世纪证券 CENTURY SECURITIES

零售业

中国皮革专业市场引领者

—海宁皮城(002344)新股定价报告

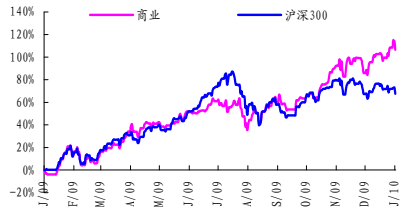
2010年1月21日

发行价：20元/股　　定价区间：23.94～26.46元/股

重要资料	2010年1月21日
总股本（万股）	28,000
流通股（万股）	7,000
募集资金总额	140,000
行业PE（X）	35.91
定价区间PE(X)	38-42
第一大股东	海宁市资产经营公司
公司网址	www.chinaleather.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入（亿）	4.36	6.47	6.46
增长率%	-	48.57	-0.23
净利润（亿）	0.35	0.81	0.85
增长率%	-	128.01	4.61
毛利率%	30.00	33.60	40.23
净利率%	9.17	12.78	15.09
ROE	26.27	22.74	19.22
ROA	5.35	10.18	11.10
资产负债率	88.49	71.92	66.85

行业一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
零售行业	11.1%	24.3%	106.6%
沪深300	0.1%	1.4%	67.6%

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	645.86	568.00	918.20	1494.98
净利润　（百万元）	84.63	96.74	175.94	317.16
每股收益（元）	0.30	0.35	0.63	1.13
净利润增长率%	4.61	14.31	81.87	80.27

资料来源：世纪证券研究所

- **公司是全国最大的皮革专业市场之一，商品交易额居全国第二。**目前公司经营的市场包括一期市场和二期市场（包括原辅料市场、鞋业广场、毛皮服饰牛仔城），未来在建的包括三期市场（IPO募投项目）、四期市场（海宁皮革商贸城）、辽宁灯塔佟二堡等。配套物业主要包括的皮革城大酒店、出口加工区、综合服务楼、淘皮娱乐公司等。此外，公司还经营皮都东方艺墅住宅项目。
- **我国皮革制品需求旺盛。**我国皮革资源量世界第一，皮革、毛皮制品产量居世界第一，皮衣和皮具综合产量居世界之首。2003-2008年我国皮革服装和皮鞋消费复合增长率分别为11.76%和18.74%，中国人均皮革消费量是世界水平的60%。随着奢侈品向生活必需品逐渐转变和流行、时尚观念日益突出，皮革的需求仍将呈大幅上升趋势。
- **公司竞争优势突出。**（1）2002年海宁已是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，目前海宁皮革产业集群已形成较为完整的产业体系，皮革产业基础坚实。（2）凭借优秀的设计能力和大量的知名品牌，公司在引导流行趋势方面具有较强的话语权。
- **盈利预测。**预测2009～2011年，公司实现营业收入分别为5.68、9.18和14.95亿元；净利润分别为9,673.92、17,593.79和31,715.91万元，同比分别增长14.31%、81.17%和80.27%；每股收益（全面摊薄）分别为0.35元、0.63元、1.13元。
- **估值分析。**目前A股市场进行专业市场经营的上市公司有小商品城、东方市场、轻纺城，这三家公司均为成熟市场，2010年估值区间在22～60倍之间，平均估值水平35.91倍。考虑到公司目前正处于快速发展阶段，未来成长性远优于同类上市公司。因此，我们认为给予公司2010年38～42倍的估值区间较为合理，上市后的合理价格区间为23.94～26.46元。
- **风险提示。**经营业务相对集中、租户不续租或租金下降、同类市场竞争等风险。

吕丽华
+86 755 83199599ext8202
lvlh@csco.com.cn

分析师申明：

本人，吕丽华，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司概况

公司前身为成立于 1999 年 2 月 25 日的海宁浙江皮革服装城投资开发有限公司，2007 年 12 月 5 日整体变更为股份有限公司，注册资本 21,000 万元。

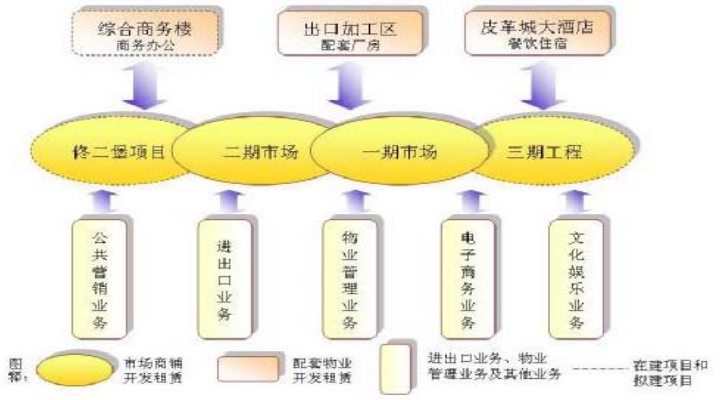
主业简介

公司主营业务为皮革专业市场的开发、租赁和服务，是“海宁中国皮革城”的举办者和经营者。海宁中国皮革城是全国最大的皮革专业市场之一，商品交易额位居全国皮革专业市场第二。

2002 年，海宁已是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。2005 年，海宁皮革工业的产业规模、工艺技术、主要经济指标位居国内前列，其中皮革、裘皮服装产量、皮革交易量和皮革服装外贸出口供货值三项均居全国第一。2007 年，海宁皮革加工产业被中国社会科学院工业经济研究所评比为“中国百佳产业集群”之一。

报告期内，公司盈利能力稳步增强。2006-2008 年，净利润及归属于母公司股东净利润的复合增长率分别为 56.16%和 54.44%。目前，公司经营的市场包括一期市场和二期市场（包括原辅料市场、鞋业广场、毛皮服饰牛仔城），未来在建的市场经营物业包括三期市场、四期市场（海宁皮革商贸城）、辽宁灯塔佟二堡等。公司配套物业主要包括的皮革城大酒店、出口加工区、综合服务楼、淘皮娱乐公司等。此外，公司还经营住宅地产开发项目--皮都东方艺墅项目。

Figure 1 公司业务架构图



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 2 公司主营相关经营物业布局图

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

控股股东和实际控制人

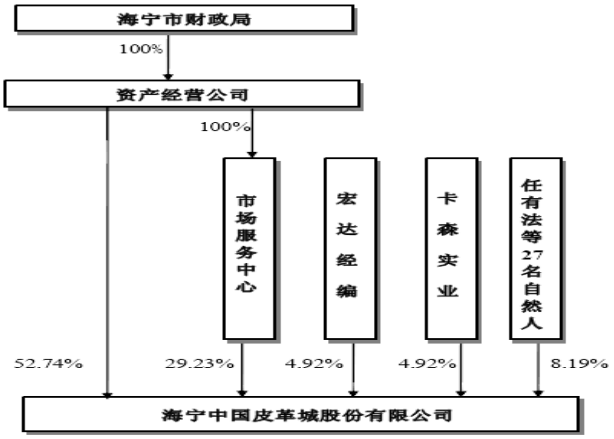
资产经营公司直接持有公司 52.74%的股份，通过其控制的市场服务中心间接持有公司 29.23%的股份，为公司控股股东。资产经营公司由海

宁市财政局 100%控股，海宁市财政局为公司实际控制人。

Figure 3 公司历史沿革及股本形成图

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 4 发行前公司产权结构



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

发行前后总股本变化

公司发行前总股本 21,000 万股，本次拟向社会公开发行 7,000 万股，发行后总股本 28,000 万股，其中社会公众股占总股本比例为 25%。

Figure 5 本次发行前后公司股本结构

发起人名称	发行前		发行后	
	持有股份（万股）	持股比例	持有股份（万股）	持股比例
资产经营公司	11,074.56	52.74	10,624.18	39.55
市场服务中心	6,138.09	29.23	5,888.47	21.92
全国社会保障基金理事会	-	-	700.00	2.50
宏达经编	1,037.57	4.92	1,032.57	3.69
卡森实业	1,037.57	4.92	1,032.57	3.69
任有法等 27 位自然人	1,722.21	8.19	1,722.21	6.15
社会公众股	-	-	7,000	25.00
合计	21,000.00	100.00%	28,000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

行业发展概况

专业市场：

一、行业特点与经营模式

行业特点——特定商品大规模集聚

专业市场为特定类别的商品提供大规模交易场所。与综合类商品流通业态不同，专业市场经营的商品类别比较单一，经营场所相对集中、固定，特定商品多品种、多品牌的大规模聚集是专业市场繁荣的前提。

专业市场通过特定商品的大规模集聚，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。

经营模式——“初次招商租售结合、后续经营租赁为主”

“初次招商租售结合”的经营模式能促进特定商品的大规模集聚在专业市场初次招商中，如果商铺只租不售，在经营状况较差的情况下，商户易退租或不续租商铺，造成“商铺空置——商品规模和数量减少——市场吸引力下降——商铺空置”的恶性循环；同时，初次招商过程中租赁价格较低，市场的举办者和经营者资金压力一般较大，较难保证后续配套服务的持续开展。如果商铺只售不租，市场的举办者和经营者将无法分享专业市场持续发展的经营成果，对市场的后续服务、管理将缺乏动力，不利于促进专业市场持续繁荣。在“初次招商租售结合”经营模式下，市场的举办者和经营者选择向知名生产商和品牌经销（或代理）商销售商铺，并将其余商铺租赁给其他商户。知名生产商和品牌经销（或代理）商的长期入驻，有助于提高优质商户的稳定性和对市场的忠诚度，有利于树立市场知名度和品牌优势，将会持续吸引大量的消费者和采购商。随着市场客流量的增多，其它商户也会纷纷入驻并租赁市场商铺，从而形成“商铺租赁需求上升——商品规模和数量增加——市场吸引力提高——商铺租赁需求上升”的良性循环，促进了特定商品的大规模集聚。同样，厂房等配套物业的销售将使生产商在专业市场周边长期入驻，促进市场内商品的有效供给。随着生产商的不断聚集，聚集效应所带来的成本优势逐渐体现，其他生产商也将纷纷加入市场周边的生产网络，从而更有力地保障了特定商品的大规模集聚。

