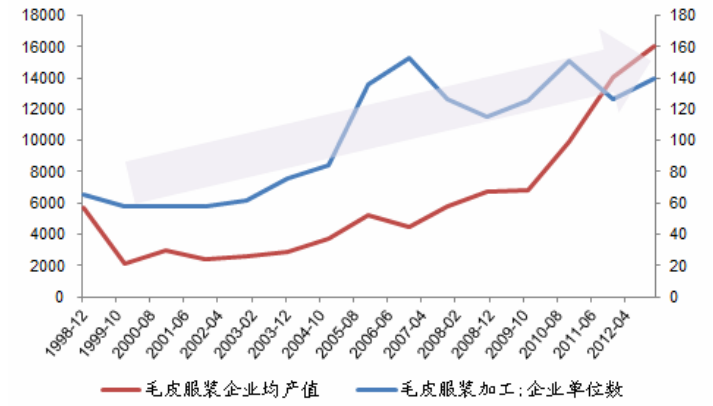
- 中国是世界皮革产品生产大国，但非强国；行业亦面临升级转型，集中度提升-企业数略有下降，而总体产值持续上升，；其中，毛皮服装产业仍处于发展初级阶段，增速快，企业数上升。

图表20: 皮革服装业步入成熟期-行业集中度与均产值升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 毛皮服装产业新兴初期-企业数与均产值齐升



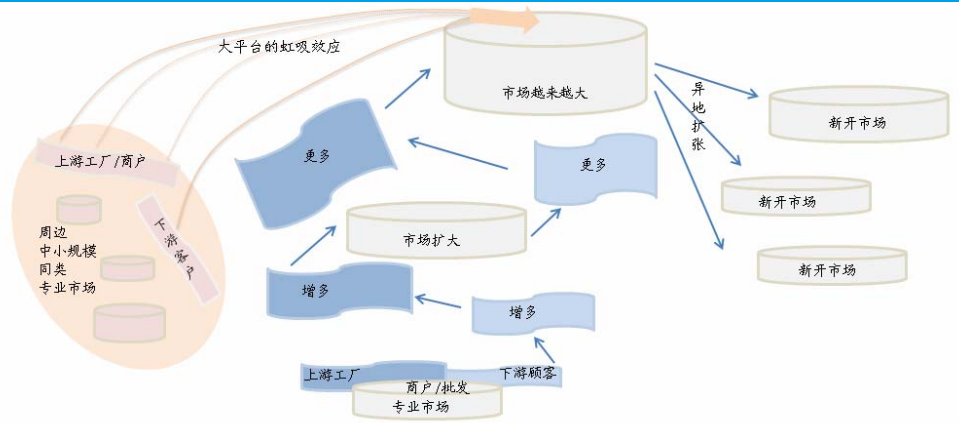
- 2012年12月份，我国生产轻革8933.16万平方米，同比增长70.98%。而据中商情报网监测数据显示:2012年1-12月，全国轻革的产量达7.47亿平方米，同比增长23.91%。
- 风险提示:考虑到外部宏观环境的不确定性，预计2013年全年行业产值增速在10%以上，而全年进出口增速将低于10%。上游的原料皮价格因牲畜在存栏量下降、生长周期长、供不应求、饲养成本上升等因素推动下水涨船高，下游企业订单总额下滑，企业面临的考验比较严峻。而高端毛皮，尤其需用狐狸、水貂皮的厂家，原皮70%都采购自欧洲，再以出口为主，遭遇进口原皮价格急涨与出口萎缩的两头夹击。

产业集聚化核心竞争力，助力公司行业领先

- 从产业基础、先发优势以及业内最强的产业链集约化效应来说，海宁皮城在国内皮革专业市场龙头的领先地位牢固；
- 平台属性的马太效应（即，平台约好，优质企业与顾客去的越多，平台会更好，企业与客户依附于该平台的就更多，如此正反馈，反之亦然）使得先获龙头地位者，更易保持领先地位，并独享行业内最大的上下聚集力；而这有效集聚产业链上下游、从原材料、辅料商到生产制造、批发商、甚至设计开发公司及人员到同一个平台/地方，最高效获得产出的能力，就是海宁皮城的产业链集约化的核心竞争力。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

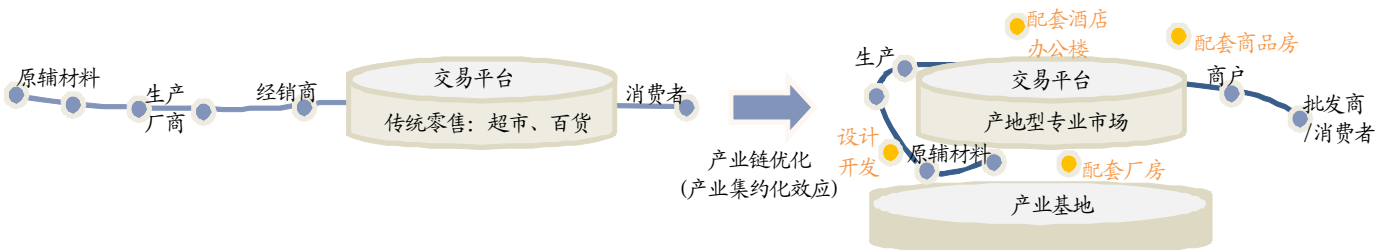
图表22: 专业市场更容易强者恒强 - 大平台有正反馈与虹吸效应



来源: 国金证券研究所绘制

- 公司高层认为，专业市场的虹吸效应是其他渠道不可比拟的。专业市场特别是产地型的专业市场汇聚了大量的裘皮生产企业，商品款式、品牌的丰富度是其他渠道无法抗衡的，可挑选的余地非常大，而价格又由于厂家直销、批零兼营、市场进入经营成本较低等原因处于各类渠道的洼地，所以对消费者的吸引力非常大。
- 我们认为，并不是说，以产业链单纯的长短来论好坏-人类社会生产力最初的进步恰恰是始于几次科学分工加长产业链的产业革命；而是看浓缩的产业链能否达到最优配置并发挥最大的协同效应，这一点上，海宁皮城（集原辅料、皮衣等生产、设计及配套办公、交易、物流全部聚集于一地）的产地型专业市场做出了最佳示范。

图表23: 产地型专业市场-产业链集约化效应图解



来源: 国金证券研究所绘制

- 海宁皮城诞生与发展根基所处的浙江、海宁具备更强的产业基础：
 - ✓ 浙江省内轻纺产业等发达，专业市场的发展亦全国前列。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

