

商业

2010年1月7日

新股研究

申购建议：申购

海宁皮城 (002344)：中国最大的皮革专业市场

核心观点

定价结论：

根据我们的盈利预测，公司2009-2011年业绩按发行后股本计算为0.30、0.56、1.11元/股。政府对流通业的重点扶持加速了专业市场的发展，公司竞争优势明显。公司的风险在于经营相对集中的风险，突发事件风险，部分商铺租赁期满后不能及时出租的风险，其他商业形态替代风险。

我们给予公司2010年摊薄每股收益27-34倍PE为询价依据，建议网下询价区间为15.17-19.1元/股，中枢价值为17.13元。

主要依据与未来成长性：

政府对流通业的重点扶持加速了专业市场的发展。《国务院关于促进流通业发展的若干意见》为专业市场的快速发展提供了重要的政策支持，指出要积极培育一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心竞争力强、具有国际竞争力的大型流通企业；鼓励具有竞争力优势的流通企业实现规模扩张，引导流通企业做大做强。

公司行业竞争优势明显。海宁中国皮革城一、二期市场总建筑面积35.68万平方米，拥有2000多家皮革品牌店，是中国皮革产品最集中的专业市场。相比其他同类专业市场，竞争优势为有坚实的皮革产业基础和先发优势，在引导流行趋势方面具有很强的话语权。

风险提示：

经营相对集中的风险。目前，公司经营的商品范围大部分集中在皮革制品。市场的经营者主要为皮革生产商和经销（或代理）商，其购置和租赁市场商铺的行为构成公司收入和利润的主要来源。毛利占各期主营业务毛利总额的比例分别为87.71%、86.44%、86.99%、97.67%。如果皮革制品的生产或消费出现变化，将可能对公司的经营产生根本性影响。

突发事件风险。皮革专业市场经营状况受突发性事件影响较大，特别是国内外重大的政治、经济形势变化或者自然灾害、公共危机、重大疫情等带来的一定冲击，从而对海宁中国皮革城的客流量和交易量等产生影响，从而间接影响本公司的经营业绩。

部分商铺租赁期满后不能及时出租的风险。公司和商户之间的租赁合同租期一般为1年，在商铺租赁到期后，公司可能面临部分商户不续租，暂时无新承租者接替，导致商铺暂时闲置的风险。

其他商业形态替代风险。大型商场、综合超市、仓储式商店、网络商店等其他商业形态迅速发展，对专业市场产生了一定冲击。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	7000
发行日期	2010-01-13
预期发行价格（元）	17.13

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街3号
国华投资大厦

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1 本次发行一般情况

表1: 公司发行基本情况

公司	海宁中国皮革城股份有限公司
公司简称	海宁皮城
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-01-13
申购代码	002344
发行股数	7000 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	28000 万股
发行市盈率(2008 年全面摊薄计算)	
发行前每股净资产	2.34 元
发行后每股净资产	

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2 公司基本情况

2.1 公司概况

公司是一家集商贸、金融、信息服务等为一体的全国最大的皮革专业市场, 商品交易额位居全国皮革专业市场第二, 是华东地区最大的箱包交易区, 市场内的革皮服装交易辐射全国和海外市场。公司主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的销售、租赁, 始终致力于整合皮革产业链的上下游, 在皮革制品生产、营销和交易等环节。海宁皮革产业集群已形成了以皮革服装、沙发套和成品沙发、制革为主体, 以皮革票夹、皮革化工、箱包及五金配件和皮革手套等小制品为辅的较为完整的产业体系。

2.2 股权结构

表 2: 公司主要股东

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	持股比例(%)	股数(万股)	持股比例(%)
资产经营公司(SS)	11,074.56	52.74%	10624.18	37.94%
市场服务中心(SS)	6,138.09	29.23%	5888.47	21.03%
宏达经编	1,032.57	4.92%	1032.57	3.69%