“后续经营租赁为主”的经营模式有利于市场经营者分享专业市场持续发展的经营成果在“后续经营租赁为主”经营模式下，专业市场经营者的利益与市场繁荣度密切相关。市场的经营者将努力提升后续服务与管理水平，推动专业市场持续繁荣，促进商铺租赁价格稳定上涨，从而分享专业市场持续发展的经营成果。

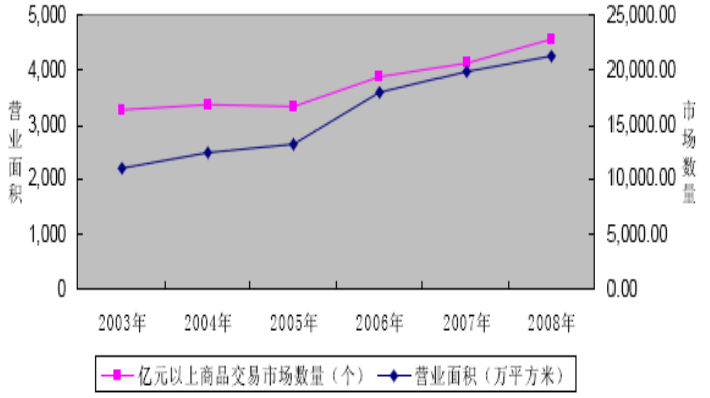
二、 行业发展现状

市场规模和成交额逐渐扩大

近年来，我国商品交易市场数量不断增多，交易规模逐步扩大，商品集散功能日益增强。截至 2008 年底，全国交易额亿元及以上的商品交易市场数量达 4,567 个，同比增长 10.82%；市场摊位数 283.91 万个，同比增长 5.86%；营业面积 21,225.22 万平方米，同比增长 7.12%。2008

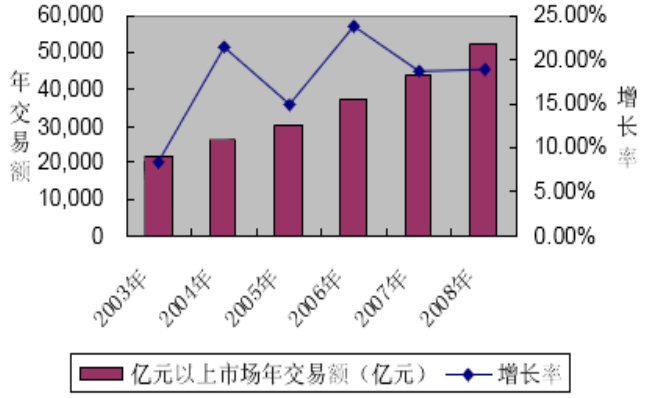
年全国交易额亿元及以上的商品交易市场总交易额达 52,457.96 亿元，比 2007 年增长 18.99%。

Figure 6 全国商品交易市场数量



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 7 我国市场交易额（亿元以上市场）

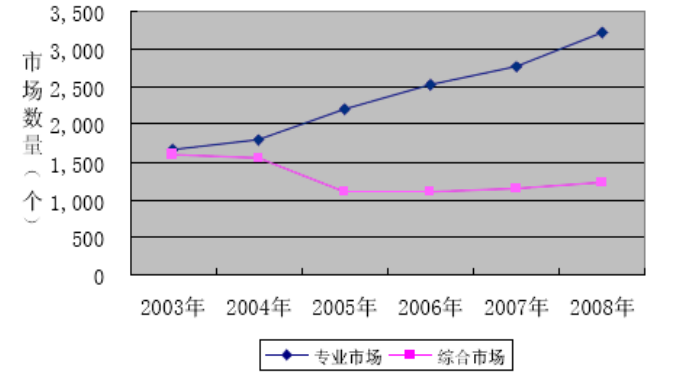


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

市场向专业化方向发展

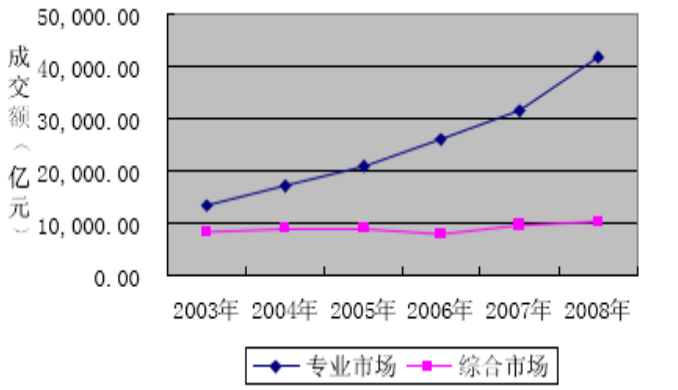
目前，我国商品交易市场发展已呈现出以专业市场为主，综合市场为辅的格局。2008 年，全国交易额亿元及以上的商品交易市场中综合市场占 1,248 个，专业市场占 3,319 个。2003－2008 年，从市场数量上，专业市场呈不断上升趋势，而综合市场数量自 2005 年度出现大幅下降，以后各年度的增长缓慢；从市场交易额上，专业市场迅速增长，而综合市场维持稳定。2003－2008 年，专业市场数量复合增长率为 14.01%；2008 年综合市场数量较 2003 年下降 21.94%。2003－2008 年，专业市场交易额复合增长率为 25.45%；综合市场同期交易额复合增长率仅为 4.86%。

Figure 8 我国商品交易市场数量（按类别分）



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 9 我国商品交易市场交易额（按类别分）



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

三、 行业发展趋势

商品经营品牌化

目前，专业市场更加重视品牌引进和品牌推广，在促进上游产业结构调整、重组、集中过程中，从单纯的交易主体聚集场所逐步转为大生产厂家、大代理商、大经销商的培育基地，并推动其向集中化、规模化和品牌化方向发展。拥有优秀品牌的专业市场将具有更强的竞争力和辐射力，经营廉价低质商品的专业市场将被逐步淘汰。

硬件设施商场化

专业市场发展到现阶段，已经从最初的商品集散地演变成集综合功能于一体的商品交易市场，单纯的“摊位式”专业市场已不能满足商户的经营需要和消费群体的购物需求。新建市场不但在规模上越做越大，而且硬件条件和商场已不相上下，有的甚至超过了高档商场。

信息交流网络化

互联网已经成为人们生活的重要组成部分，随着企业诚信、电子结算安全等问题的逐步改善，各种电子商务模式已经普遍为人们所接受。未来，有形和无形商品交易市场将紧密结合，逐步形成覆盖全国甚至全球的信息网络，大大提高商品流通效率。

皮革市场:

一、皮革产业发展现状

我国皮革资源量世界第一，其中猪皮、羊皮原料资源量居世界第一，牛皮居世界第三，皮革、毛皮制品产量居世界第一，皮衣和皮具综合产量居世界之首。据中国皮革协会统计，2008 年我国生产轻革 6.4 亿㎡、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。除毛皮服装产量较 2007 年增长 33.68%外，其余皮革制品由于受金融危机的影响，产量均小幅下降，轻革、革皮服装、皮鞋和箱包 2008 年产量较 2007 年分别下降 5.88%、0.91%、1.19%和 9.41%。

2003 年—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%。

二、皮革产业未来发展趋势

用途多样化——奢侈品向生活必需品逐渐转变

进入 90 年代以来，随着全球经济的增长和人民生活水平的提高，

国内外对皮革制品的需求进一步扩大，皮革制品进入千家万户，服装用革大幅度上升，家具、汽车用革的需求量也日益增加。目前，皮革制品已经广泛应用于制鞋、皮具、服装、家具、家居装饰、汽车等行业，渗透到了人们日常生活的方方面面。

需求个性化——流行、时尚观念日益突出

皮革制品的流行、时尚元素满足了消费者的个性化需求，随着人们收入的不断增加和生活质量的提高，高档、时尚、个性化的皮革制品越来越多地在人们的日常生活中扮演重要角色。

女性通常拥有各种款式、各种色彩的皮包、皮鞋以及其他皮件饰品来搭配服装，设计新颖的裘皮服装及皮革服装也同样具有较强的吸引力；男性也日益倾向于使用设计大方、质地较好、品牌知名度较高的皮鞋、皮带、票夹、皮包等各种皮革制品；皮沙发、汽车真皮座椅也越来受到消费者的青睐。我国是发展中国家，国民经济水平与发达国家相比尚有一定差距。随着人们拥有更多财产性收入，皮革制品作为流行、时尚和个性化的消费升级商品，其需求仍将呈大幅上升趋势。

三、皮革行业竞争格局

目前，我国较为发达的皮革交易市场主要集中在浙江、河北、广东、辽宁四省。

Figure 10 中国皮革专业市场分布概况

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

除公司外，其中具有一定经营规模的还有广州花都狮岭皮革皮具城、河北辛集皮革商业城、河北白沟皮革市场、河北大营国际皮革交易中心、广州白云世界皮具贸易中心、辽宁灯塔佟二堡皮革市场等。