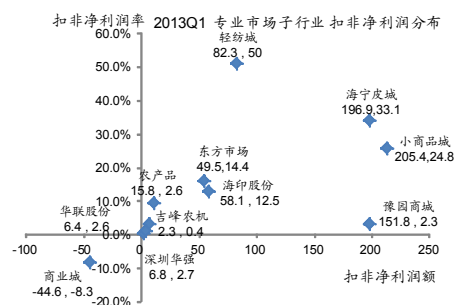
- ✓ 海宁当地生产企业集群、原辅料供应、政府导向、文化历史基础等，都是一个长期积淀的产物；
- ✓ 先发优势-专业市场的营效是建立在专业商品的大规模集聚、及由此带来的营销与交易成本降低的规模效应的基础之上的，市场先发优势显著；
- ✓ 交通与物流-因为专业市场是基于商品集散与交易的，交通的便利于物流的发达时其形成的必备要素；海宁恰位于长三角产地；
- ✓ 管理经验-海宁皮城就是当地财政局为扶持地方皮革产业而在九十年代初由政府机关人员组成的“三产”逐步独立进而演变而来，经历了 20 多年摸索推荐、积聚了丰富的管理运营经验。

■ 我们认为我们认为零售板块中的专业市场子行业，大多兼具零售终端、产业链集约化平台以及商业地产三大属性，至少未来三到五年，仍可见较大增长空间；而海宁皮城是 A 股该板块龙头以及业绩发展现状与未来都可以预见稳健增长的最佳投资标的。

- ✓ 通过对 A 股 11 家专业市场子行业企业，2012 年以及 2013 年 1 季度的盈利情况与其具有的商业地产属性分析，我们发现，专业市场子行业更多具地产属性；而地产属性对于该行业公司的盈利是有增益的。

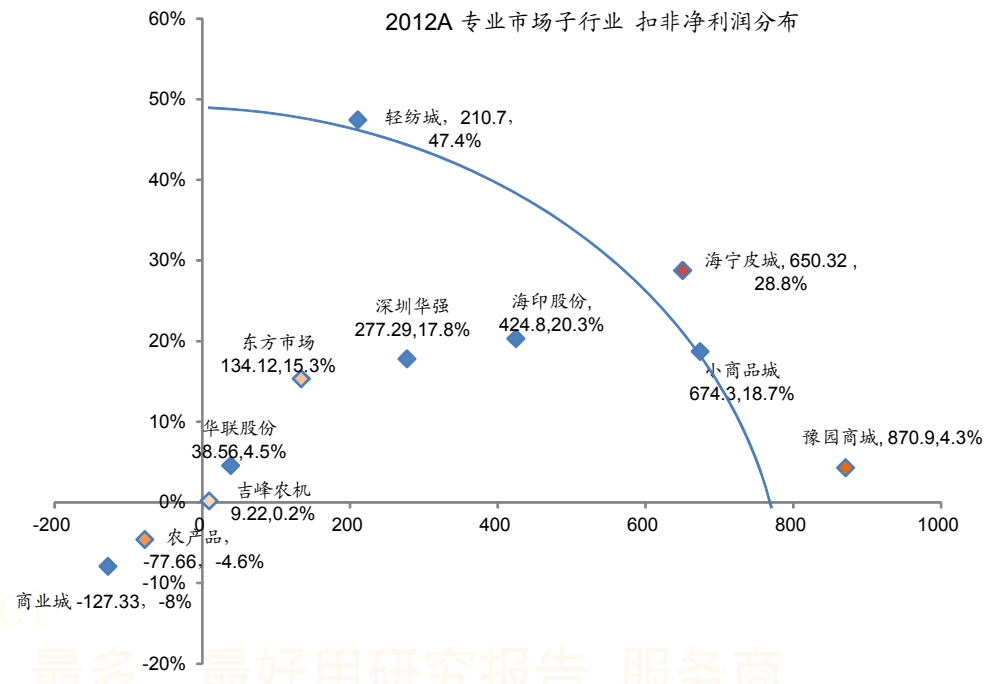
图表29: 商业地产属性对零售-专业市场子行业-公司的盈利能力是有利的

	2013Q1		2012A		物业租赁/房地 地产销售-主 营毛利占比
	扣非净利 润额	扣非净利 润率	扣非净利 润额	扣非净利 润率	
轻纺城	82.3	50.0%	210.7	47.4%	100%
海宁皮城	196.9	33.1%	650.3	28.8%	97%
小商品城	205.4	24.8%	674.3	18.7%	96%
东方市场	49.5	14.4%	134.1	15.3%	34%
海印股份	58.1	12.5%	424.7	20.3%	83%
深圳华强	6.8	2.7%	277.3	17.8%	94%
农产品	15.8	2.6%	-77.7	-4.6%	91%
华联股份	6.4	2.6%	38.6	4.5%	86%
豫园商城	151.8	2.3%	870.9	4.3%	3%
吉峰农机	2.3	0.4%	9.2	0.2%	0%
商业城	-44.6	-8.3%	-127.3	-8.0%	0%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表30: 2012年度-专业市场-A股10家企业的净利润率与净利润额分布

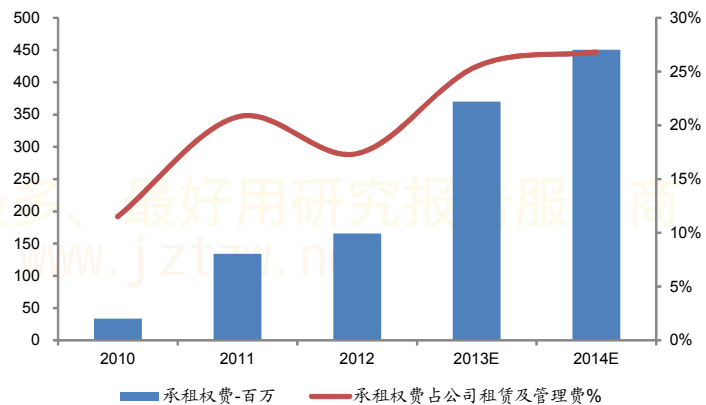


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 创新提高营效, 提前兑现利润, 现金流收益最大化。

- 海宁皮城, 之所以能在中国五千多家亿元以上专业市场中, 脱颖而出, 并成为零售 A 股中投入资本回报率前三; 除了其发源地产业根基、运营能力等之外, 我们认为, 有以下看点:
 - 提租、增铺、售铺与售房, 三者适度配比, 滚动开发与及时部分兑现投资收益;
 - 商铺租金至少预付一年后才签约, 充沛现金流; 高于同业较多的租售比 9:1 (同行大多 7:3 或更多), 看似当期营收会略少, 但一方面更利于商铺统一管理, 又可以更多享受物业增值 (基于商铺租期短, 通常 1~3 年);
 - 承租权费制度: 通过承租权费的模式将商铺的市场热销程度兑现为利润收入, 提前兑现一至几年转铺权收益。