卡森实业	1,032.57	4.92%	1032.57	3.69%
任有法	419.79	2.00%	419.79	1.50%
凌金松	180.81	0.86%	180.81	0.65%
钱娟萍	180.81	0.86%	180.81	0.65%
李宗荣	180.81	0.86%	180.81	0.65%
查加林	180.81	0.86%	180.81	0.65%
殷晓红	72.24	0.34%	72.24	0.26%
章伟强	72.24	0.34%	72.24	0.26%
王英	28.98	0.14%	28.98	0.10%
许红霞	28.98	0.14%	28.98	0.10%
丁海忠	28.98	0.14%	28.98	0.10%
蔡文庆	28.98	0.14%	28.98	0.10%
刘春晖	28.98	0.14%	28.98	0.10%
陆建新	28.98	0.14%	28.98	0.10%
孙伟	28.98	0.14%	28.98	0.10%
褚品泉	28.98	0.14%	28.98	0.10%
沈保国	28.98	0.14%	28.98	0.10%
黄建琴	28.98	0.14%	28.98	0.10%
查雅琴	14.49	0.07%	14.49	0.05%
黄周华	14.49	0.07%	14.49	0.05%
李宏量	14.49	0.07%	14.49	0.05%
何春健	14.49	0.07%	14.49	0.05%
章永华	14.49	0.07%	14.49	0.05%
张玲芬	14.49	0.07%	14.49	0.05%
陈建中	14.49	0.07%	14.49	0.05%
邵轶波	14.49	0.07%	14.49	0.05%
俞中凌	14.49	0.07%	14.49	0.05%
黄咏群	14.49	0.07%	14.49	0.05%
全国社会保障基金理事会	-	-	700	2.50%
本次发行流通股股东	-	-	7000	25.00%
合计	21000	100%	28000	100%

资料来源：公司招股意向书

3 经营分析

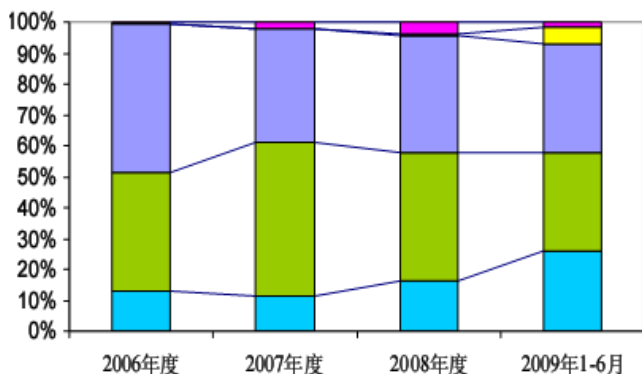
3.1 公司收入构成

表3: 公司收入构成 (万元)

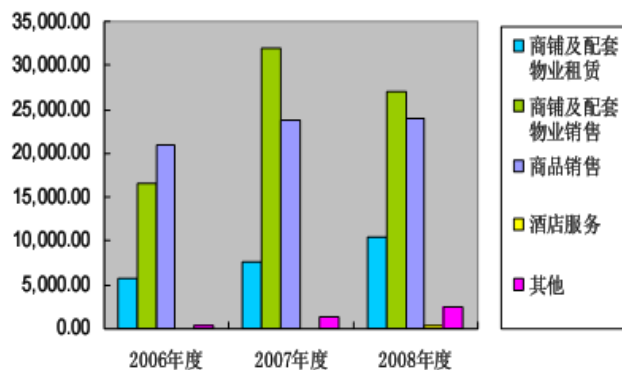
业务类别	2009年1-6月		2008年		2007年		2006年	
	收入	比例 (%)	收入 (%)	比例 (%)	收入 (%)	比例 (%)	收入 (%)	比例 (%)

商铺及配套物业租赁	6,916.90	25.77	10,463.48	16.25	7,518.93	11.62	5,642.56	12.95
老城市场	200.00	0.75	300.00	0.47				
一期市场	3,999.68	14.90	5,472.71	8.50	4,916.86	7.60	444,776.00	10.21
二期市场	2,075.11	7.73	2,903.28	4.51	604.27	0.93		
出口加工区厂房	642.11	2.39	1,787.49	2.77	1,997.80	3.09	1,194.80	2.74
商铺及配套物业销售	8,658.98	32.26	26,922.99	41.80	32,032.51	49.49	16,616.60	38.14
一期市场	151.46	0.56	-	-	32,032.51	49.49	10,123.68	23.24
二期市场	2,731.37	10.18	15,117.25	23.47	-	-	-	-
大酒店	5,776.15	21.52						
出口加工区厂房	-	-	11,805.74	18.33	-	-	6,492.92	14.90
商铺及配套物业租赁和销售	15,575.88	58.03	37,386.47	58.05	39,551.44	61.11	22,259.16	51.09
商品销售	9,419.93	35.10	24,060.69	37.36	23,772.14	36.73	20,980.70	48.16
酒店服务	1,398.75	5.21	433.99	0.67	-	-	-	-
其他	445.51	1.66	2,522.11	3.92	1,399.58	2.16	32,555.00	0.75
合计	26,840.07	100.00	64,403.26	100.00	64,723.16	100.00	43,565.41	100.00

