

2010年01月08日

目标价格(人民币)：17.70-20.86元

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

发行A股上限(百万股)	70.00
总股本(百万股)	210.00
国金百货零售指数	5171.19
沪深300指数	3471.46
中小板指数	5761.93


联系人：文瑶

 (8621)61038260
 wenyao@gjqz.com.cn

分析师：张斌

 (8621)61038278
 zhangbin@gjqz.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjqz.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

海宁皮城 (002344.SZ)

——进入快速发展期的皮革专业市场经营企业
公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.745	0.385	0.403	0.356	0.632	1.098
净利润增长率	N/A	128.00%	4.61%	17.80%	77.56%	73.75%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	39.04	72.68	29.12	59.57	59.57	59.57
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
净资产收益率	26.27%	22.73%	19.21%	5.76%	9.33%	13.95%
每股净资产(元)	2.84	1.69	2.10	6.18	6.77	7.87
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
总股本(百万股)	47.61	210.00	210.00	280.00	280.00	280.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 海宁皮革城股份有限公司是海宁市财政局控股的企业，公司主要经营皮革专业市场的开发、租售和服务，现有市场规模超过 45 万平方米，是全国最大的皮革市场之一，商品交易量居全国第二。
- 海宁皮革城市场的商铺出租和销售是公司的主要收入和利润来源，2009 年中期，商铺及配套物业的租售收入占公司总收入的 58.1%，贡献毛利占比达到 97.7%。
- 未来公司的收入增长主要依靠两方面：以出租商铺的租金提升带动租赁业务的毛利率提升为主的内涵式发展，以新项目建设增加可供租赁和销售的经营面积为主的外延式扩张。
- 未来 2-3 年公司在建和拟建的项目较多，主要包括：商务综合楼项目，建筑面积 4.93 万平米；皮革城市场三期工程，将新增租售面积 20.48 万平米；辽宁佟二堡海宁皮革城项目，包括 4 层的交易市场和 14 层的商务酒店，规划建筑面积 15.8 万平米；皮革城商贸项目，主要包括一个建筑面积约 5.24 万平米的皮革沙发交易区、5.01 万平方米的皮革研发中心等。此外公司投资的地产项目“东方艺墅”将在 2011 年贡献收入约 3.39 亿元。
- 根据我们测算，海宁皮革城 2009-2011 年销售收入将分别达到 5.68 亿元、9.51 亿元和 14.42 亿元，我们预测每股收益将分别达到 0.356 元、0.632 元和 1.098 元。
- A 股市场可比上市公司 2010 年的估值水平在 23-62 倍 PE，海宁皮革城未来几年的收入和利润增速较快，企业正处于快速发展阶段，成长性优于同类上市公司，我们认为可以给予公司按 2010 年 EPS 计算 28-33 倍 PE 估值，对应合理价格区间在 17.7-20.9 元/股；利用二阶段 DCF 估值模型测算的结果为 17.44 元/股。

内容目录

公司概况	3
主营业务和行业地位	3
股权结构	3
物业租赁和出售是主要收入和利润来源	4
业绩增长潜力：租金提升+新项目开发	6
内涵式发展：租金仍有提升空间，二期市场是重点	6
外延式扩张：新项目开发提供新增租售面积	6
竞争优势与发展前景	8
募集资金投向	9
收入与盈利预测	9
股票估值和定价	10
相对估值	10
绝对估值	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：海宁皮革城各业务区分布图	3
图表 2：海宁皮革城的股权结构图	4
图表 3：主营业务收入占比	4
图表 4：主营业务毛利占比	4
图表 5：2009 年中期海宁皮革城主营业务收入来源及构成比例	5
图表 6：2009 年中期海宁皮革城各项业务的毛利率情况	5
图表 7：已完工项目租售面积明细 单位：平方米	6
图表 8：历年单位租金及增长率 单位：元/平方米·月	6
图表 9：各业务历年的毛利率情况	6
图表 10：海宁皮革城在建、拟建项目的基本情况 单位：平方米	7
图表 11：革皮服装和皮鞋（右）的内销量 单位：万件、亿双	8
图表 12：第三期项目建成后的收入测算 单位：平方米、元/平米·年、万元	9
图表 13：未来 3 年可租租赁面积 单位：平方米	9
图表 14：未来 3 年公司销售收入预测表 单位：万元	10
图表 15：可比上市公司相对估值比较 单位：亿元、元	11
图表 16：相关行业上市公司基本情况一览	11
图表 17：DCF 估值及敏感性分析 单位：百万元	11