图表31: 海宁皮城近几年承租权费贡献与增速

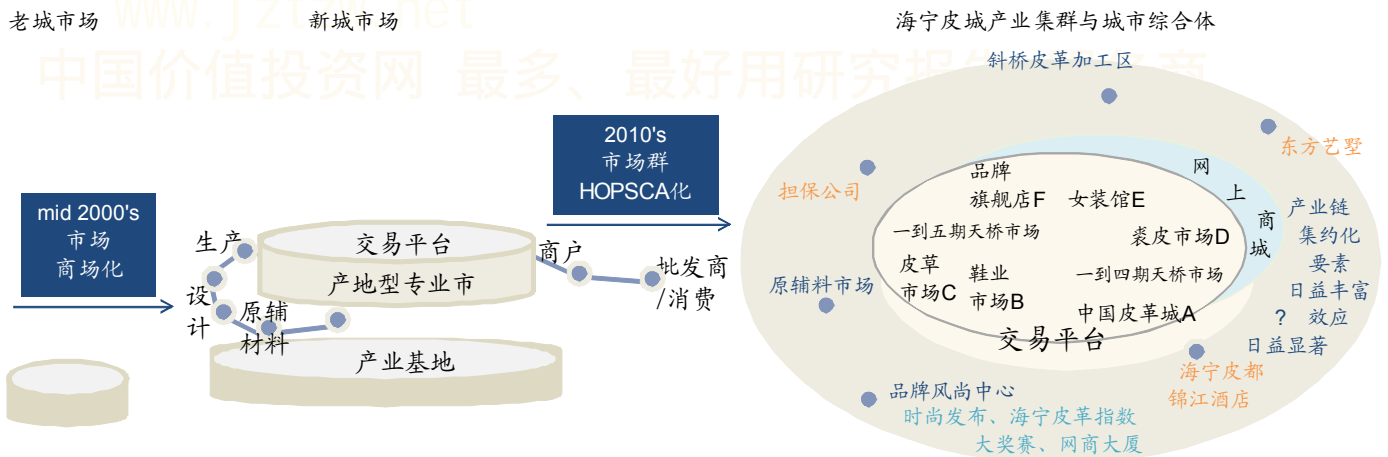


来源: 公司公告, 国金证券研究所

品牌价值，增益发展后劲

- 海皮皮城品牌的号召力，对上下游及相关产业聚拢到海宁皮城平台的虹吸力度，是确保公司能够异地扩张成功的关键要点（试想，如果不是海宁本地老商户跟随去成都，就不可能撑起那里的皮城；如果不是佟二堡的商户信任海宁皮城这个品牌，当地那么多成熟的皮毛市场，很容易就把他们拉走了，佟二堡也无法成功）；而稳步成功的异地扩张，是海宁皮城做大做强的必经之路。
- 海宁皮城的品牌价值，是伴随公司 20 年成长及其坚持从商户需求出发、以扶持发展产业为初衷的发展历史积淀而来，罗马城非一日而建成。
- 从一个老城中心的皮革制品集散地，进化、蜕变到，不但皮革业内产业链集约化平台效应第一强、而且，市场已经演化到集产业、消费、文化创意、休闲体验于一体的单一产业产品城市综合体，这也得益于 2 点：1. 皮革产业的特点(上下游皆散、小、依赖平台)，2. 平台本身的特性（一旦成功，商户与消费者都会越来越多进入一个良性的正反馈，只要保持第一，后者如果没有相对颠覆性的创新，便很难超越）。

图表32：海宁皮城的演变——专业市场进化的优秀典范：产业集约化、市场 HOPSCA 化、实体+在线双平台



注：HOPSCA概念：H:Hotel酒店 O:Office办公 P:Parking 停车 S:Shopping mall商场 C:Convention 休闲 A:Apartment公寓

来源：国金证券研究所绘制

- 绕不开的电商，更需要强势品牌，因为信任度，是在线销售的黄金法宝。
 - 作为科技改变生活、推动人们生活、消费方式改变而必然产生的结果，网络平台已是没有一个实体零售商可以无视的了；
 - 但是，只有基本的 IT、物流网络的投入与建设，砸再多的钱，如果没有日益深入消费者心的品牌营销，在线营销的成功将是很小概率的。
 - 海宁皮城网络商城将在 2013 年内上线，其在线下的品牌影响力（上游充沛的商户与货源支持、下游较高的消费者认可）将为其蹒跚起步助一大把力。

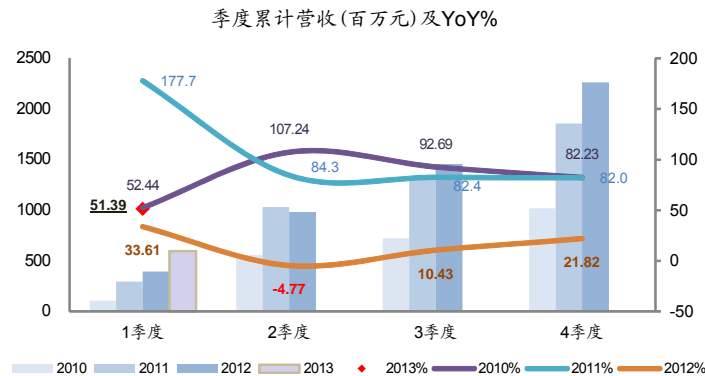
财务分析

营收与盈利同步保持高增速

- 公司 2013 年 7 月 30 日公布了业绩快报，营收 16.95 亿元，净利润 5.85 亿元，同比增速分别为 72.67%和 96.58%。

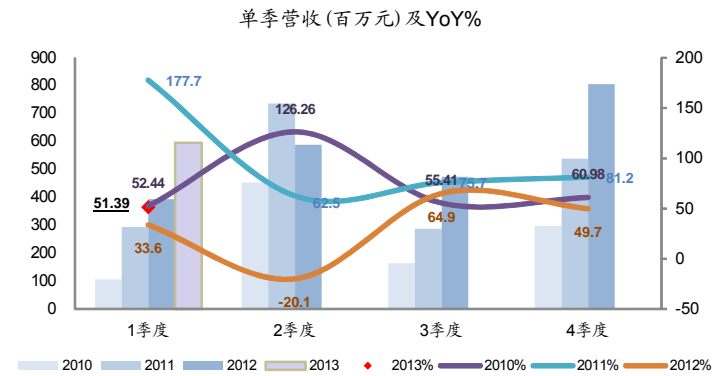
- 主要得益于承租权收益、内生提租、外延扩张成功-带来新增出租面积、以及成都一期和本部三期房产收入确认。