Figure 11 公司主要竞争对手

皮革专业市场	面积	商铺数量	主营品类	市场地位
海宁中国皮革城	一、二期市场总建筑面积 35.68 万平方米	2,000 余家皮革品牌店	经营范围包括革皮服装、裘皮服装、皮毛制品、箱包、鞋帽、手套、票夹、皮革、皮毛原辅料等全部皮革上下游产品，是全国皮革产品种类最集中的专业市场。	华东地区最大的箱包交易区
广州花都狮岭皮革皮具城	占地面积 50 万平方米	2,700 余间	经营皮革五金、原材料、皮具成品、皮革五金机械设备	市场交易额在全国皮革专业市场中排名第一
河北辛集皮革商业城	建筑面积 150 万平方米		采用“前店后厂”式的集加工、贸易于一体的经营模式	租赁摊位 1,800 余个，皮装、皮件企业 828 家
河北白沟箱包交易城	总建筑面积 3.4 万平方米		经营各种品牌的箱包	
河北白沟国际箱包城	总建筑面积 8 万平方米			
河北白沟五金皮革城	总建筑面积 7 万平方米		经营五金饰件、皮革、辅料及缝纫设备	
河北大营国际皮革交易中心	占地 50 亩，建筑面积 7 万多平方米	1,980 家皮革企业	经营裘皮服装、服饰、各种裘皮制品、裘皮半成品	
广州白云世界皮具贸易中心	商场部分占地 2.1 万平方米，商场上部为 3 栋 9 层共 1.3 万平方米的配套写字楼	商铺 1,000 余间，写字楼 122 间	经营皮具、箱包、鞋类、皮料及配件五金辅料、包装印刷等	
辽宁灯塔佟二堡皮革市场	总营业面积达 10 万平方米	摊床 6,000 余个，精品间 2,000 个，沿街商业网点 400 个	销售各类皮革、裘皮服装	
中国·崇福皮草大世界	总建筑面积约 3.6 万平方米	商铺 400 多间		
中国桐乡鞋业皮革城	总建筑面积 17 万平方米，其中市场部分为 9 万平方米	商铺 800 余间	主营鞋类、箱包、皮革制品	
余姚中国裘皮城	总建筑面积约 10.2 万平方米		主要采用“上厂下店”的形式生产、经营裘皮服装	

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司主营业务分析

目前，公司经营的市场包括一期市场和二期市场，本次募投项目三期工程定位高端品牌商户，是公司现有市场的拓展和升级；公司出口加

工区、综合商务楼、皮革城大酒店等配套物业和进出口、物业管理等业务为市场交易双方提供“生产加工——营销——交易”一站式服务，促进了皮革产业链的完善。

报告期内，公司已完工和在建项目主要包括一期市场、二期市场、出口加工区以及三期工程、皮革城大酒店、综合商务楼、皮都东方艺墅等项目，还有佟二堡海宁皮革城等拟建项目。除皮都东方艺墅项目外，其余均为公司的主要经营物业。

Figure 12 公司各项目的竣工、销售以及租赁面积

完工项目		竣工面积(㎡)	已售面积（㎡）			剩余可租售面积（㎡）			自用面积（㎡）	市场公共区域面积(㎡)	合计
			已售并确认收入	已售未确认收入	小计	实际租赁面积	未来拟售面积	小计			
一期市场		157,288.08	42,323.48	-	42,323.48	40,758.97	暂无	40,758.97	27,694.15	46,511.48	157,288.08
二期市场	鞋业广场	65,690.70	2,448.25	379.67	2,827.92	17,692.80	暂无	17,692.80	6,840.24	38,329.74	65,690.70
	毛皮服饰牛仔城	71,134.00	-	-	-	27,036.20	暂无	27,036.20	-	44,097.80	71,134.00
	原辅料市场	62,649.80	36,223.84	8,772.23	44,996.07	17,653.73	暂无	17,653.73	-	-	62,649.80
老城市场		57,504.74	-	-	-	37,478.87	暂无	37,478.87	-	20,025.87	57,504.74
出口加工区		258,969.20	145,423.72	-	145,423.72	113,545.48	暂无	113,545.48	-	-	258,969.20
小计		673,236.52	226,419.29	9,151.90	235,571.19	254,166.05	-	254,166.05	34,534.39	148,964.89	673,236.52
在/拟建项目		预计竣工面积（㎡）	已售面积（㎡）			剩余可租售面积（㎡）			自用面积（㎡）	市场公共区域面积(㎡)	合计
			已售并确认收入	已预售未确认收入	小计	预计租赁面积	未来拟售面积	小计			
皮革城大酒店		50,712.41	11,494.69	-	11,494.69	-	暂无	-	39,217.72	-	50,712.41
综合商务楼	主楼	25,093.00	-	5,168.00	5,168.00	10,920.00	1,693.00	12,613.00	7,312	-	25,093.00
	裙房	24,231.00	-	-	-	24,231.00	暂无	24,231.00	-	-	24,231.00
三期工程		204,808.00	-	-	-	122,884.80	81,923.20	204,808.00	-	-	204,808.00
佟二堡海宁皮革城		158,000.00	-	-	-	56,000.00	24,000.00	80,000.00	-	78,000.00	158,000.00
东方艺墅		120,230.00	-	28,323.00	28,323.00	-	91,907.00	91,907.00	-	-	120,230.00
小计		583,074.41	11,494.69	33,491.00	44,985.69	214,035.80	199,523.20	413,559.00	46,529.72	78,000.00	583,074.41
合计		1,256,310.93	237,913.98	42,642.90	280,556.88	468,201.85	199,523.20	667,725.05	81,064.11	226,964.89	1,256,310.93

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司母公司运作一期、二期市场（包括原辅料市场、鞋业广场、毛皮服饰牛仔城）和综合商务楼等商铺及配套物业的开发、租赁和服务），其余业务，如市场物业管理服务、销售或租赁生产加工厂房、各类商品及技术的进出口业务、皮革城大酒店、佟二堡海宁皮革城、皮革城四期、皮革产品电子商务等均为全资子公司或控股公司运作。

Figure 13 公司主要控股、参股子公司

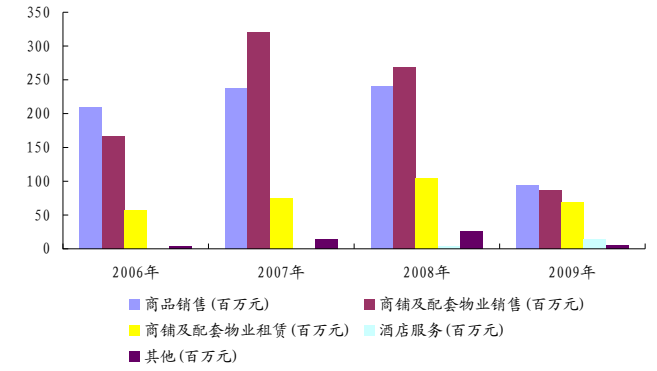
	持股比例	从事业务	2008 年	2009 年 1-6 月

			主营业务收入（万元）	净利润（万元）	主营业务收入（万元）	净利润（万元）
母公司		海宁中国皮革城一期、二期市场（包括原辅料市场、鞋业广场、毛皮服饰牛仔城）和综合商务楼等商铺及配套物业的开发、租赁和服务	25,594.47	6,304.65	15,046.90	5,281.69
海宁中国皮革城经营管理有限公司	100%	市场物业管理服务等业务	828.86	35.48	346.42	2.09
海宁（中国）皮革城出口加工区有限公司	100%	向皮革服装、皮革和箱包皮具等生产商销售或租赁生产加工厂房	13,670.34	4,013.57	642.11	290.22
海宁中国皮革城进出口有限公司	74.50%	各类商品及技术的进出口业务	24,063	306.87	9,406.04	37.58
海宁中国皮革城网络科技有限公司	100%	皮革产品电子商务开发、皮革城商品的网上在线销售和皮革产业的信息发布	1.39	-35.99	2.82	-15.23
海宁皮都万豪大酒店有限公司	100%	皮革城大酒店的经营管理	454.32	-898.77	1,438.83	-308.96
海宁淘皮文化娱乐有限责任公司	100%	室内游乐园和其他室内娱乐活动经营等文化娱乐业务	-	-	0	-18.75
灯塔佟二堡海宁皮革城有限责任公司	100%	佟二堡海宁皮革城的开发建设和经营管理	-	-	-	-
海宁皮革城商贸市场开发有限公司	49%	皮革城四期的开发、租赁、服务	-	-	-	-

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

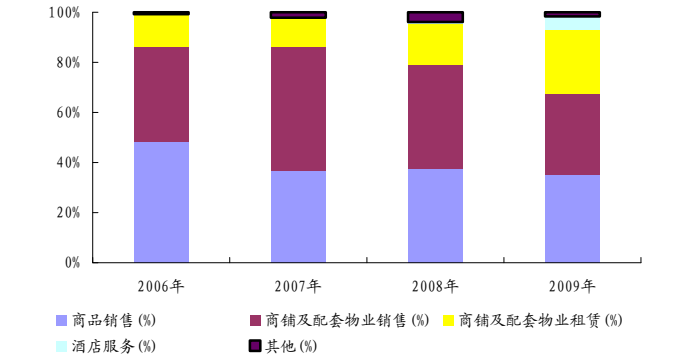
公司主营业务包括皮革专业市场商铺及配套物业的租赁和销售、商品销售以及其他业务。2006 年度、2007 年度、2008 年度及 2009 年 1-6 月，商铺及配套物业的租赁和销售收入占主营业务收入的比例分别为 51.09%、61.11%、58.05%及 58.03%，商品销售收入占主营收入的比例分别为 48.16%、36.73%、37.36%及 35.10%。