公司概况

主营业务和行业地位

- 海宁中国皮革城股份有限公司于 2007 年 12 月 5 日由皮革城有限公司整体变更设立，是“中国海宁皮革城”的举办者和经营者，主营皮革专业市场的开发、租赁和服务。目前是全国最大的皮革专业市场之一，商品交易量居全国第二。
- ◆ 公司目前主要经营海宁皮革城一期、二期市场（包括原辅料市场、鞋业广场、毛皮服饰牛仔城）和出口加工区、皮革城大酒店、综合商务楼等配套物业。

图表1：海宁皮革城各业务区分布图

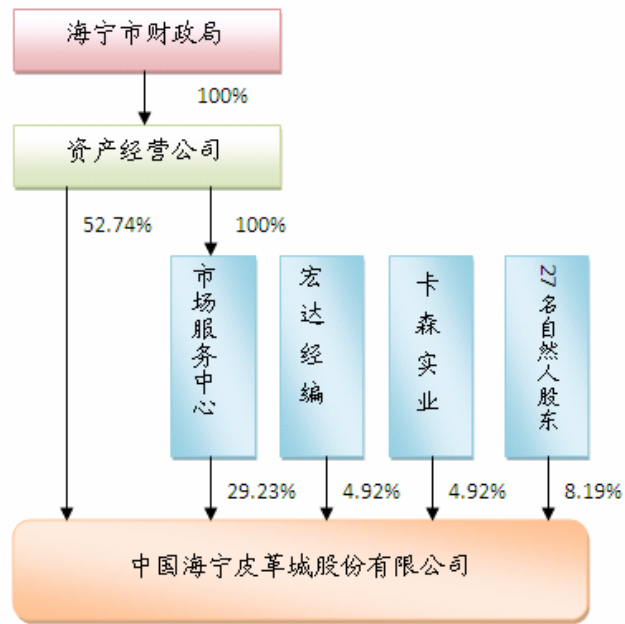


来源：招股说明书、国金证券研究所

股权结构

- 海宁皮革城的股权结构合理，由政府和公司管理层共同持股经营。国资控股可使海宁皮革城获得持续的政策支持，保证市场管理的统一和可持续发展；管理层持股能极大调动其经营管理热情，实现企业的业绩增长。
- ◆ 公司的实际控制人为海宁市财政局，控股股东为财政局 100%控股的资产经营公司，另有市场服务中心等 3 个法人股股东和 27 名自然人股东。其中，资产管理公司持有公司 52.74%的股份，并通过市场服务中心间接持有公司 29.23%的股份，宏达经编和卡森实业各持有 4.92%的股份，剩余 8.19%的股份由 27 名自然人股东持有。

图表2：海宁皮革城的股权结构图

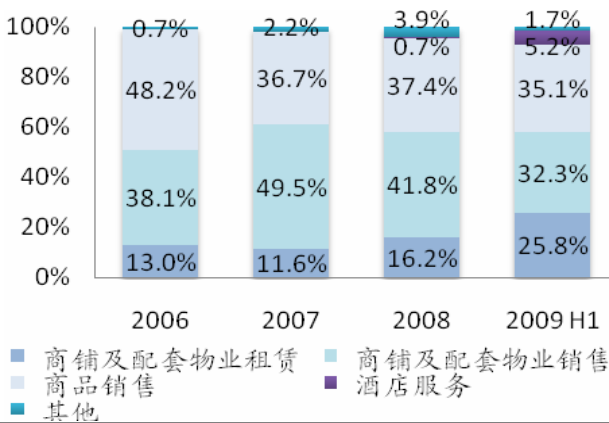


来源：招股说明书、国金证券研究所

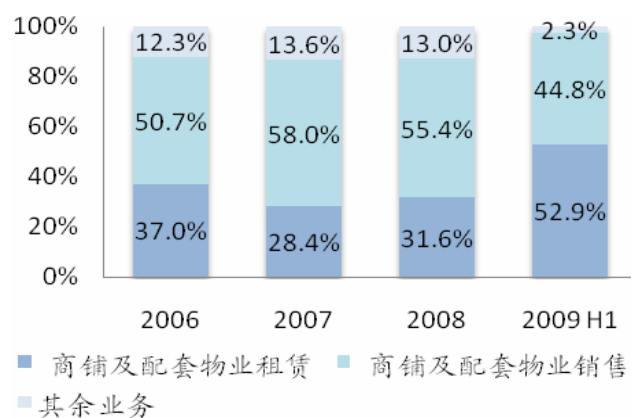
物业租赁和出售是主要收入和利润来源

- 海宁皮革城的主营业务收入由五部分组成：商铺及配套物业租赁、商铺及配套物业销售、商品销售、酒店服务和其他业务收入。在市场开业初期，公司采取“租售结合”吸引品牌企业入驻，培育市场并收回成本；后期以租赁为主，商铺租期一般为1年。
- ◆ 2009 年中期共实现销售收入 2.7 亿元，物业出租和销售的占比达到 58.1%，主营业务毛利达到 1.13 亿元，物业出租和销售贡献了 97.7%。