图表33: 海宁皮城3年1季营收及增速



来源: 国金证券研究所

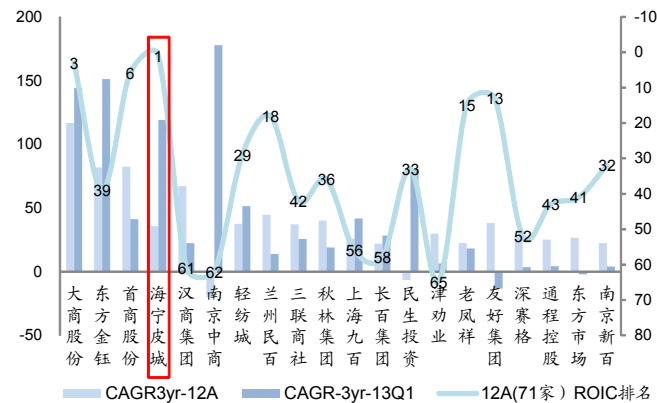
图表34: 海宁皮城3年1季-单季度-营收及增速



盈利能力强而可持续, ROIC-3yr CAGR 在 A 股 71 只零售股中位居第一

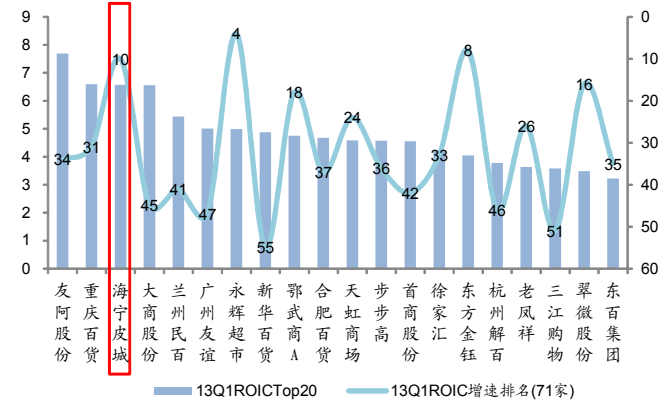
- ROIC 高达 26.79%, 近 3 年 1 季 ROIC 累计平均增速 A 股 71 只零售股中位居第一。

图表35: 71 家零售 A 股-ROIC- CAGR-3yr*Top20



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 71 家零售 A 股-ROIC- 13Q1-Top20

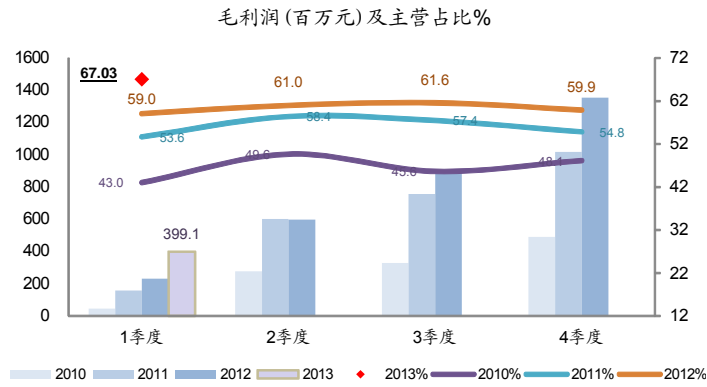


- 而公司持续较高投资回报率的原因, 在于其运营增长的可持续和盈利模式的强赚钱能力; 增长的可持续——内生提租能力强+外延扩张成功确认+外延提速, 每年至少可以开出 2 个新市场的增速; 盈利能力——提前一年收入租金、提前一到数年的承租权费一次性全部入账、市场经营好与地产因素叠加带了商铺涨租、滚动开发提高资金效率等。

- 公司盈利能力的持续增长, 由下图毛利率、净利润快速提升也可见一斑。

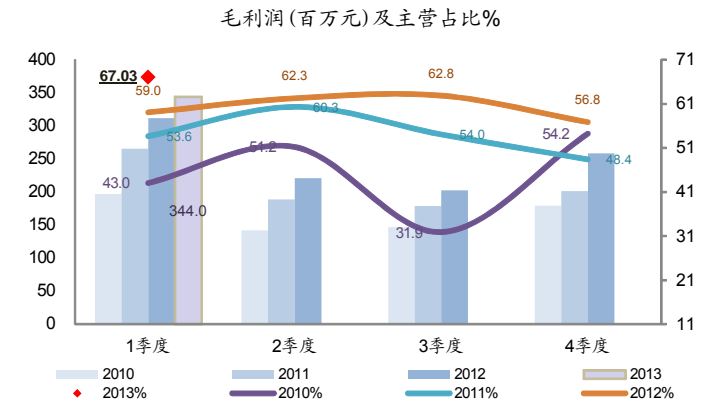
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表37: 海宁皮城3年1季毛利润及毛利润率

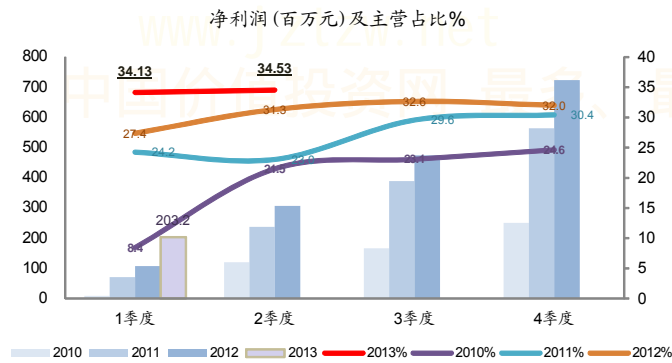


来源: 国金证券研究所

图表38: 海宁皮城3年1季-单季度-毛利润及毛利润率

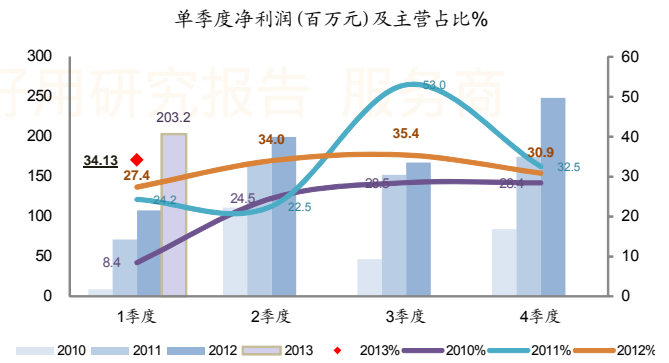


图表39: 海宁皮城3年1季净利润及净利润率



来源: 国金证券研究所

图表40: 海宁皮城3年1季-单季度-净利润及净利润率



盈利预测与估值

商铺租赁与管理 2013~15年营收 15、18、21 亿元

- 公司 13~15 年保守估计的可收租面积为 104.68 万平方米, 预计未来可贡献营收 15、18、21 亿元 (2015 年因北京项目只有计划公告, 尚未动工, 根据以往立项公告, 假设租售比 9:1 来估算); 详见下表:

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表41: 租赁与管理收入预估-百万

开业时间	权益	商铺租赁及管理收入-百万	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	3次承租权费统计
1994	100%	老城市场	5.10	8.10	11.50	12.40	13.00	13.60	14.20	
2002	100%	出口加工区	12.70	14.11	17.70	21.24	24.43	28.09	32.30	
2005,10	100%	一期市场(A座)	80.46	93.33	121.70	136.31	149.94	164.93	181.43	
2007,5	100%	二期原辅料市场	6.99	8.39	10.94	12.58	14.47	16.64	19.14	
2007,10	100%	二期鞋业广场(B座) (2,3层已转做毛皮)	11.68	23.35	37.46	43.08	35.65	37.44	49.87	
(2013,6)	100%	二期鞋业广场4楼约7495平米, 改皮革服饰商铺, 收10个月租金+承租权费					160.49	240.74		401.24 万元
2007,10	100%	二期皮革广场(C座)	28.55	49.96	84.94	101.95	117.24	134.83	155.05	
2008,11	70%	江苏沭阳皮革城		5.50	7.20	9.00	9.00	9.00	9.00	
2009,12	100%	综合商务楼-主楼	0.25	2.11	3.05	3.91	4.30	4.73	5.20	
2009,12	100%	综合商务楼-裙楼	2.21	3.32	4.99	6.41	7.05	7.75	8.53	
2010,9	100%	三期品牌风尚中心	1.53	8.89	25.25	60.62	66.68	73.35	80.68	
2010,10	83.73%	佟二堡一期		25.04	105.16	126.20	161.99	194.39	233.26	
2010,11	100%	四期裘皮广场(D座)-租金		16.09	64.35	64.35	64.35	64.35	68.21	
		四期裘皮广场承租权费-2010,10,1~2015,6,30		33.55	134.19	134.19	134.19	134.19	67.09	637.39 万元
2011,8	83.73%	佟二堡二期原辅料市场			0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	
2011,11	51.00%	河南新乡			15.37	30.75	30.75	31.28	32.22	
2012,8	100%	成都新都市场-租金				41.97	167.88	209.84	251.81	
		成都新都市场-承租权费-2012,8,1~2015,5,31共34个月				31.42	75.40	75.40	31.42	213.65 万元
2012,8	100%	本部五期-品牌旗舰店广场(D座)1~4层				35.81	90.23	95.65	102.34	
2012,9	100%	本部1~4期过街天桥					3.72	8.92	8.92	
2012,9	83.73%	佟二堡二期裘皮市场租金				30.43	91.28	91.28	98.12	
		佟二堡二期裘皮市场管理费				19.41	58.23	58.23	61.14	
预计13Q3	100%	斜桥加工项目一期					2.24	7.06	7.41	
预计13Q4	100%	本部五期-品牌旗舰店广场(D座)5~7层					19.08	40.06	42.07	
预计14Q4	83.73%	佟二堡三期						8.69	57.37	
预计14Q4	100%	哈尔滨项目						7.16	47.22	
预计15H1	53.00%	北京项目							218.70	
		其他				30.00	30.00	30.00	30.00	
		武汉海宁皮革城 2013,1,1~2027,12,31				2.00	2.00	2.06	2.12	2.19
		淘皮城*2010年公告注销后,以每年200万出租							200.00	
预计15H2	100%	本部六期,成都二期等新开项目								200.00
市场运营总收入			149.47	291.74	645.94	954.14	1533.77	1789.86	2115.05	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表42: 各子市场单位租金的估算(面积明细见前第7页, 图表5)

平均租金/平米·月	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
老城市场	9	25	26	28	29	30	32
出口加工区	9	10	13	16	18	21	24
一期市场(A座)	165	191	249	279	307	337	371
二期原辅料市场	33	40	52	59	68	79	90
二期鞋业广场(B座) (2,3层已转做毛皮)	55	110	176	203	213	224	235
二期皮革广场(C座)	88	154	262	314	361	416	478
江苏沭阳皮革城		16	21	27	27	27	27
综合商务楼-主楼	21	21	26	30	33	36	40
综合商务楼-裙楼	83	91	114	132	145	160	176
三期品牌风尚中心*新老租户不同价	18	25	34	41	45	50	55
佟二堡一期(可租面积89042平米)		75	105	126	152	182	218
四期裘皮广场(D座)-租金		196	196	196	196	196	219
佟二堡二期原辅料市场			28	30	31	33	35
河南新乡			48	48	48	50	51
成都新都市场-租金				67.75	113	141	169
海宁本部五期-1~4层				147.60	155	164	176
海宁本部五期-5~7层					150	158	165
本部1~4期过街天桥					364	364	364
佟二堡二期裘皮市场租金				192	192	192	221
斜桥加工项目一期					10	11	11
佟二堡三期						67	73
哈尔滨项目						42	46
北京项目-计划建筑面积20-30万平米,按25万/建面/套内0.6估算,按租售比9:1							270

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表43: 各子市场租金涨幅的估算

平均租金 YoY%	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
老城市场					5	5	5
出口加工区		11	25	20	15	15	15
一期市场 (A座)		16	30	12	10	10	10
二期原辅料市场		20	30	15	15	15	15
二期鞋业广场 (B座)		100	60	15	5	5	5
二期皮革广场 (C座)		75	70	20	15	15	15
江苏沭阳皮革城							
综合商务楼-主楼		3	20	15	10	10	10
综合商务楼-裙楼		10	25	15	10	10	10
三期品牌风尚中心-新增租户租金高,拉高均价		45	35	20	10	10	10
佟二堡一期			40	20	20	20	20
四期裘皮广场(D座)-租金				8			12
佟二堡二期原辅料市场					5	5	5
河南新乡						3	3
成都新都市场-租金					66.67	25	20
海宁本部五期-1~4层					5	6	7
海宁本部五期-5~7层						5	5
本部1~4期过街天桥							
佟二堡二期裘皮市场租金							15
佟二堡二期裘皮市场租管理费							10
斜桥加工项目一期						5	5
佟二堡三期							10
哈尔滨项目							10
淘皮城					3	3	3

来源: 公司公告, 国金证券研究所

商铺及房产销售 2013~15 年总营收 9、11、13 亿元

- 商铺及房产销售总营收约 9、11、13 亿元, 同比增速 4%、26%、9%, 受房地产收益确认影响会有波动;
 - 主要商铺的销售估算如下:

图表44: 主要商铺销售的估算-百万元

主要商铺销售-百万		2012	2013E	2014E	2015E
三期市场	出售面积-平米	27158.9			
总投资-亿元	平均售价-元/平米	5600			
6	销售收入-百万元	152.09			
总面积-平米	销售成本-百万元	79.56			
204,808	毛利率%	47.69%			
佟二堡二期-原辅料市场	出售面积-平米	21567.93			
总投资-亿元	平均售价-元/平米	5609.31			
2.9981	销售收入-百万元	120.98			
总面积-平米	销售成本-百万元	47.22			
29,690	毛利率%	60.97%			
佟二堡二期-裘皮市场	出售面积-平米	860.0			
总投资-亿元	平均售价-元/平米	20000.0			
4.4172	销售收入-百万元	17.2			
总面积-平米	销售成本-百万元	1.95			
102,259	毛利率%	88.64%			
斜桥加工区	出售面积-平米			56000.00	56000.00
总投资-亿元	平均售价-元/平米			4600.00	4600.00
3.38	销售收入-百万元			257.60	257.60
总出售面积-平米	销售成本-百万元			84.50	84.50
112,000	毛利率%			67.20%	67.20%
				*售价为我们的估计值	
成都新都一期市场	出售面积-平米		14337		
总投资-亿元	平均售价-元/平米		32600		
6.63	销售收入-百万元		467		
总面积-平米	销售成本-百万元		59		
159,785	毛利率%		87.27%		
成都二期创意总部	出售面积-平米				28761.3
总投资-亿元	平均售价-元/平米				8000
5.16	销售收入-百万元				230
总面积-平米	销售成本-百万元				106
140,626	毛利率%				54.1%
				*售价为我们的估计值	
本部五期酒店式公寓	出售面积-平米			22164	
总投资-亿元	平均售价-元/平米			14000	
6.61	销售收入-百万元			310	
总面积-平米	销售成本-百万元			80	
182,300	毛利率%			74.1%	
本部四期裘皮大厦	出售面积-平米			8522.4	5681.6
总投资-亿元	平均售价-元/平米			10000	10000
3.00	销售收入-百万元			85.22	56.82
项目总面积-平米	销售成本-百万元			21.31	14.20
28,408	毛利率%			75.0%	75.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

预计 2013~15 年总营收/净利润 29/11、33/13、32/12.6 亿元

■ 总体营收约 29、34、38 亿元, 净利润约 11、13、15 亿元, 净利增速为 54%、22%、16%; 商业/地产 EPS 分别为 0.72/0.86/1.0 和 0.25/0.32/0.37 详见下表销售预测:

图表45: 销售预测

产品销售收入(单位:人民币百万元)

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
商铺租赁与管理								
销售收入(百万元)	104.63	149.47	291.74	645.94	954.14	1,533.77	1,789.86	2,115.05
增长率(YOY)		42.86%	95.18%	121.41%	47.71%	60.75%	16.70%	18.17%
毛利率	77.97%	86.55%	87.09%	87.72%	88.29%	90.94%	91.22%	89.00%
销售成本(百万元)	23.05	20.10	37.67	79.33	111.69	138.91	157.22	232.66
增长率(YOY)		-12.80%	87.41%	110.59%	40.79%	24.37%	13.18%	47.98%
毛利(百万元)	81.58	129.37	254.07	566.61	842.45	1,394.86	1,632.63	1,882.39
增长率(YOY)		58.58%	96.39%	123.01%	48.68%	65.57%	17.05%	15.30%
占总销售额比重	16.20%	26.71%	28.61%	34.79%	42.19%	53.08%	52.72%	55.05%
占主营业务利润比重	31.40%	56.44%	51.77%	55.69%	62.20%	72.28%	70.81%	71.44%
商铺及房产销售								
销售收入(百万元)	240.61	226.66	351.02	777.06	877.54	914.01	1,149.17	1,253.69
增长率(YOY)		-5.80%	54.87%	121.37%	12.93%	4.16%	25.73%	9.10%
毛利率	47.50%	73.08%	65.06%	55.37%	54.69%	54.58%	55.00%	55.00%
销售成本(百万元)	126.31	61.01	122.63	346.79	397.62	415.15	517.13	543.35
增长率(YOY)		-51.70%	101.00%	182.79%	14.66%	4.41%	24.57%	5.07%
毛利(百万元)	114.30	165.65	228.39	430.27	479.92	498.87	632.05	710.34
增长率(YOY)		44.93%	37.88%	88.39%	11.54%	3.95%	26.70%	12.39%
占总销售额比重	37.25%	40.50%	34.42%	41.86%	38.80%	31.63%	33.85%	32.63%
占主营业务利润比重	43.99%	72.27%	46.54%	42.29%	35.43%	25.85%	27.41%	26.96%
商品销售								
销售收入(百万元)	269.23	136.61	314.66	379.57	366.17	366.17	366.17	366.17
增长率(YOY)					-3.53%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率				0.10%	1.49%	1.49%	1.48%	1.48%
销售成本(百万元)	225.88	217.06	335.63	379.20	360.72	360.73	360.74	360.75
增长率(YOY)					-4.87%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)				0.37	5.45	5.44	5.43	5.42
增长率(YOY)					1372.97%	-0.20%	-0.20%	-0.20%
占总销售额比重				20.45%	16.19%	12.67%	10.79%	9.53%
占主营业务利润比重				0.04%	0.40%	0.28%	0.24%	0.21%
酒店服务								
销售收入(百万元)	4.34	33.21	40.77	44.33	54.11	65.93	80.18	97.35
增长率(YOY)		665.21%	22.76%	8.73%	22.06%	21.84%	21.62%	21.41%
毛利率	-102.76%	13.31%	28.75%	30.36%	35.26%	35.19%	35.12%	35.05%
销售成本(百万元)	8.80	28.79	29.05	30.87	35.03	42.73	52.02	68.00
增长率(YOY)		227.16%	0.90%	6.27%	13.48%	21.97%	21.75%	30.71%
毛利(百万元)	-4.46	4.42	11.72	13.46	19.08	23.20	28.16	29.35
增长率(YOY)		-199.10%	165.16%	14.85%	41.75%	21.60%	21.38%	4.22%
占总销售额比重	0.67%	5.93%	4.00%	2.39%	2.39%	2.28%	2.36%	2.53%
占主营业务利润比重	-1.72%	1.93%	2.39%	1.32%	1.41%	1.20%	1.22%	1.11%
销售总收入(百万元)	645.86	559.66	1019.87	1856.49	2261.55	2889.47	3394.97	3841.85
销售总成本(百万元)	386.01	330.44	529.10	839.05	907.14	959.61	1089.23	1206.89
毛利(百万元)	259.85	229.22	490.77	1017.44	1354.41	1929.86	2305.75	2634.96
平均毛利率	40.23%	40.96%	48.12%	54.80%	59.89%	66.79%	67.92%	68.59%