Figure 14 公司主营业务收入情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 15 公司主营业务收入构成



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

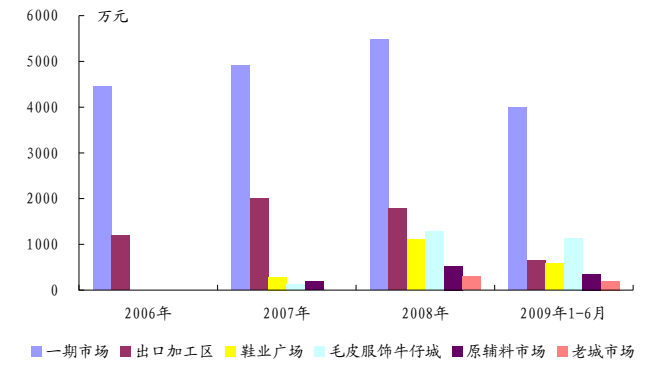
公司采取租售结合的经营模式。报告期内，商铺及配套物业的租赁

业务持续稳定增长，是公司收入和利润的稳定来源，而商铺及配套物业的销售业务随着公司各项物业的开发及销售时间不同而具有一定的波动性。2009 年上半年商铺及配套物业销售减少使得主营收入较 2008 年同期减少 16.01%，然而随着租赁面积增加及租金水平上升，商铺及配套物业租赁收入的增长将逐渐减弱商铺及配套物业销售收入减少带来的影响。

商铺及配套物业租赁

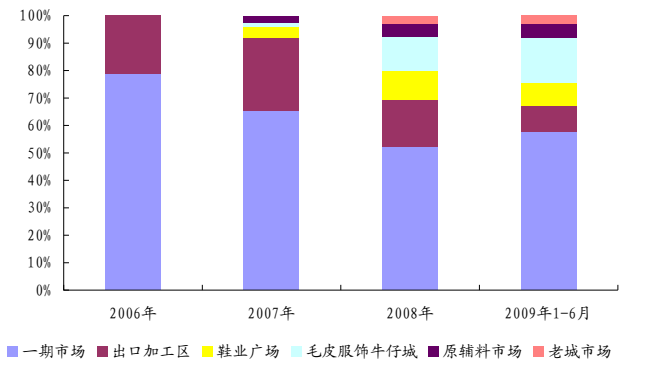
报告期内，市场商铺租赁收入呈现强劲增长态势。租赁收入主要来自一期市场、二期市场和出口加工区，老城市场占租赁收入的比例较低。

Figure 16 公司租赁收入情况



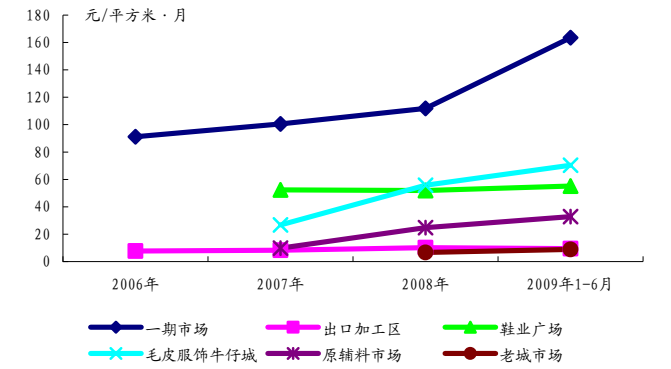
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 17 公司租赁收入构成



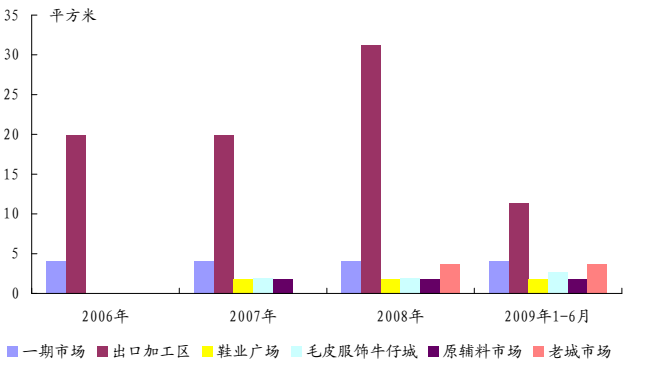
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 18 公司各物业平均租金水平



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 19 公司各物业租赁面积



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

2007 年、2008 年商铺租赁收入分别同比增长 24.13%、57.14%，2009 年上半年同比增长 87.57%。市场商铺租赁收入的增长主要得益于一期市场自 2005 年下半年开业以来交易活跃，商铺供不应求，单位租金增长较快。同时，随着二期市场从 2007 年开始陆续投入使用，租赁面积逐步增加，加速了商铺租赁收入的增长。由于二期毛皮服饰牛仔城调整经

营结构，且可供租赁面积增加，2009 年上半年二期市场商铺租赁收入比 2008 年同期增长 90.19%。此外，配套物业中，出口加工区厂房租赁收入基本趋于稳定。

一期市场于 2005 年 10 月开始试营业，占地面积 4.33 万㎡，总建筑面积 15.73 万㎡。其为四层交易大楼，设有 1300 多个商铺，主要经营皮具箱包、革皮服装、裘皮服装等，在海宁中国皮革城市场中客流量最多且影响力最大。一期市场对于提升市场知名度、稳定市场客流量起到了决定作用，在公司经营中具有重要的战略地位。

报告期内，一期市场租金水平呈现稳步上升趋势。2007 年、2008 提平均月租赁单价增长率分别为 10.28%、11.3%，2009 年 1－6 月平均月租赁单价较 2008 年增长 46.17%。

一期市场的租金基本采用协议定价方式，公司一般在每年的 3-7 月统一安排商铺的续租，租赁期主要为 1 年，租赁届满日一般为次年的 3-7 月。商铺租金在租赁期限开始前一次性付清，商户不得擅自改变经营用俄帝，在未经公司同意的情况下，不能转租。

二期市场于 2007 年开始试营业，二期市场总占地面积 2.74 万㎡，总建筑面积 6.26 万㎡。其包括原辅料市场、鞋业广场和毛皮服饰牛仔城，主要经营皮革原辅料、鞋类产品、羊毛衫、毛皮服饰和牛仔制品。其中原辅料市场于 2007 年 1 月开始试营业、鞋业广场和毛皮服饰牛仔城于 2007 年 10 月开始试营业。二期市场经营的品种更为多样化，涵盖了皮革生产的原辅料产品，并积极对非皮革制品进行了尝试，在完善皮革产业链的同时，降低了市场经营较为集中的风险。

二期市场于 2007 年开始试营业，租金水平呈快速上升趋势。其中：

原辅料市场 2009 年 1－6 月平均月租赁单价较 2008 年度增长 32.75%，2008 年度平均月租赁单价较 2007 年度增幅达 153.43%，租赁单价大幅增长的主要原因系二期市场于 2007 年开始试营业，由于市场尚处于培育阶段，为聚拢人气，公司采取了适度降低开业当年租金的方式吸引商家，2008 年二期市场已较为成熟，公司相应地提高了租金水平。

毛皮服饰牛仔城 2009 年 1－6 月平均月租赁单价较 2008 年度增长 26.28%，主要原因系毛皮服饰牛仔城于 2008 年下半年进行了商品结构调整，以销售利润率较高的毛皮服饰替代了利润较低的牛仔服饰。2008 年度平均月租赁单价较 2007 年度增幅达 108.42%，除商品结构调整的原因外，2007 年度市场为聚拢人气而适度降低租金水平是导致 2007 年租金水平偏低的另一原因。

鞋业广场 2009 年 1－6 月、2008 年度和 2007 年度的租金水平变化不大，平均月租赁单价保持在 50－55 元/平方米·月。

出口加工区厂房平均月租赁单价基本稳定，大致保持在 9-10 元/平方米·月。2008 年出口加工区厂房平均月租赁单价较 2007 年度增长了 22.4%，主要原因系加工区公司提高厂房的租金水平以及加工区公司出售了部分租金水平较低的厂房所致。

老城市场于 2007 年 12 月 29 日整体租赁给颐高集团，租期 12 年，自 2008 年 7 月 10 日起开始计算。租赁费采用先付后用的方式，每半年支付一次：租赁前两年租金以颐高集团为装修租赁物形式的实物资产折抵，第三年租金 1,120 万元，以后每年递增 60 万元，直至租赁期满。2008 年度、2009 年 1－6 月老城市场租赁分别为 300 万元、200 万元。

综合商务楼于 2009 年底交付使用，占地面积 18,380 ㎡，总建筑面积 4.93 万㎡，包括一幢 23 层的主楼和 4 层的裙楼。主楼预计竣工面积 2.51 万㎡，其中自用 7,312 ㎡，已预售 5,168 ㎡，拟售 1,693 ㎡，剩余 10,920 ㎡计划租赁。

综合商务楼主楼在功能上主要为整个皮革城市场配套，为市场的租户提供办公场所。裙房拟开发为商铺，进一步充实公司现有皮革专业市场。

截至 2009 年 6 月 30 日，综合商务楼已预售单价为 5,700-6,000 元/平方米；2009 年主楼租赁单价为 250 元/平方米·月，以后租金每年增长 3%，2009 年出租率为 55%,2010 年出租率可达 75%，2012 年开始可实现满租。