图表3：主营业务收入占比



图表4：主营业务毛利占比



来源：招股说明书、国金证券研究所

- ◆ 截至 2009 年中期，海宁皮革城的一期、二期市场、老城市场和出口加工区合计竣工面积约 67.32 万平方米，已基本租售完毕，其中租赁面积 25.42 万平方米，已销售但未确认收入的面积尚余 9151.9 平方米。
- ◆ 一期市场的租金水平在 2006-2008 年年均增长超过 10%，2009 年上半年增长达到 46.2%；二期市场 2007 年开始试营业，租金上升较快的原因有二：一方面公司在 2007 年开业当年以降低租金的方式招商，2008 年开始提高租金水平，另一方面 2008 年下半年公司对毛皮服饰牛仔城进行商品结构调整，提高了租金水平。

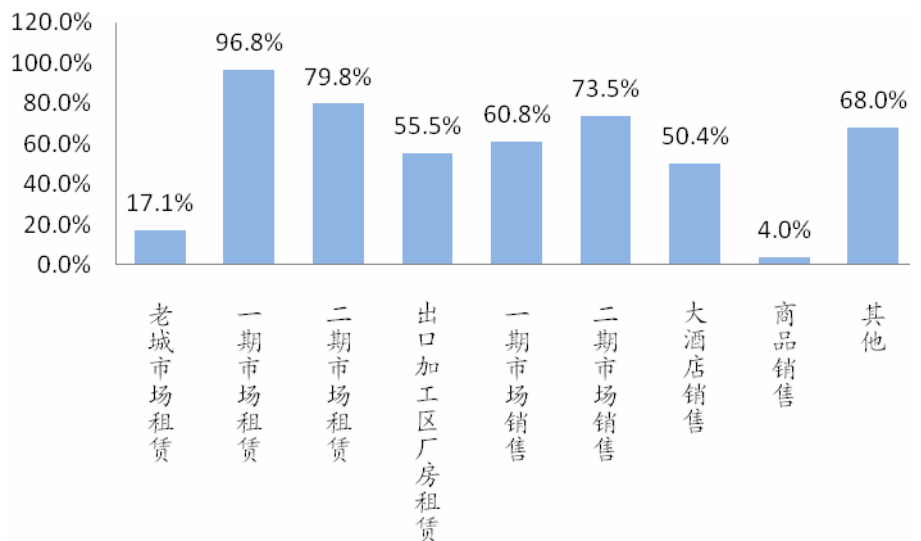
- ◆ 皮革城大酒店于 2008 年 11 月试营业，建筑面积 5.07 万平方米，楼层高 118 米，地下 2 层地上 26 层，共有客房约 310 间。公司已通过销售 5-14 层回笼资金 5698.72 万元，同时以年均租金 405.49 万元将该楼层租回用作酒店客房，租期 10 年。

图表5：2009 年中期海宁皮革城主营业务收入来源及构成比例

项目	面积 (m ²)	平均单价 (元/平方米·月)	租金增长率	平均售价 (元/	主营业务收入	收入占比
物业租赁	老城市场	37478.87	8.89	33.3%	200.00	0.7%
	一期市场	40758.97	163.55	46.2%	3999.68	14.9%
	出口加工区	113545.48	9.43	-7.7%	642.11	2.4%
	鞋业广场	17692.8	55.18	6.3%	585.76	2.2%
	二期 毛皮、牛仔	27036.2	70.35	26.3%	1141.16	4.3%
	原料市场	17653.73	32.87	32.8%	348.20	1.3%
	小计	254166.05			6916.91	25.8%
物业出售	一期市场	165.43		9155.53	151.46	0.6%
	皮革城大酒店	11494.69		5025.06	5776.15	21.5%
	鞋业广场	2448.25		11156.42	2731.37	10.2%
	小计	14108.37			8658.98	32.3%
商品销售					9419.93	35.1%
酒店经营					1398.75	5.2%
其他					445.51	1.7%
合计					26840.08	100.0%