来源:公司公告,国金证券研究所

估值与投资建议

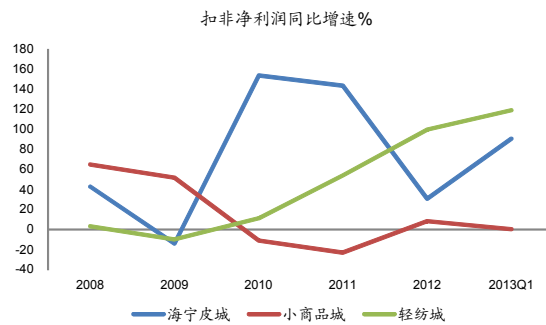
- 从同板块估值来看，海宁皮城优异的成长性是同板块其他公司无法媲及的；也因此获得了相对较高的估值——因其通过进取、扩张推动业绩高速增长，给投资者较确定的价值实现途径。
 - 零售板块内有不少优秀的国有企业，物业重估价值都远高于其市值，比如友谊股份、小商品城；但因其国资属性所构成的政策壁垒，使投资者无法通过购入股权而实现其物业价值，而使这部分价值无法在市值中充分体现。
 - ✚ 以综合性市场的小商品城为例，目前坪效与本部客流量都远高于海宁皮城；前者的物业重估价值更是高达 475 亿，但其当前市值 149 亿却低于海宁皮城的 196 亿；
 - ✚ 而尚未成功开出异地市场与成长性欠佳，也阻碍了小商品城估值的提升（预计待其生产资料市场及东扩项目等开业、东城印象等房产项目逐一确认收入后，会催化其市值回升）

图表46: 海宁皮城目前坪效低于小商品城，但异地市场梯队未来提租空间可观

2012年度	海宁皮城	VS	小商品城	%
客流量	560万人次/年	<	20多万人次/天	-92.3%
现有可收租物业的建筑面积	199	<	379.22	
现有可收租面积-万平方米	86	<	96.9	-11.2%
市场租赁与管理营收-亿元	9.54	<	21.8	-56.2%
营收坪效-元/平方米	1109.30	<	2249.74	
租赁毛利率	88.29	>	63.39	
销售费用率	4.81%		4.30%	
管理费用率	3.23%		9.18%	
财务费用率	-1.86%		5.61%	
销售净利率	32.00%		19.61%	
净利润坪效-元/平方米	355.02	<	441.25	
租赁净利润估算	608.37		862.31	
预计未来可实现提租空间	本部5-15%，异地20-30%		本地10%-20%，异地无	

来源：公司公告，国金证券研究所

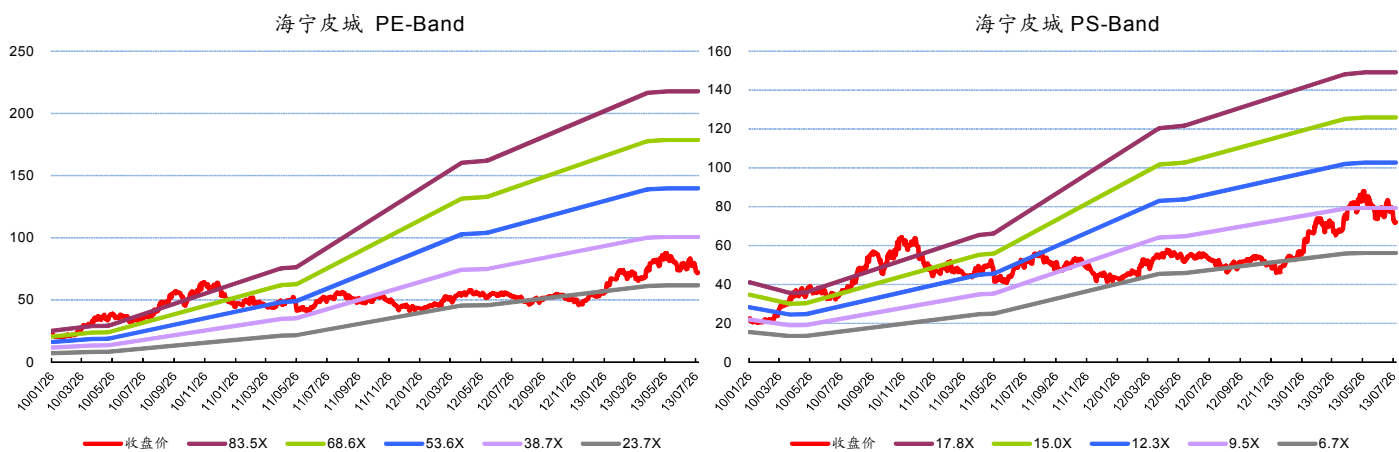
图表47: 海宁皮城、小商品城、轻纺城近6年扣非净利增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从自身历史估值来看，海宁皮城的 PE 虽然还处于低位，但是 PS 已经提升到历史中低位了。