三期工程为公司本次 IPO 募集资金项目，详见“募集资金项目分析”。

皮革城商贸（四期工程）为 2007 年公司与森桥实业共同投资设立。其占地面积为 49,527 平方米，将用于建设一个建筑面积约为 5.24 万㎡的皮革沙发交易区、5.01 万㎡的皮革研发中心（含商务办公）、2,850 ㎡皮革博物馆和近 1.5 万㎡的地下停车库。目前该项目尚未动工。

该项目定位与目前公司一、二期市场及募投项目三期工程的定位有较大差别，其将逐步培育成为华东地区乃至全国以皮革沙发为主导、集沙发套等相关产品为一体的批零兼营的大型专业市场，同时又具皮革研

发、商务办公及展示皮革历史文化的皮革博物馆功能。

该项目建设期2年,建成后收入来源主要包括销售收入和租赁收入。（1）销售收入：建成后的当年，预计销售 4.05 万㎡，可实现销售收入 2.50 亿元。项目建成后的第一年，预计销售 1.54 万㎡，可实现销售收入 0.96 亿元。（2）租赁收入：建成后的第一年，预计出租率（实际出租面积/4.6 万㎡拟用于租赁的面积）达到 50%，可实现租赁收入 1,580 万元。项目建成后的第二年,预计出租率达到70%,可实现租赁收入2,212万元。从项目建成后的第三年起，预计可实现满租，每年可实现租赁收入 3,160 万元。

辽宁灯塔佟二堡海宁皮革城位于灯塔佟二堡经济特区，项目包括一座 4 层的交易市场和 14 层的配套商务酒店，总建筑面积为 174,536 平方米，其中市场规划建筑面积为 158,000 平方米，配套商务酒店建筑面积为 16,536 平方米。该项目计划于 2009 年 8 月开工,2011 年交付使用。

该项目所在地灯塔佟二堡经济特区拥有良好的皮装、裘皮产业基础。佟二堡经济特区有 1,100 余家皮革、裘皮服装生产企业，产品不仅销往全国各地，还远销美国、俄罗斯、塔吉克斯坦、哈萨克斯坦、丹麦、韩国等国家，是全国三大皮装生产基地之一和全国最大的水貂裘皮服装生产加工基地佟二堡现有的七个皮革市场,总建筑面积约为 9.5 万平方米，拥有 1,000 余个商铺，公司进驻佟二堡经济特区将使佟二堡的皮革市场在硬件、软件上实现较大提升，能有效扩大市场的吸引力和影响力，进一步带动当地皮革产业的发展。

根据公司目前的规划，市场使用面积的 30%将用于销售，即销售面积约为 24,000 平方米，销售单价为 8,500 元/平方米；余下面积用于租赁，根据当地市场的平均租赁水平，租赁单价约为 1,200 元/平方米。

江苏沭阳海宁皮革城为公司持股比例为 20%的江苏显通开发。该项目占地 20,000.1 平方米，规划建设面积 52,212 平方米，包括一幢建筑面积为 30,100 平方米的三层楼市场和一幢建筑面积为 22,112 平方米的写字公寓楼。该项目于 2007 年 11 月动工，预计于 2009 年 12 月竣工。

商铺及配套物业出售

商铺及配套物业出售包括一期市场、二期市场、大酒店、出口加工区厂房。其中，一期市场部分商铺及出口加工区部分厂房自 2006 年开始实现销售收入，二期市场自 2008 年开始实现销售收入。由于二期市场中的鞋业广场及毛皮服饰牛仔城绝大部分为出租经营，使得市场商铺

及配套物业销售收入自 2008 年开始呈逐渐减少趋势。2007 年度市场商铺及配套物业销售收入比 2006 年度增长 92.77%，主要系一期市场商铺前期预售大部分结转销售收入所致。

Figure 20 公司商铺及配套物业出售收入、平均售价及出售面积

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
销售收入（万元）				
一期市场	10123.68	32032.51		151.46
出口加工区	6492.92		11805.74	
鞋业广场				2731.37
毛皮服饰牛仔城				
原辅料市场			15117.25	
皮革城大酒店				5776.15
小计	16616.6	32032.51	26922.99	8658.98
平均售价(元/平方米·月)				
一期市场	9999.56	9999.56		9,155.53
出口加工区	1289.9		1241.57	
鞋业广场				11,156.42
毛皮服饰牛仔城				
原辅料市场			4,173.29	
皮革城大酒店				5,025.06
出售面积(平方米)				
一期市场	10392.07	31765.98		165.43
出口加工区	50336.6		95,087.12	
鞋业广场				2,448.25
毛皮服饰牛仔城				
原辅料市场			36,223.84	
皮革城大酒店				11,494.69
小计	60728.67	31765.98	131310.96	14108.37

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

商品销售

商品销售主要由进出口业务构成，占商品销售比例超过 99%，其余不足 1%系由皮革城大酒店试营业后的商品销售形成。目前，公司控股子公司进出口公司负责公司全部进出口业务。

进出口公司的进出口业务以出口为主，约占进出口业务总收入 99%左右，主要来源于纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口；进口业务所占比重较小，约占进出口业务总收入 1%左右。

在报告期内，商品销售年度收入基本维持在 2 亿元左右，收入差异变化不大。皮革城大酒店于 2008 年 11 月开始试营业，酒店经营将为公司经营带来稳定的现金流来源。2006-2008 年，公司商品销售收入分别

为 2.1、2.38、2.41 亿元，2009 年 1-6 月商品销售收入 9419.93 万元。

酒店经营

公司全资子公司大酒店公司主要提供住宿、餐饮、休闲娱乐、会议等综合性服务。

皮革城大酒店于 2006 年 3 月开工，2008 年 11 月开始试营业。总占地面积 0.98 万平方米，总建筑面积 5.07 万平方米。酒店主体建筑高约 118 米，其中地下 2 层，地面 26 层，共有客房约 310 间。皮革城大酒店全部按照五星级标准建造，集住宿、餐饮、休闲娱乐、商务洽谈为一体，是海宁市标志性建筑之一。

2007 年皮革城的客流量已超过 300 万人次，2008 年接近 380 万人次，客源有一定的保证。由于商品交易市场的带动作用，其周边酒店客源一般较为充足，客房入住率也较高。以与义乌小商品城（国际商贸城）毗邻的市场配套四星级酒店——海洋大酒店为例，其入住率可达 90%左右，因此皮革城大酒店作为皮革城市场的配套设施，盈利空间可期。虽然酒店开业初期收益可能存在一定不确定性，但从中长期来看，将成为发行人持续的收入来源之一。

2008 年皮革大酒店实现营业收入 433.99 万元，2009 年 1-6 月实现营业收入 1398.75 万元。

其他业务

其他收入主要包括向商户收取的物业管理费、代理宣传费以及电子商务和文化娱乐等业务收入。2009 年上半年其他收入同比大幅减少，主要系公司自 2008 年下半年起不再收取代理宣传费。2007 年度及 2008 年度其他收入增幅较大主要系 2007 年二期市场开始试营业，公司加大市场宣传力度，为商户提供公共营销平台、代理宣传服务收取代理宣传费所致。

公司全资子公司经营管理公司主要为市场提供保洁、保安、维修等物业管理服务，保证水、电、空调、消防等设施的正常运行，收取物业管理费，代收水电费等。公共营销业务为公司以搭建公共营销平台，降低了商户的营销成本为目的，并通过举办各种与皮革相关的时尚活动来引领流行趋势，提高市场知名度。公司全资子公司淘皮公司主要从事室内游乐园和其他室内娱乐活动经营等文化娱乐业务，这与皮革制品消费群体的性别、年龄结构形成有效互补，从而吸引了更多的家庭来市场购物。公司全资子公司网络公司主要从事皮革产品电子商务开发、皮革城商品的网上在线销售和皮革产业的信息发布，网络公司收取市场商户网

上交易金额的 2%作为服务收入，还帮助皮革企业开发网站、软件等并收取一定费用。

皮都东方艺墅项目

皮都东方艺墅是公司自成立以来唯一的住宅开发项目。该项目占地面积 111,929 平方米，规划总建筑面积约 120,230.00 平方米。该项目位于海宁市区东南部，北侧为海宁东山森林公园和城市生态湿地公园，南侧为海宁市教育园区，项目定位为 3—6 层多层建筑为主的高品质住宅小区，规划容积率 1.0—1.4，规划建造 366 套多层公寓、230 套排屋。

该项目计划分三期滚动开发，其中一期、二期共计 7.7 万㎡已取得建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证，并分别于 2008 年 7 月和 2009 年 4 月正式动工；三期 4.3 万㎡将于 2009 年下半年动工，整个项目将于 2011 年底竣工。

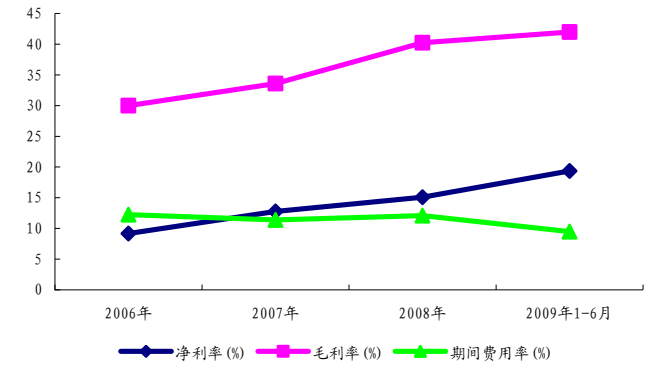
截至 2009 年 6 月 30 日，公司已收到预售款约 10,738.92 万元。由于该项目楼面地价约 1,250 元/㎡，根据目前同类住宅的销售情况，2007 年－2008 年 5 月，海宁市区多层公寓销售均价约 5,000 元/㎡，排屋销售均价约 10,000 元/㎡。因此，该项目有着较好的盈利空间。该项目将于 2010－2012 年交付使用，预计总收入 7.8 亿元。