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表6：2009 年中期海宁皮革城各项业务的毛利率情况



来源：招股说明书、国金证券研究所

业绩增长潜力：租金提升+新项目开发

内涵式发展：租金仍有提升空间，二期市场是重点

- 根据海宁皮革城“后续经营租赁为主”的经营模式，公司经营的一期、二期市场、老城市场和出口加工区的租金和毛利率提升将成为主要的内生增长来源。目前已用于租售的面积为 49.98 万平方米，其中可租赁面积 25.42 万平方米。

图表7：已完工项目租售面积明细 单位：平方米

项目	已销售面积	租赁面积	自用面积	市场公共区域面积	合计
一期市场	42,323.5	40,759.0	27,694.2	46,511.5	157,288.1
鞋业广场	2,827.9	17,692.8	6,840.2	38,329.7	65,690.7
二期市场		27,036.2		44,097.8	71,134.0
毛皮服饰牛仔城					
原辅料市场	44,996.1	17,653.7			62,649.8
老城市场		37,478.9		20,025.9	57,504.7
出口加工	145,423.7	113,545.5			258,969.2
小计	235,571.2	254,166.1	34,534.4	148,964.9	673,236.5

来源：招股说明书、国金证券研究所

- ◆ 过去 3 年这部分物业的租金水平稳步提升，其中二期市场由于 2007 年才开始试运行，未来租金提升潜力较大；毛皮服饰牛仔城的四楼于 2009 年上半年投入使用，新增面积 7939 平方米，提高了二期市场的增长空间。

图表8：历年单位租金及增长率 单位：元/平方米·月

项目	2006	2007	2008	2009 H1
一期市场	91.16	100.53	111.89	163.55
%		10.28%	11.30%	46.17%
出口加工区	7.7	8.35	10.22	9.43
%		8.44%	22.40%	-7.73%
老城市场			6.67	8.89
%				33.28%
鞋业广场		52.31	51.91	55.18
%			-0.76%	6.30%
毛皮服饰牛仔城		26.73	55.71	70.35
%			108.42%	26.28%
原料市场		9.77	24.76	32.87
%			153.43%	32.75%

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表9：各业务历年的毛利率情况

项目	2006	2007	2008	2009 H1
商铺及配套物业租赁	85.8%	82.1%	78.0%	85.5%
老城市场			-10.5%	17.1%
一期市场	93.8%	95.6%	95.2%	96.8%
二期市场		57.9%	67.2%	79.8%
出口加工区厂房	55.9%	56.2%	57.5%	55.5%
商铺及配套物业销售	39.8%	39.4%	53.1%	57.9%
一期市场	39.1%	39.4%		60.8%
二期市场			57.6%	73.5%
大酒店				50.4%
出口加工区厂房	41.0%		47.3%	
物业租赁和销售合计	51.5%	47.5%	60.0%	70.2%
商品销售	6.8%	7.0%	6.1%	4.0%
综合毛利率	30.0%	33.6%	40.1%	41.7%

- 皮革城大酒店是公司收入增长的另一个来源，作为海宁皮革城的配套服务设施，皮革城超过 300 万人次（2007 年）的客流量为酒店的客源提供了保证，随着入住率的提高进入盈利期后的皮革城大酒店有望实现收入和利润的稳步增长。

外延式扩张：新项目开发提供新增租售面积

- 海宁皮革城未来 2-3 年内将陆续建成投入使用的项目有三个，分别是：综合商务楼、皮革城三期工程和佟二堡海宁皮革城项目，预计建成后可新增面积 41.21 万平米，其中租赁面积 21.4 万平方米，销售面积 10.76 万平方米。

- 此外，公司还投资了东方艺墅住宅项目；并与“森桥实业”共同投资设立“皮革城商业开发有限公司”联合开发市场第四期扩建项目，即皮革城商贸项目。

图表10：海宁皮革城在建、拟建项目的基本情况 单位：平方米

		已预售未确认 收入面积	预计租赁面 积	未来拟售面 积	租售面积 小计	自用面积	市场公共区 域面积	合计
综合商务楼	主楼	5,168.0	10,920.0	1,693.0	12,613.0	7,312.0		25,093.0
	裙房		24,231.0	暂无	24,231.0			24,231.0
三期工程			122,884.8	81923.2	204,808.0			204,808.0
佟二堡皮革城			56,000.0	24000	80,000.0		78,000.0	158,000.0
东方艺墅		28,323.0		91907	91,907.0			120,230.0
小计		33,491.0	214,035.8	199,523.2	413,559.0	7,312.0	78,000.0	532,362.0