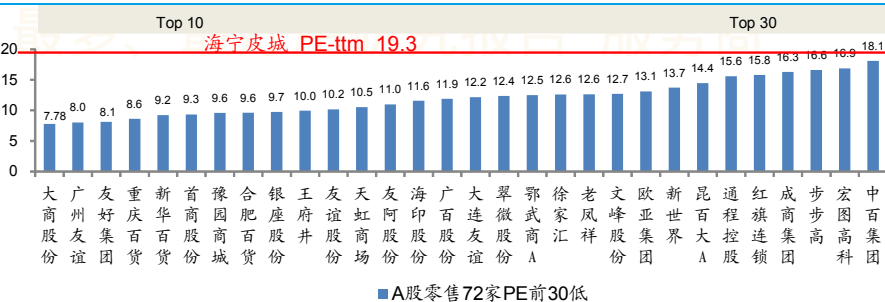
图表48: 海宁皮城 PE、PS-Band



来源: Wind, 国金证券研究所

- 由于已经得到市场广泛认可，海宁皮城目前的估值在行业内处于偏高的位置。

图表49: 海宁皮城 PE-ttm 位于行业中等偏高



来源: Wind, 国金证券研究所

- 考虑到宏观经济面的不确定性和整个零售板块估值中枢下移、而短期又缺乏改善的催化剂，我们保守的给予海宁皮城未来 6-12 个月 22.71 元的目标价位，相当于商业/地产 22x 和 12x14PE。
- 投资建议：
 - 我们认为零售板块中的专业市场子行业，大多兼具零售终端、产业链集约化平台以及商业地产三大属性，至少未来三到五年，仍可见较大增长空间；
 - 海宁皮城是 A 股该板块龙头以及业绩发展现状与未来都可以预见稳健增长的最佳投资标的；而自 2013 年 7 月 1 日起公司被调入中小板指数样本股，不但佐证该股价值，亦将有助其市场表现。
 - 建议逢低增持。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,020	1,856	2,262	2,889	3,395	3,842	货币资金	1,795	1,332	1,353	2,352	3,688	5,212
增长率		82.0%	21.8%	27.8%	17.5%	13.2%	应收款项	92	234	303	306	359	406
主营业务成本	-529	-839	-907	-960	-1,089	-1,207	存货	794	1,431	852	1,104	1,253	1,389
%销售收入	51.9%	45.2%	40.1%	33.2%	32.1%	31.4%	其他流动资产	28	32	118	26	29	32
毛利	491	1,017	1,354	1,930	2,306	2,635	流动资产	2,709	3,030	2,627	3,787	5,330	7,038
%销售收入	48.1%	54.8%	59.9%	66.8%	67.9%	68.6%	%总资产	62.5%	61.9%	42.3%	49.6%	57.7%	64.0%
营业税金及附加	-116	-187	-296	-370	-435	-492	长期投资	1,289	1,560	3,072	3,073	3,072	3,072
%销售收入	11.4%	10.1%	13.1%	12.8%	12.8%	12.8%	固定资产	273	252	439	673	727	773
营业费用	-66	-86	-109	-102	-120	-136	%总资产	6.3%	5.1%	7.1%	8.8%	7.9%	7.0%
%销售收入	6.4%	4.6%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	31	24	29	53	62	68
管理费用	-45	-61	-73	-95	-112	-127	非流动资产	1,622	1,866	3,588	3,844	3,906	3,957
%销售收入	4.4%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	%总资产	37.5%	38.1%	57.7%	50.4%	42.3%	36.0%
息税前利润 (EBIT)	264	684	877	1,362	1,639	1,880	资产总计	4,331	4,896	6,214	7,631	9,235	10,996
%销售收入	25.9%	36.8%	38.8%	47.1%	48.3%	48.9%	短期借款	4	4	4	0	0	0
财务费用	14	46	42	67	109	160	应付款项	2,199	2,192	2,575	3,204	3,713	4,166
%销售收入	-1.4%	-2.5%	-1.9%	-2.3%	-3.2%	-4.2%	其他流动负债	149	281	499	598	653	703
资产减值损失	-3	-5	-6	-1	0	0	流动负债	2,352	2,477	3,078	3,802	4,366	4,869
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	-2	-4
投资收益	9	1	5	3	2	1	其他长期负债	0	0	113	0	0	0
%税前利润	2.9%	0.1%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	负债	2,352	2,477	3,191	3,802	4,364	4,865
营业利润	285	725	917	1,431	1,750	2,042	普通股股东权益	1,957	2,344	2,908	3,711	4,751	6,008
营业利润率	28.0%	39.1%	40.6%	49.5%	51.5%	53.1%	少数股东权益	23	75	116	118	121	123
营业外收支	42	31	55	28	28	28	负债股东权益合计	4,331	4,896	6,214	7,631	9,235	10,996
税前利润	327	756	973	1,458	1,777	2,069	比率分析						
利润率	32.0%	40.7%	43.0%	50.5%	52.3%	53.9%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-76	-192	-249	-373	-455	-529	每股指标						
所得税率	23.2%	25.4%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	每股收益	0.896	0.941	1.258	0.967	1.179	1.372
净利润	251	565	724	1,085	1,323	1,540	每股净资产	6.988	4.185	5.193	6.626	8.484	10.729
少数股东损益	0	38	19	2	2	3	每股经营现金净流	4.134	0.890	2.408	1.451	1.806	2.073
归属于母公司的净利润	251	527	705	1,083	1,320	1,537	每股股利	0.500	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
净利率	24.6%	28.4%	31.2%	37.5%	38.9%	40.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.82%	22.49%	24.23%	29.18%	27.79%	25.58%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.79%	10.76%	11.34%	14.19%	14.29%	13.98%
净利润	251	565	724	1,085	1,323	1,540	投入资本收益率	10.23%	21.06%	21.55%	26.48%	25.05%	22.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	56	80	116	284	372	494	主营业务收入增长	82.23%	82.03%	21.82%	27.77%	17.49%	13.16%
非经营收益	-20	-4	-21	-31	-30	-29	EBIT增长率	123.81%	158.86%	28.28%	55.37%	20.30%	14.73%
营运资金变动	870	-143	530	287	358	317	净利润增长率	157.68%	110.07%	33.69%	53.69%	21.91%	16.44%
经营活动现金净流	1,157	498	1,348	1,625	2,023	2,321	总资产增长率	126.17%	13.03%	26.94%	22.80%	21.02%	19.06%
资本开支	-430	-853	-1,204	-510	-406	-517	资产管理能力						
投资	-130	0	-87	-1	0	0	应收账款周转天数	16.3	13.8	13.7	10.7	10.7	10.7
其他	0	0	136	3	2	1	存货周转天数	555.0	484.0	459.3	420.0	420.0	420.0
投资活动现金净流	-560	-853	-1,155	-509	-404	-516	应付账款周转天数	142.6	149.5	198.2	260.0	260.0	260.0
股权募资	1,361	15	0	0	0	0	固定资产周转天数	97.7	49.5	70.9	59.6	56.6	54.3
债权募资	-322	0	0	0	-2	-2	偿债能力						
其他	-64	-140	-155	-117	-280	-280	净负债/股东权益	-0.9	-0.5	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9
筹资活动现金净流	975	-125	-155	-117	-282	-282	EBIT利息保障倍数	-18.4	-15.0	-20.9	-20.5	-15.1	-11.7
现金净流量	1,572	-480	38	999	1,336	1,523	资产负债率	54.29%	50.59%	51.34%	49.83%	47.25%	44.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
买入	1	3	5	17	40
增持	0	4	6	13	39
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.53	1.47	1.48

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 2012-03-02	增持	22.53	25.20 ~ 25.20
2 2012-03-09	增持	23.58	25.70 ~ 25.70
3 2012-04-18	增持	26.53	27.40 ~ 27.40

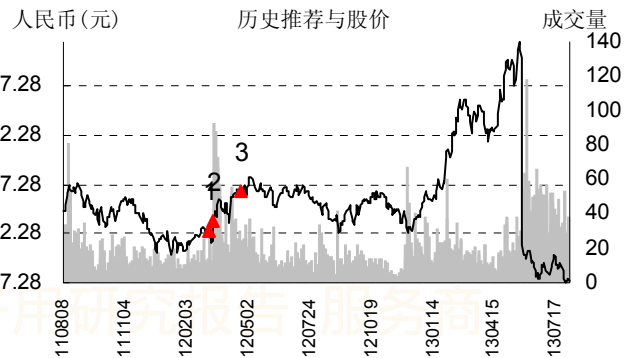
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net