公司财务状况良好

盈利能力

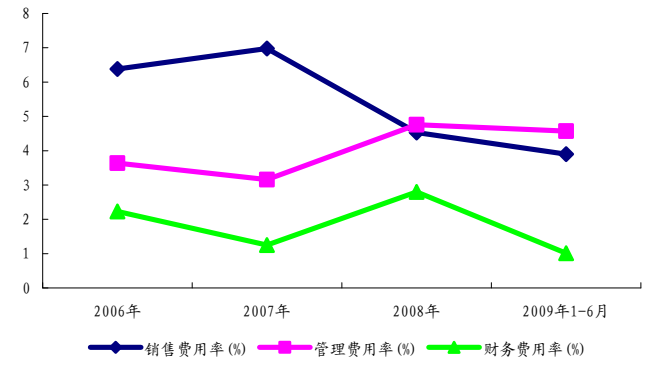
报告期内，公司盈利能力稳步增强，毛利率和净利率逐年提升。其中：一期市场商铺租赁毛利率较高，主要系一期市场自 2005 年下半年开业以来交易活跃，商铺供不应求，单位租金稳步增长，已成为公司持续稳定发展的重要支柱；二期市场于 2007 年开始试营业，已成为公司新的利润增长点，但尚处于市场培育阶段，为聚拢市场商家人气，公司采取了适度降低租金的方式吸引商家，使得二期市场租赁毛利率普遍低于一期市场，但呈明显上升趋势；出口加工区厂房租赁毛利率在报告期内大致维持平稳；皮革城大酒店于 2008 年 11 月份开始试营业，且部分楼层尚未完成装修，造成当期酒店服务毛利率为负。

Figure 21 公司各项盈利能力指标



资料来源：WIDN、世纪证券研究所

Figure 22 公司期间费用率构成指标



资料来源：WIDN、世纪证券研究所

与同行业上市公司比较，2008 年度，公司期间费用占营业收入的比例与同行业上市公司平均值持平，加权平均净资产收益率高于同行业上市公司。2008 年度，公司综合毛利率及销售净利率均略低于同行业上市公司平均值，主要系二期市场于 2007 年刚开始试营业，尚处于市场培育阶段，为聚拢市场商家人气，公司采取了适度降低租金的方式吸引商家。随着二期市场的日益成熟，2009 上半年公司毛利率已上升至 41.98%。

Figure 23 同行业上市公司盈利能力指标比较

公司名称	毛利率（%）			净利率（%）			期间费用率（%）		
	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年
轻纺城	27.35	39.30	39.79	-11.75	16.56	15.47	25.97	22.29	11.12
小商品城	44.76	37.00	49.71	16.02	12.88	23.74	16.52	13.33	13.04
平均值	**36.06**	**38.15**	**44.75**	**2.13**	**14.72**	**19.60**	**21.25**	**17.81**	**12.08**
海宁皮城	30.00	33.60	40.23	9.17	12.78	15.09	12.24	11.39	12.10

资料来源：WIDN、世纪证券研究所

偿债能力

公司流动负债主要系短期借款、预收款项和应付账款。

Figure 24 公司各项偿债能力指标

指标	2009 年 6 月末	2008 年末	2007 年末	2006 年末
流动比率	1.1	0.79	0.83	0.85
速动比率	0.43	0.15	0.31	0.49
资产负债率（母公司）	72.85%	67.28%	70.06%	88.06%
资产负债率（母公司，扣除预收款项）	57.44%	54.33%	47.73%	48.40%
资产负债率（合并）	71.62%	66.85%	71.92%	88.49%
资产负债率（合并，扣除预收款项）	56.06%	54.40%	50.62%	52.08%
息税折旧摊销前利润（万元）	8,860.39	18,472.96	16,974.36	8,118.02
利息保障倍数（倍）	5.13	4.76	5.09	4.53

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

其中预收款项占比较高，预收款项主要系综合商务楼、皮都东方艺墅和商铺预售款以及商铺厂房的预收租金，无需实际偿付，扣除该部分款项后，公司 2009 年 6 月 30 日的流动比率为 1.65，速动比率为 0.64。公司息税折旧摊销前利润逐年增加，利息保障倍数稳定上升。本次发行募集资金到位后，将进一步提升公司长期偿债能力。

Figure 25 同行业上市公司偿债能力指标

公司名称	2008 年末			2007 年末			2006 年末		
	流动比率	速动比率	资产负债率（%）	流动比率	速动比率	资产负债率（%）	流动比率	速动比率	资产负债率（%）
轻纺城	0.44	0.21	69.81	0.5	0.26	48.81	0.5	0.29	51.95
小商品城	0.6	0.13	53.93	0.6	0.47	65.77	0.49	0.18	67.4
平均值	**0.52**	**0.17**	**61.87**	**0.55**	**0.36**	**57.29**	**0.5**	**0.24**	**59.68**
皮革城	0.79	0.15	72.86	0.83	0.31	70.06	0.85	0.49	88.06

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比，除 2007 年 12 月 31 日的速动比率略低于行业平均水平，公司的其余短期偿债指标均高于行业平均水平，短期偿债能力较强。长期偿债指标资产负债率高于行业平均水平，主要系公司为满足三期工程、皮都东方艺墅资金需求，增加长期借款所致。

资产周转能力

报告期内，公司应收账款周转率及存货周转率均较低，总资产周转率基本处于正常水平。

Figure 26 公司资产周转能力指标

项目名称	2009 年 1－6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
应收账款周转率（次/年）	11.73	27.31	16.67	11.8
存货周转率（次/年）	0.32	0.93	1.1	0.96
总资产周转率（次/年）	0.17	0.48	0.51	0.42

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 27 同行业上市公司资产周转能力比较

公司名称	2008 年末			2007 年末			2006 年末		
	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
轻纺城	58.23	0.52	0.14	29.49	0.76	0.19	19.18	1.35	0.22
小商品城	41.05	0.79	0.31	68.83	2.28	0.59	54.09	0.99	0.38
平均值	**49.64**	**0.66**	**0.23**	**49.16**	**1.52**	**0.39**	**36.64**	**1.17**	**0.3**
皮革城	27.31	0.93	0.48	16.67	1.1	0.51	11.8	0.96	0.42

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比，公司应收账款周转率相对较低，主要系应收账款由进出口业务形成，款项结算时间周期较长所致；公司存货周转率低于其他同行业上市公司平均值，主要系公司采取租售结合的专业市场经营模式、商铺厂房在未确认收入之前一直在存货中核算，且公司目前正处于发展阶段，正在开发的项目较多所致；公司总资产周转率处于同行业上市公司平均水平。

公司竞争优势

坚实的皮革产业基础

2002 年，海宁已是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。2005 年，海宁皮革工业的产业规模、工艺技术、主要经济指标位居国内前列，其中皮革、裘皮服装产量、皮革交易量和皮革服装外贸出口供货值三项均居全国第一。2007 年，海宁皮革加工产业被中国社会科学院工业经济研究所评比为“中国百佳产业集群”之一。同时，海宁还拥有众多知名皮革生产企业，其中 “雪豹”、“蒙努”、“三星高照”牌皮革服装被中国皮革协会授予“中国真皮衣王”称号，“圣尼”牌皮革服装也被授予“中国真皮名装”称号。目前，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。

海宁中国皮革城在引导流行趋势方面具有较强的话语权

在设计方面，公司通过举办服装设计大奖赛、服装院校设计专业展、设计师走廊等活动，鼓励皮革生产企业重视并积极参与皮革制品设计，及时搜寻最新商情信息提供给商户。2003 年至 2008 年六年间，在中国皮革协会主办的“全国皮革服装设计大奖赛”中，海宁企业累计荣获金奖 6 个、银奖 10 个、铜奖 13 个，占全部奖项的 61.11%。

在消费方面，公司积极引进优质品牌入市经营。目前，在海宁中国皮革城内，森达、康奈、富贵鸟、BELLE 等 4 个品牌具有“中国真皮领先鞋王”称号（全国共 4 家），吉尔达、多尔康、东艺、红蜻蜓、意尔康、木林森等 6 个品牌具有“2006 中国真皮鞋王”称号（全国共 8 家），蒙奴、雪豹、三星高照、兽王、瑞彪、和泰等 6 个品牌具有“中国真皮衣王”称号（全国共 10 家）。此外，公司市场内还开设了 Balenciaga（巴黎世家）、ECCO（爱步）、Clarks（其乐）、Guy Laroche（姬龙雪）

等国际知名品牌的专卖店。2007 年 10 月，世界最大的顶级毛皮供应商和拍卖行哥本哈根毛皮公司授予海宁中国皮革城“哥本哈根皮草认证精品店”的资质（全国共 4 家）。优秀的设计能力和大量的知名品牌使得海宁中国皮革城在引导流行趋势方面具有较强的话语权。从 2005 年开始，海宁中国皮革城成为中央电视台中国流行时尚发布基地，其在皮革时尚领域的领军地位得到了进一步巩固和提升。