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 综合商业楼项目：项目位于皮革城二期市场的中心区域，总建筑面积 4.93 万平方米，包括一栋 23 层的主楼和 4 层的裙房，主楼作为市场配套设施为商户提供办公场所，裙楼开发为商铺。商务楼主楼 7312 平方米面积将用于公司办公，其余 6861 平方米用于销售，10920 平方米用于租赁。截至 2009 年中期，公司已预售 5168 平方米，销售单价 5700-6000 元/平方米；主楼的租赁单价为 250 元/平方米·年，每年增长 3%，预计 2010 年出租率达到 75%，2012 年实现满租。
- 佟二堡皮革城项目：佟二堡经济特区是全国三大皮装生产基地之一和全国最大的水貂皮服装生产加工基地，特区内有 1100 余家皮装生产企业，产品除了供给国内市场还销往美国、俄罗斯、韩国等地；特区现有 7 个皮革市场，建筑面积 9.5 万平方米，商铺 1000 多个。佟二堡皮革城项目是海宁皮革城首个异地扩张项目，包括一座 4 层的交易市场和 14 层的配套商务酒店，市场规划建筑面积 15.8 万平方米，酒店规划建筑面积 1.65 万平方米，计划于 2011 年交付使用。
- 东方艺墅项目：项目位于海宁市东南部，地理位置优越，主要开发以 3-6 层多层建筑为主的高档住宅小区，容积率 1.0-1.4，规划建设 366 套多层公寓、230 套排屋。该项目总投资 5.4 亿元，分三期滚动开发，第一期、二期分别于 2008 年 7 月和 2009 年 4 月动工，建设用地 7.7 万平方米，第三期 4.3 万平方米于 2009 年下半年动工，全部工程预计 2011 年底竣工。东方艺墅的楼面地价约 1250 元/平方米，同期海宁市的公寓销售均价约 5000 元/平方米，排屋销售均价约 10000 元/平方米，预计项目可实现总收入 7.8 亿元。
- 皮革城商贸项目：公司与森桥实业共同投资成立“皮革城商业有限公司”，联合开发海宁市海州西路、海宁大道西北角地块，项目计划投资 3 亿元，建设期 2 年。该项目将建设一个建筑面积约 5.24 万平方米的皮革沙发交易区、5.01 万平方米的皮革研发中心、2850 平方米的皮革博物馆和近 1.5 万平方米的地下停车库。
- 三期工程：即本次募投项目，参见后文的募集资金投向。

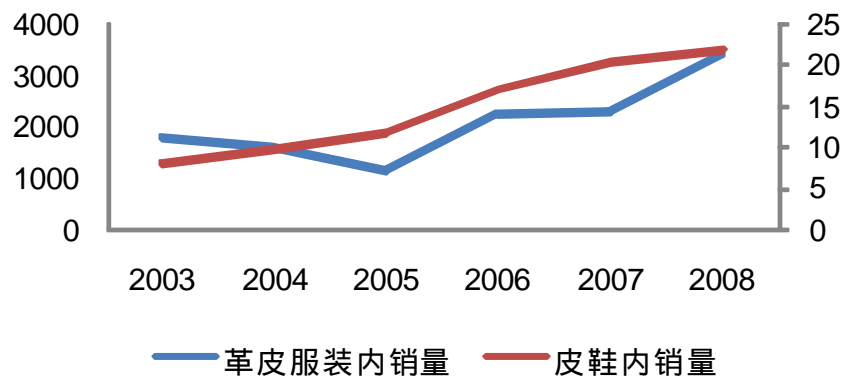
竞争优势与发展前景

- 海宁皮革城属于皮革专业市场，与综合类商品流通业态不同，其产品种类单一，经营场所的分布相对集中，通过皮革制品的大规模集聚，为消费者和采购商提供“货比三家”的选择空间，为生产商和经销（或代理）商提供“商情共享”的信息平台，从而降低了商品的营销和交易成本，并实现规模效应。