主营业务收入构成图



主营业务收入增长趋势图



资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

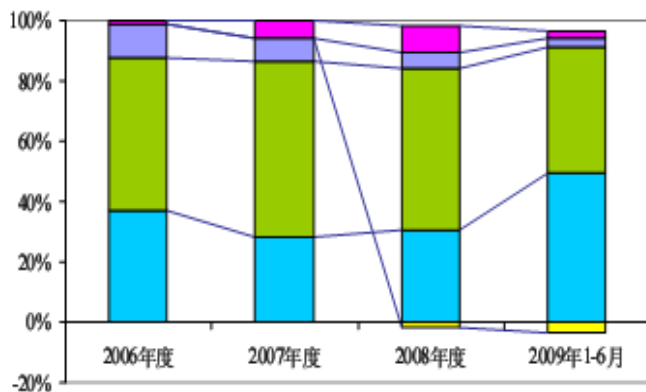
表4：主营业务毛利入构成（万元）

业务类别	2009年1-6月		2008年		2007年		2006年	
	收入	比例 (%)	收入 (%)	比例 (%)	收入 (%)	比例 (%)	收入 (%)	比例 (%)
商铺及配套物业租赁	5,917.27	52.89	8,158.13	31.61	6,174.86	28.40	4,841.12	37.05
老城市场	34.27	0.31	31.44	0.12				
一期市场	3,870.03	34.58	5,210.24	20.19	4,702.84	21.63	4,173.06	31.93
二期市场	1,656.50	14.81	1,950.83	7.56	349.77	1.61		
出口加工区厂房	356.47	3.19	1,028.50	3.98	1,122.25	5.16	668.06	5.12

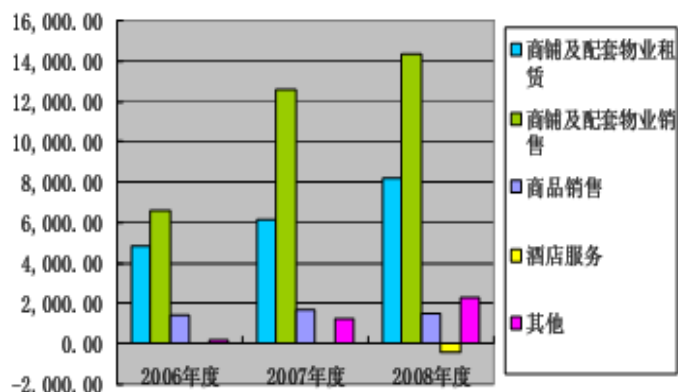
商铺及配套物业销售	5,009.97	44.78	14,291.88	55.38	12,617.64	58.04	6,619.50	50.66
一期市场	92.11	0.82	-	-	12,617.64	58.04	3,955.85	30.28
二期市场	2,008.27	17.95	8,712.49	33.76	-	-	-	-
大酒店	2,909.59	26.01						
出口加工区厂房	-	-	5,579.39	21.62	-	-	2,663.65	20.38
商铺及配套物业租赁和销售	10,927.24	97.67	22,450.02	86.99	18,792.50	86.44	11,460.62	87.71
商品销售	373.87	3.34	1,472.54	5.71	1,660.93	7.64	1,419.66	10.96
酒店服务	416.61	3.72	446.32	1.73	-	-	-	-
其他	302.96	2.71	2,331.09	9.03	1,286.89	5.92	187.14	1.43
合计	11,187.48	100.00	25,807.33	100.00	21,740.32	100.00	13,067.42	100.00