便利的交通及丰富的文化、旅游资源

海宁位于长三角经济圈内上海和杭州之间，与长三角经济圈内的主要城市之间交通便利，沪杭铁路、沪杭高速、杭浦高速、杭州绕城高速以及浙江 01 省道均经过海宁境内。良好的地理位置和便利的交通使海宁中国皮革城辐射的核心范围囊括了整个长三角经济圈。

海宁市具有丰富的文化和旅游资源，“海宁潮”在中国乃至全世界享有极高的声誉，同时海宁还是王国维、徐志摩、金庸等文化名人的故乡。2007 年，海宁中国皮革城被国家旅游局评定为“国家级 AAAA 级旅游景区”。在全国专业市场中，仅有“海宁中国皮革城”和“中国义乌国际商贸城”获此殊荣。

优秀的地理环境和丰富的人文环境资源，每年为海宁吸引了大量游客，进一步拓宽了公司发展空间。

募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 7,000 万股，募集资金总额 140,000 万元，将用于海宁中国皮革城三期工程项目除土地出让金之外的其余投资。

三期工程定位于“品牌时尚广场”，主要突出个性化展示功能、区位营销中心功能、设计师创业园功能、商务服务功能、商档休闲区。建成后的三期工程不但解决了公司现有市场供给不足的问题，还进一步地满足了商户的实际需求。它是一个集展示销售、设计研发、品牌营销、商务办公于一体的皮革品牌时尚集聚区，从外延和内涵两个方面延续了公司现有的市场。

本项目用地规模为 99,551 ㎡，总建筑面积为 204,808 ㎡，容积率为 2.06。项目总投资为 60,000 万元，建设期 2 年。项目主要采用租售结合的方式，其中租赁部分的面积约为 60%，销售部分的面积约为 40%。

项目建成后，收入来源主要包括销售收入和租金收入。预计销售价

为 5,200 元/㎡、租赁价为 500 元/㎡。经测算，项目在计算期内经营收入为 87,453.0 万元,所得税为 9,475.3 万元、可实现净利润为 28,426.0 万元。

盈利预测

预测假设条件:

1、 募投项目按计划完成;

2、 2009～2011 年，综合商务楼、三期工程和佟二堡海宁皮革城陆续建成，公司可供租赁面积将逐年增加;

3、 2009～2011 年，所得税率为 25%。

Figure 28 商铺及配套物业租赁收入、租赁成本和毛利率预测

项目名称		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
租赁面积（㎡）								
一期市场		40,660.99	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97	40,758.97
二期市场	鞋业广场		17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80	17,692.80
	毛皮服饰牛仔城		19,097.20	19,097.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20	27,036.20
	原辅料市场		17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73	17,653.73
老城市场				37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87	37,478.87
出口加工区		199,418.22	199,418.22	145,750.98	113,545.48	113,545.48	113,545.48	113,545.48
综合商务楼					10,545.48	14,380.20	35,151.00	35,151.00
三期工程					43,774.00	61,442.40	98,307.80	122,884.80
佟二堡海宁皮革城						56,000.00	56,000.00	56,000.00
皮革城商贸						23,000.00	23,000.00	32,200.00
租赁面积总计		240,079.21	294,620.92	278,432.55	308,485.53	408,988.65	466,624.85	500,401.85
平均租费（元/㎡/年）								
一期市场		1,093.86	1,206.36	1,342.68	1,860.00	2,046.00	2,209.68	2,320.16
	YOY		*10.28%*	*11.30%*	*38.53%*	*10.00%*	*8.00%*	*5.00%*
二期市场	鞋业广场		162.16	622.92	672.00	806.40	951.55	1,094.28
	YOY			*284.14%*	*7.88%*	*20.00%*	*18.00%*	*15.00%*
	毛皮服饰牛仔城		66.83	668.52	1,140.00	1,425.00	1,710.00	1,966.50
	YOY			*900.40%*	*70.53%*	*25%*	*20%*	*15%*
	原辅料市场		107.47	297.12	480	576.00	679.68	781.63
	YOY			*176.47%*	*61.55%*	*20%*	*18%*	*15%*
老城市场				80.04	136.08	216.12	306.84	322.8
	YOY				*70.01%*	*58.82%*	*41.98%*	*5.20%*
出口加工区		59.91	100.2	122.64	162	126.00	129.78	133.67
	YOY		*67.25%*	*22.40%*	*32.09%*	*-22.22%*	*3%*	*3%*
综合商务楼					41.67	257.46	265.18	273.14
	YOY					*3%*	*3%*	*3%*

三期工程				36	270	325	370
YOY					650.00%	20.37%	13.85%
佟二堡海宁皮革城					350.00	900.00	1,260.00
YOY					171.75	687	687
皮革城商贸						300.00%	0.00%
YOY							
租赁收入（万元）							
一期市场	4,447.76	4,916.86	5,472.71	7,581.17	8,339.29	9,006.43	9,456.75
二期市场 鞋业广场		286.89	1,102.04	1,188.96	1,426.75	1,683.56	1,936.10
二期市场 毛皮服饰牛仔城		127.60	1,276.62	3,082.13	3,852.66	4,623.19	5,316.67
二期市场 原辅料市场		189.79	524.63	847.38	1,016.85	1,199.89	1,379.87
二期市场合计		604.28	2,903.29	5,118.46	6,296.26	7,506.64	8,632.64
老城市场			300.00	510.01	809.99	1,150.00	1,209.82
出口加工区	1,194.80	1,997.80	1,787.49	1,839.44	1,430.67	1,473.59	1,517.80
综合商务楼				43.94	370.23	932.14	960.11
三期工程				157.59	1,658.94	3,195.00	4,546.74
佟二堡海宁皮革城					1,960.00	5,040.00	7,056.00
皮革城商贸					395.03	1,580.10	2,212.14
租赁收入合计	5,642.56	7,518.93	10,463.48	15,250.61	21,260.41	29,883.91	35,591.99
租赁成本（万元）							
一期市场	274.89	214.02	262.47	262.00	262.00	262.00	262.00
二期市场		254.51	952.46	1,052.00	1,052.00	1,052.00	1,052.00
老城市场			331.44	330.00	330.00	330.00	330.00
出口加工区	528.07	875.55	758.99	571.52	571.52	571.52	571.52
综合商务楼				14.85	121.48	296.94	296.94
三期工程				71.24	600.00	960.00	1,200.00
佟二堡海宁皮革城					375.00	900.00	900.00
皮革城商贸					56.37	221.21	309.70
租赁成本合计	802.96	1,344.08	2,305.36	2,301.61	3,368.37	4,593.67	4,922.16
毛利率（%）							
一期市场	93.82%	95.65%	95.20%	96.54%	96.86%	97.09%	97.23%
二期市场		57.88%	67.19%	79.45%	83.29%	85.99%	87.81%
老城市场				35.30%	59.26%	71.30%	72.72%
出口加工区	55.91%	56.17%	57.54%	68.93%	60.05%	61.22%	62.35%
综合商务楼							
三期工程				54.80%	63.83%	69.95%	73.61%
佟二堡海宁皮革城						82.14%	87.24%
皮革城商贸						86%	86%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 29 商铺及配套物业销售收入、销售成本和毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
销售面积（㎡）							
一期市场	10,392.07	31,765.98		165.43			
出口加工区	50,336.60		95,087.12				
二期鞋业广场				2,827.92			
二期原辅料市场			36,223.84	6,589.58			
三期工程					63,310.00	18,613.20	
综合商务楼				5,460.00	1,400.00		
佟二堡海宁皮革城						12,000.00	12,000.00
皮革城大酒店				11,494.69			
四期皮革城商贸						40,500.00	15,400.00
销售面积合计	60,728.67	31,765.98	131,310.96	26,537.62	64,710.00	71,113.20	27,400.00
平均售价（元/㎡）							
一期市场	9,741.74	10,083.90		9,155.53			
出口加工区	1,289.90		1,241.57				
二期鞋业广场				11,156.42			
二期原辅料市场			4,173.29	2,562.00			
三期工程					5,750.00	6,500.00	
综合商务楼				5,850.00	5,850.00		
佟二堡海宁皮革城						8,500.00	11,000.00
皮革城大酒店				5,025.06			
四期皮革城商贸						6,172.84	6,233.77
销售收入（万元）							
一期市场	10,123.68	32,032.51		151.46			
出口加工区	6,492.92		11,805.73				
二期鞋业广场				3,154.95			
二期原辅料市场			15,117.26	1,688.25			
二期小计			15,117.26	4,843.20			
三期工程					36,403.25	12,098.58	
综合商务楼				3,194.10	819.00		
佟二堡海宁皮革城						10,200.00	13,200.00
皮革城大酒店				5,776.15			
四期皮革城商贸						25,000.00	9,600.00
销售收入合计	16,616.60	32,032.51	26,922.99	13,964.91	37,222.25	47,298.58	22,800.00
销售成本（万元）							
一期市场	6,167.35	19,414.90		59.36			
出口加工区	3,829.52		6,226.34				
二期合计			6,405.18	2,000.30			
三期工程					18,547.13	5,452.87	
综合商务楼				1,383.69	354.79		
佟二堡海宁皮革城						3,354.84	3,354.84
皮革城大酒店				2,866.70			
四期皮革城商贸						11,911.76	4,529.41
销售成本合计	9,996.87	19,414.90	12,631.52	6,310.05	18,901.92	20,719.47	7,884.25

毛利率（%）							
一期市场	39.08%	39.39%		60.81%			
出口加工区							
二期毛利率			57.63%	58.70%			
三期工程					49.05%	54.93%	
综合商务楼				56.68%	56.68%		
佟二堡海宁皮革城						67.11%	74.58%
皮革城大酒店				50.37%			
四期皮革城商贸						52.35%	52.82%
销售毛利率	39.84%	39.39%	53.08%	54.81%	49.22%	56.19%	65.42%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 30 商品销售、酒店服务和其他的销售收入、销售成本和毛利率预测