总体来看，海宁皮革城的竞争优势可以概括为以下五点：

- ◆ 产业基础坚实：海宁皮革城在产业基础上具备先天优势。上世纪八、九十年代，世界皮革加工产业从欧洲转移至中国。浙江海宁逐渐发展成中国最大的皮革服装生产基地、集散中心和行业信息发布中心。
- ◆ 政府支持有力：皮革、经编和纺织行业是海宁市的三大支柱产业，产值占地方 GDP 的 50% 以上，海宁皮革城作为皮革产业的交易平台和信息中心得到当地政府的大力支持。
- ◆ 物流条件优越：海宁地处长三角经济区沪杭之间，交通便利，有沪杭铁路、沪杭高速路、浙江 01 省道等多条交通主干线经过，物流条件优越。
- ◆ 规划设计合理：在原有成品交易市场、原辅料交易市场、出口加工区和配套服务设施的基础上，海宁皮革城通过第三期工程加强了对高端品牌的服务，提供综合了办公、营销、创业等多方面的平台，从而在规划设计上完成对皮革行业完整产业链的覆盖。
- ◆ 管理能力领先：公司的管理层有丰富的皮革专业市场管理经验，90% 的中高层管理人员有五年以上的市场经营经历。
- 受益于消费升级，皮革制品在中国正从奢侈品转向一般消费品，对产品个性化、多样性的需求增加，皮毛服饰、时尚箱包、皮带票夹、皮质沙发等产品成为消费热点；皮革行业的景气将为产业集群所在地的皮革专业市场的商铺出租率提供保证，市场经营企业可通过扩大规模和租金提升分享行业发展的收益。
- ◆ 根据中国皮革协会统计，2008 年中国生产轻革 6.4 亿平方米、毛皮服装 385 万件、革皮服装 5,653 万件、皮鞋 33.20 亿双、箱包 7.7 亿个，其中毛皮服装的产量同比增长 33.68%。
- ◆ 2003-2008 年，我国革皮服装、皮鞋等皮革制品国内销量整体呈上升趋势。2008 年我国革皮服装、皮鞋的内销数量达到 3,421 万件和 21.94 亿双，较 2003 年分别增长了 94.82% 和 180.21%，

图表11：革皮服装和皮鞋（右）的内销量 单位：万件、亿双



来源：招股说明书、国金证券研究所

募集资金投向

- 此次募集资金主要用于海宁皮革城三期市场建设项目除土地出让金以外的投资，项目总投资 6 亿元，其中土地出让金 1.39 亿元，其余的投资 4.61 亿元。
- 海宁皮革城三期工程定位“品牌时尚广场”，具备品牌展示、区域营销、研发设计、商务服务和高档休闲等功能，通过满足皮革产业集群升级和皮革企业发展需要，实现企业向更高层次的发展。
 - ◆ 三期项目选址位于皮革城一期市场的西南侧，二期市场的南侧，处于城市新中心区，紧邻海宁市行政中心；项目用地规模 99551 平方米，总建筑面积 204808 平方米，容积率 2.06；项目建设期为 2 年。
 - ◆ 第三期项目将 60% 面积用于租赁，40% 用于销售，根据测算，项目建成 3 年后实现销售收入总计 6.05 亿元，其中租赁实现 1.10 亿元，销售实现 4.85 亿元。

图表12：第三期项目建成后的收入测算 单位：平方米、元/平米·年、万元

时间	租赁			销售			年收入合计
	面积	平均租金	总收入	面积	平均单价	总收入	
2009	43774	36	158				158
2010	61442	313	1924				1924
2011	98308	412	4052	63310	5750	36403	40456
2012	122885	475	5835	18613	6500	12099	17933
合计	122885		11968	81923		48502	60470

来源：招股说明书、国金证券研究所

收入与盈利预测

- 我们统计公司未来三年可用的租赁面积和销售面积，分别对其租金和销售单价进行估计，从而预测公司未来的收入增长情况。

图表13：未来3年可租租赁面积 单位：平方米

	2009	2010	2011	2012
可租赁面积	308486	408989	466625	500402
可销售面积	26538	64710	71113	27400
东方艺墅				
一期、二期销售面积			42350	34650
三期销售面积				21500
			42350	56150
合计	335023	473699	580089	583952

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 公司未来 2-3 年在建和拟建的项目较多，推动公司收入和利润高速增长，预计 2009-2011 年销售收入将分别达到 5.68 亿元、9.51 亿元和 14.42 亿元，我们预测每股收益将分别达到 0.356 元、0.632 元和 1.098 元。

图表14：未来3年公司销售收入预测表 单位：万元

	2009E	2010E	2011E	2012E
可租赁收入				
老城市场	517	810	1,169	1,214
一期市场	7,581	8,315	9,048	9,538
出口加工区	1,839	1,431	1,472	1,485
鞋业广场	1,189	1,401	1,614	1,783
二期市场 毛皮服饰牛仔城	3,082	3,861	4,623	5,321
原料市场	847	996	1,144	1,271
综合商务楼	266	370	932	958
三期市场	158	1,924	4,052	5,835
佟二堡皮革城		4,704	5,040	7,056
四期市场		1,580	1,580	2,212
小计	15480	25391	30675	36673
可销售收入				
一期市场	152			
皮革城大酒店	5,862			
鞋业广场	3,155			
二期市场 毛皮服饰牛仔城				
原料市场	1,713			
综合商务楼	3,058	784		
三期市场		36,403	12,099	
佟二堡皮革城			10,800	14,400
四期市场			24,300	9,548
小计	13,940	37,187	47,199	23,948
东方艺墅				
一期、二期销售面积			33,880	34,650
三期销售面积				17,200
小计			33880	51850
合计	29420	62578	111753	112471
商品销售	22,858	27,429	26,286	30,172
酒店经营	3,636	4,707	5,489	6,192
物业管理、电子商务、娱乐	891	1,025	1,537	1,691
总计	56805	95740	145066	150526