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

主营业务毛利构成图



主营业务毛利增长趋势图



资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

3.2 募集资金投入

表4: 公司募集资金投向

项目名称	投资总额	其中：募集资金	投资计划		预计投产年份	投资回收期
			第一年	第二年		
三期工程	60000	46100	16100	30000	销售：2009； 租赁：2010年	8.4年

资料来源：上市公司招股意向书

3.3 未来公司成长性

政府对流通业的重点扶持加速了专业市场的发展。2005年6月，国务院颁布了《国务院关于促进流通业发展的若干意见》，指出要积极培育一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心能力强、具有国际竞争力的大型流通企业；鼓励具有竞争力优势的流通企业实现规模扩张，引导流通企业做大做强；国务院各有关部门和金融机构要扶持流通企业，在安排中央外贸发展基金和国债资金、设立财务公司、发行股票和债券、提供金融服务等方面予以支持。《国务院关于促进流通业发展的若干意见》为专业市场的快速发展提供了重要的政策支持。

公司行业竞争优势明显。海宁中国皮革城一、二期市场总建筑面积35.68万平方米，拥有2000多家皮革品牌店，是中国皮革产品最集中的专业市场，市场内的皮革服装交易辐射全国，甚至全世界。相比其他同类专业市场，竞争优势为有坚实的皮革产业基础和先发优势，在引导流行趋势方面具有很强的话语权。

4 风险因素

经营相对集中的风险。目前，公司经营的商品范围大部分集中在皮革制品。市场的经营者主要为皮革生产商和经销（或代理）商，其购置和租赁市场商铺的行为构成公司收入和利润的主要来源。2006年度、2007年度、2008年度和2009年1-6月，公司商铺及配套物业的租赁和销售收入占主营业务的比例分别为51.09%、61.11%、58.05%和58.03%。毛利占各期主营业务毛利总额的比例分别为87.71%、86.44%、86.99%、97.67%。如果皮革制品的生产或消费出现变化，将可能对公司的经营产生根本性影响。

突发事件风险。皮革专业市场经营状况受突发性事件影响较大，特别是国内外重大的政治、经济形势变化或者自然灾害、公共危机、重大疫情等带来的一定冲击，从而对海宁中国皮革城的客流量和交易量等产生影响，从而间接影响本公司的经营业绩。

部分商铺租赁期满后不能及时出租的风险。公司和商户之间的租赁合同租期一般为1年，在商铺租赁到期后，公司可能面临部分商户不续租，暂时无新承租者接替，导致商铺暂时闲置的风险。

其他商业形态替代风险。随着社会进步、信息化的推进和生活水平的提高，大型商场、综合超市、仓储式商店、网络商店等其他商业形态迅速发展，满足了商品流通的多样化需求以及消费者的不同偏好，同时，不断发展的电子商务有效地降低了交易成本，缩短了交易时间，实体市场的部分功能将会受到一定影响。这些都对专业市场产生了一定冲击。

5 盈利预测

表6: 未来赢利预测表 (单位: 万元)

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	646	575	950	1500

营业成本	386	350	530	730
营业税金及附加	49	37	66	104
营业费用	29	34	55	82
管理费用	31	22	37	63
财务费用	18	33	38	37
资产减值损失	-1	-0	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	4	5	2
营业利润	129	103	230	487
营业外收入	6	20	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	134	123	229	486
所得税	37	38	70	144
净利润	97	85	159	342
少数股东损益	13	1	2	30
归属母公司净利润	85	84	157	312
EBITDA	175	178	310	565
EPS (元)	0.40	0.30	0.56	1.11

估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测,公司2009-2011年业绩按发行后股本计算为0.30、0.56、1.11元/股。政府对流通业的重点扶持加速了专业市场的发展,公司竞争优势明显。公司的风险在于经营相对集中的风险,突发事件风险,部分商铺租赁期满后不能及时出租的风险,其他商业形态替代风险。

我们给予公司2010年摊薄每股收益27-34倍PE为询价依据,建议网下询价区间为15.17-19.1元/股,中枢价值为17.13元。

免责声明:本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息,国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易,也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考,投资者据此操作,风险自负。