（单位：万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
商品销售							
收入	20,980.70	23,772.14	24,060.69	22,857.66	27,429.19	31,543.56	34,697.92
YOY		*13.30%*	*1.21%*	*-5%*	*20%*	*15%*	*10%*
成本	19,561.04	22,111.21	22,588.15	22,109.92	26,029.19	30,143.56	33,297.92
毛利率	6.77%	6.99%	6.12%	3.27%	5.10%	4.44%	4.03%
酒店服务							
客房数（间）				230	310	310	310
客房单价（元/间/天）				380	400	450	480
出租率（%）				45%	50%	55%	60%
客房收入（万元）				1,435.55	2,263.00	2,800.46	3,258.72
餐饮收入（万元）				2,200.00	2,420.00	2,662.00	2,928.20
收入			433.99	3,635.55	4,683.00	5,462.46	6,186.92
YOY				*737.70%*	*28.81%*	*16.64%*	*13.26%*
成本			880.31	3,630.60	3,703.21	3,777.28	3,852.82
毛利率			-102.84%	0.14%	20.92%	30.85%	37.73%
其他							
收入	325.55	1,399.58	2,522.11	891.02	1024.67	1229.61	1537.01
YOY		*329.91%*	*80.20%*	*-64.67%*	*15%*	*20%*	*25%*
成本	138.42	112.67	190.92	285.12	313.63	360.68	432.81
毛利率	57.48%	91.95%	92.43%	68.00%	69.39%	70.67%	84.80%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 31 东方艺墅住宅项目销售收入、销售成本和毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
一期、二期排屋							
建筑面积（㎡）					77,000.00	77,000.00	77,000.00
销售比例（%）						55%	45%
销售均价（元/㎡）						8,000.00	10,000.00
销售收入（万元）						33,880.00	34,650.00
销售成本（万元）						15,246.00	15,592.50
毛利率（%）						55%	55%

三期公寓			
建筑面积（㎡）	43,000.00	43,000.00	43,000.00
销售比例（%）			50%
销售均价（元/㎡）			8,000.00
销售收入（万元）			17,200.00
销售成本（万元）			9,632.00
毛利率（%）			44%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 32 公司分业务收入、成本和毛利率预测

（单位：万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
商铺及配套物业租赁							
租赁收入	5,642.56	7,518.93	10,463.48	15,250.61	21,260.41	29,883.91	35,591.99
租赁成本	802.96	1,344.08	2,305.36	2,301.61	3,368.37	4,593.67	4,922.16
毛利率	85.80%	82.12%	77.97%	84.91%	84.16%	84.63%	86.17%
商铺及配套物业出售							
销售收入	16,616.60	32,032.51	26,922.99	13,964.91	37,222.25	47,298.58	22,800.00
销售成本	9,996.87	19,414.90	12,631.52	6,310.05	18,901.92	20,719.47	7,884.25
毛利率	39.84%	39.39%	53.08%	54.81%	49.22%	56.19%	65.42%
商品销售							
商品销售收入	20,980.70	23,772.14	24,060.69	22,857.66	27,429.19	31,543.56	34,697.92
商品销售成本	19,561.04	22,111.21	22,588.15	22,109.92	26,029.19	30,143.56	33,297.92
毛利率	6.77%	6.99%	6.12%	3.27%	5.10%	4.44%	4.03%
酒店服务							
酒店服务收入			433.99	3,635.55	4,683.00	5,462.46	6,186.92
酒店服务成本			880.31	3,630.60	3,703.21	3,777.28	3,852.82
毛利率			-102.84%	0.14%	20.92%	30.85%	37.73%
其他							
其他收入	325.55	1,399.58	2,522.11	891.02	1,024.67	1,229.61	1,537.01
其他成本	138.42	112.67	190.92	285.12	313.63	360.68	432.81
毛利率	57.48%	91.95%	92.43%	68.00%	69.39%	70.67%	84.80%
其他业务							
其他业务收入	7.27	10.84	182.38	200.00	200.00	200.00	200.00
其他业务成本	0.53	1.12	5.04	5.50	5.50	5.50	5.50
东方艺墅住宅项目							
销售收入						33880	51850
销售成本						15,246.00	25,224.50
毛利率						55.00%	51.35%
营业收入合计	43,572.68	64,734.00	64,585.64	56,799.73	91,819.52	149,498.13	152,863.84
YOY		*48.57%*	*-0.23%*	*-12.06%*	*61.65%*	*62.82%*	*2.25%*
营业成本合计	30,499.08	42,983.35	38,601.05	34,642.80	52,321.82	74,846.16	75,619.96

综合毛利率	30.01%	33.60%	40.23%	39.01%	43.02%	49.94%	50.53%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 33 盈利预测表

(单位：万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	43,572.69	64,734.00	64,585.64	56,799.73	91,819.52	149,498.13
减：营业成本	30,499.08	42,983.35	38,601.05	34,642.80	52,321.82	74,846.16
营业税金及附加	2,076.12	4,370.14	4,915.48	4,316.78	6,978.28	11,361.86
销售费用	2,779.01	4,520.56	2,926.44	2,612.79	5,141.89	10,091.12
管理费用	1,584.64	2,044.20	3,074.46	2,726.39	4,407.34	10,434.97
财务费用	970.7	810.81	1,811.25	1,135.99	-918.20	-299.00
资产减值损失	252.75	-312.53	-56.53	0	0	0
加：投资净收益		1,501.37	-371.88	0	0	0
二、营业利润	5,410.38	11,818.83	12,941.62	11,364.99	23,888.38	43,063.01
加：营业外收入	452.71	693.37	588.82	1800	0	0
减：营业外支出	-0.8	84.63	115.34	30	0	0
三、利润总额	5,863.90	12,427.58	13,415.10	13,134.99	23,888.38	43,063.01
减：所得税	1,867.35	4,151.38	3,669.89	3,283.75	5,972.10	10,765.75
减：少数股东损益	448.47	186.4	1,282.32	177.32	322.49	581.35
四、归属于母公司所有者的净利润	3,548.08	8,089.80	8,462.89	9,673.92	17,593.79	31,715.91
五、摊薄每股收益(元)	0.13	0.29	0.30	0.35	0.63	1.13

资料来源：世纪证券研究所

我们预测 2009～2011 年，公司实现营业收入分别为 5.68 亿元、9.18 亿元、14.95 亿元；实现净利润分别为 9,673.92 万元、17,593.79 万元、31,715.91 万元，同比分别增长 14.31%、81.17%、80.27%；实现每股收益（全面摊薄）分别为 0.35 元、0.63 元、1.13 元。

估值分析

A 股市场中，进行专业市场经营的上市公司有小商品城、东方市场、轻纺城，这三家公司均为成熟市场，2010 年估值区间在 22～60 倍之间，平均估值水平 35.91 倍。

Figure 34 可比上市公司估值比较

公司简称	1 月 20 日收盘价（元）	EPS			PE		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
小商品城	44.02	1.36	1.71	2.26	32.37	25.74	19.48
东方市场	6.72	0.18	0.30	0.40	37.33	22.40	16.80
轻纺城	10.13	0.13	0.17	0.21	77.92	59.59	48.24
平均值					49.21	35.91	28.17

资料来源：世纪证券研究所

考虑到公司目前正处于快速发展阶段，未来成长性远优于同类上市公司。因此，我们认为给予公司 2010 年 38～42 倍的估值区间较为合理，上市后的合理价格区间为 23.94～26.46 元。

风险因素分析

经营业务相对集中的风险

公司是“海宁中国皮革城”的举办者和经营者，目前公司经营的一期市场和二期市场以及本次募投项目三期市场内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了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收入的比例分别为 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%及 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。

部分商铺租赁期满后不能及时全部出租引致的风险

目前，除已销售给商户的商铺以外，海宁中国皮革城中的其他商铺都是采用租赁的方式，公司和商户之间的租赁合同租期大都为 1 年，在商铺租赁到期之后，公司可能面临部分商户不续租而暂时又无新承租者、或者公司为了选择合适承租者主动不与对方续约，从而引致部分商铺暂时闲置的风险。

租金下降的风险

市场商铺租金从根本上来说是由商户经营平均利润率高低决定的。商户经营利润率的高低取决于很多因素。原材料和人力成本的不断上涨，国家对环保和可持续发展的日益重视，将使皮革生产商的生产成本和费用大大增加。消费者购买力的变化及其对皮革制品偏好的改变、全球气温变暖也将会对皮革制品的需求产生一定的影响。这些因素都将影响到皮革制品经营商户的平均利润率，从而进一步影响商铺租金水平，给公司的经营带来一定风险。

同类市场竞争的风险

浙江省是我国的市场大省，拥有义乌中国小商品城、中国轻纺城等

国内外著名商品交易市场；在皮革专业市场方面，浙江省目前还有中国·崇福皮草大世界、中国桐乡鞋业、余姚中国裘皮城等市场。从全国范围来看，河北辛集、河北白沟、广州花都以及辽宁灯塔等地的皮革专业市场都在不断发展，具备一定竞争力。

虽然海宁中国皮革城具备产业基础、引导流行趋势、地理和管理等方面的竞争优势，但市场竞争状况依然十分激烈。如果行业竞争进一步加剧或者公司经营管理不善，公司的市场占有率和盈利水平将存在下滑的风险。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.