来源：招股说明书、国金证券研究所

股票估值和定价

相对估值

A股市场可比上市公司2010年的估值水平在23-62倍PE，海宁皮革城未来几年的收入和利润增速较快，企业正处于快速发展阶段，成长性优于同类上市公司，我们认为可以给予公司按2010年EPS计算28-33倍PE估值，对应合理价格区间在17.70-20.86元/股。

图表15：可比上市公司相对估值比较 单位：亿元、元

	市值 (亿元)	收盘价 2010-1-7	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
小商品城	289.9	42.6	1.37	1.75	2.30	31	24	19
东方市场	83.8	6.9	0.18	0.30	0.40	38	23	17
轻纺城	61.1	9.9	0.13	0.16	0.20	76	62	49

来源：WIND、国金证券研究所

图表16：相关行业上市公司基本情况一览

公司	地址	经营项目	产品种类	产业链	市场面积	商铺数量	经营模式
海宁皮城	浙江海宁	皮革专业市场	皮革服装、皮革沙发套及成品、制革、皮革票夹、皮革化工、箱包、五金、手套等	原料交易，设计研发，生产加工，交易平台，流行发布	总面积67.3万平方米 市场面积50万平方米	2000多间	前期租售结合 后续租赁为主 商铺一年一租 招投标定价
小商品城	浙江义乌	综合商品市场	饰品、袜子、玩具等日用工业品等	原料交易，设计研发，生产加工，交易平台，展会、电子商务等配套服务	营业面积80万平方米	3400多间	商铺租赁 租期五年，预付租金 政府定价与招投标定价结合
东方市场	江苏吴江	电子交易所 纺织专业市场	丝绸织物、化纤织物、化学纤维、服装等	原料交易，生产加工，交易平台，电子交易所，产业基金	市场租赁21万平方米	2000多间	租售结合 老铺平均租期5-20年，逐步实现租改售
轻纺城	浙江绍兴	轻纺专业市场	纺织品、纺织原料、纺机等	原料及生产设备交易，设计研发，生产加工，交易平台，电子商务等配套服务	建筑面积228万平方米	19000多间	商铺租赁 租期一般6年，服装市场1年 政府定价与市场定价结合

来源：国金证券研究所

绝对估值

- 我们用二阶段增长模型对公司进行估值，无风险利率 2.25%，第二阶段增长率 3%；DCF 模型估值结果为 17.44 元。

图表17：DCF 估值及敏感性分析 单位：百万元

FCFE估值	现金流折现值	价值百分比		
第一阶段	685.06	14.03%		
第二阶段	4,198.46	85.97%		
股权资本的价值	4,883.51	100.00%		
股本（百万股）	280.00			
每股价值（元）	17.44			
敏感性测试结果		长期增长率(g)		
Ke	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
8.50%	16.12	17.34	18.77	20.49
9.00%	14.68	15.68	16.86	18.25
9.50%	13.44	14.29	15.26	16.40
10.00%	12.37	13.09	13.91	14.85
10.50%	11.44	12.05	12.75	13.54
11.00%	10.62	11.15	11.75	12.42

来源：国金证券研究所

风险提示

- 佟二堡海宁皮革城是公司第一个异地扩张项目，对公司的经营管理能力提出较高要求，有扩张不顺利的风险；
- 公司租金水平的提升有赖于商户经营利润率的提高，皮革制品行业的景气度受经济影响较大，未来有租金提升水平达不到预期的风险；
- 皮革专业市场的门槛不高，国内经营皮革专业市场的企业比较多，未来有市场竞争加剧的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	436	647	646	568	951	1,443
增长率		48.6%	-0.2%	-12.0%	67.4%	51.7%
主营业务成本	-305	-430	-386	-351	-555	-753
% 销售收入	70.0%	66.4%	59.8%	61.8%	58.4%	52.2%
毛利	131	218	260	217	396	690
% 销售收入	30.0%	33.6%	40.2%	38.2%	41.6%	47.8%
营业税金及附加	-21	-44	-49	-43	-76	-115
% 销售收入	4.8%	6.8%	7.6%	7.5%	8.0%	8.0%
营业费用	-28	-45	-29	-24	-43	-65
% 销售收入	6.4%	7.0%	4.5%	4.3%	4.5%	4.5%
管理费用	-16	-20	-31	-26	-45	-68
% 销售收入	3.6%	3.2%	4.8%	4.5%	4.7%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	66	108	151	124	232	441
% 销售收入	15.2%	16.7%	23.3%	21.9%	24.4%	30.6%
财务费用	-10	-8	-18	-10	7	14
% 销售收入	2.2%	1.3%	2.8%	1.7%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	-3	3	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	15	-4	0	0	0
% 税前利润	0.0%	12.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	54	118	129	114	239	455
营业利润率	12.4%	18.3%	20.0%	20.1%	25.1%	31.6%
营业外收支	5	6	5	20	0	0
税前利润	59	124	134	134	239	455
利润率	13.5%	19.2%	20.8%	23.6%	25.1%	31.6%
所得税	-19	-42	-37	-34	-60	-114
所得税率	31.8%	33.4%	27.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	40	83	97	101	179	342
少数股东损益	4	2	13	1	2	34
归属于母公司的净利	35	81	85	100	177	308
净利率	8.1%	12.5%	13.1%	17.5%	18.6%	21.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	40	83	97	101	179	342
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	14	27	49	75	90
非经营收益	5	-6	20	6	19	19
营运资金变动	-220	63	-167	779	338	530
经营活动现金净流	-163	153	-22	936	611	980
资本开支	-70	-305	-82	-893	-109	-710
投资	0	15	-82	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-70	-290	-164	-894	-109	-710
股权募资	1	155	0	1,190	-11	0
债权募资	299	-42	102	-238	0	1
其他	-17	-32	-53	-21	-19	-19
筹资活动现金净流	282	81	49	931	-30	-18
现金净流量	49	-56	-137	973	472	252

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	248	192	55	1,028	1,500	1,752
应收款项	82	46	38	39	78	138
存货	371	407	424	481	760	1,031
其他流动资产	170	10	4	20	30	40
流动资产	871	655	522	1,567	2,368	2,960
% 总资产	70.0%	50.3%	37.3%	47.5%	57.2%	55.3%
长期投资	288	633	610	611	610	610
固定资产	73	11	243	1,098	1,128	1,744
% 总资产	5.9%	0.9%	17.4%	33.3%	27.3%	32.6%
无形资产	11	0	17	24	29	34
非流动资产	374	648	876	1,734	1,769	2,389
% 总资产	30.0%	49.7%	62.7%	52.5%	42.8%	44.7%
资产总计	1,245	1,303	1,398	3,302	4,136	5,349
短期借款	380	263	238	0	0	0
应付款项	615	464	378	1,234	1,874	2,712
其他流动负债	33	61	42	38	63	96
流动负债	1,027	789	658	1,272	1,938	2,808
长期贷款	74	149	276	276	276	277
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,101	937	934	1,548	2,214	3,085
普通股股东权益	135	356	440	1,730	1,896	2,204
少数股东权益	8	10	23	24	26	60
负债股东权益合计	1,245	1,303	1,398	3,302	4,136	5,349

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.745	0.385	0.403	0.356	0.632	1.098
每股净资产	2.837	1.694	2.097	6.179	6.773	7.871
每股经营现金净流	-3.420	0.728	-0.104	3.341	2.182	3.501
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.27%	22.74%	19.22%	5.76%	9.33%	13.95%
总资产收益率	2.85%	6.21%	6.06%	3.02%	4.28%	5.75%
投入资本收益率	7.57%	9.26%	11.20%	4.59%	7.91%	13.03%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	48.57%	-0.23%	-12.05%	67.38%	51.74%
EBIT增长率	N/A	63.04%	39.32%	-17.60%	86.75%	90.31%
净利润增长率	N/A	128.01%	4.61%	17.80%	77.56%	73.75%
总资产增长率	N/A	4.70%	7.24%	136.25%	25.27%	29.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.4	21.9	13.4	10.0	15.0	20.0
存货周转天数	222.2	330.7	393.2	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	59.9	86.0	101.7	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	61.5	6.4	137.1	640.6	317.4	314.3
偿债能力						
净负债/股东权益	143.60%	60.11%	99.02%	-42.86%	-63.66%	-65.15%
EBIT利息保障倍数	6.8	13.3	8.3	12.7	-33.0	-30.4
资产负债率	88.49%	71.92%	66.85%	46.87%	53.52%	57.68%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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：

行业优化平均市盈率中，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。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。