

专业连锁

兰飞燕

执业证书编号: S0960200010019

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

海宁皮城

002344

推荐

盈利模式的复制性强、未来业绩增长明确

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 32.69元

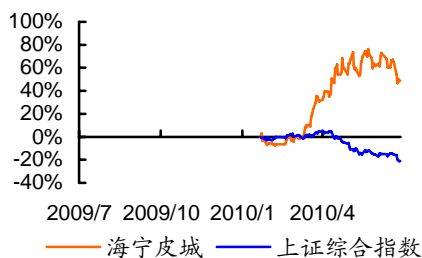
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2382.90
总股本(百万)	280
流通股本(百万)	70
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.05
资产负债率	70.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	-9.30	14.77	0.00
上证综合指数	-7.33	-24.54	0.00



相关报告

《海宁皮城: 中国皮革专业市场的领军者》
2010-1-8

投资要点:

- **公司盈利模式的复制性强。**公司按销售额分,批发、零售业务各占50%;按客流量分,95%为零售、5%为批发客户。这种以零售为主体的市场模式决定了其连锁复制性强,这是公司与小商品城(600415)的主要区别(小商以批发出口为主,决定其不能进行异地扩张、连锁复制)。
- **三大竞争优势保障公司异地扩张取得成功。**公司是目前全国唯一的皮具市场跨区域连锁经营商,这取决于:第一,品牌优势。经过多年的经营与培育,公司已成为国内皮革专业零售市场的第一品牌;第二,客户资源。公司拥有2000多户皮革专业经营户,在公司异地的市场扩张中、公司与这些专业经营户有望实现共赢,公司所掌握的大量上游优质皮革供应商资源是公司异地扩张取得成功的主要保障;第三,管理层丰富的管理营销经验。公司90%以上管理人员从事皮革专业市场经营达5年以上,对皮革产业和专业市场具有较为深刻的认识。
- **未来主要业绩增长点。**内生增长方面主要来自于租金的逐步提升,目前公司共有商铺及配套物业租赁面积25.42万m²。一期市场较为成熟、目前平均租金在约150元/m²/月,预计未来年均租金涨幅在15%以上;二期市场处于发展期、未来租金提升空间仍大。在外延扩张方面,三期、四期、佟二堡市场招商顺利、将对公司今年第4季度起的业绩增长做重要贡献,河南新乡皮城项目预计2011年10月开业。上述四个项目合计建筑面积约54.45万m²,包括可出租的市场部分约31.9万m²、可出售或自用的物业约22.55万m²。总体看,预计到2012年底物业租赁面积可达46.82万m²、累计增长84.21%,物业销售收入也将大幅增长。此外,公司在成渝、山东等地区进行项目的初步接洽商谈,公司目前正在做海宁皮革城五期的前期筹备(在二期对面开发建设沙发市场,力争2011年开工)。在未来,公司也有可能在海宁当地做太阳能产品的交易市场(海宁当地有众多太阳能产品生产厂商)。
- **股价上涨催化剂。**未来,公司在异地市场扩张取得的新进展、或租金上涨幅度超预期,将成为公司股价上涨的催化剂。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.62、1.25、1.72元,公司未来3年处于快速扩张期、业绩复合增长率可达70.52%,公司的管理、品牌及客户资源优势保障其成功进行对外扩张,公司业绩增长明确、给予推荐评级,未来半年目标价40元。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	560	944	1505	1889
同比(%)	-13%	69%	60%	26%
归属母公司净利润(百万元)	97	174	350	481
同比(%)	15%	79%	101%	38%
毛利率(%)	41.0%	44.8%	51.3%	54.5%
ROE(%)	17.9%	8.8%	15.0%	17.1%
每股收益(元)	0.35	0.62	1.25	1.72
P/E	108.48	60.58	30.21	21.95
P/B	19.45	5.32	4.52	3.75
EV/EBITDA	66	37	19	14

资料来源:中投证券研究所

一、公司目前主要经营市场

1.1 皮革城一期

于 2005 年 10 月竣工，是目前公司客流量最多、影响力最大的市场，主要经营光皮、裘皮、箱包等，合计租赁面积 40759 m²。分别于 2006、2007 销售商铺 10392 m²、31766 m²，单价约 1 万元。市场平均租赁单价为：2006 年，91.16 元/m²/月；2007 年，100 元/m²/月；2008 年，112 元/m²/月；2009 年 1-6 月，163 元/m²/月。

公司将于今年 6 月底对该市场租户续签今年下半年及 2010 年上半年的租赁合同，预计未来几年该市场租金将维持年均 15-20% 的涨幅。

1.2 皮革城二期

于 2007 年 10 月竣工，包括鞋业广场、毛皮服饰、原辅料市场三部分。其经营品种更为多样化，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。其租赁面积及租赁单价如下表：

图表 1: 皮革城二期租赁情况

	租赁面积	租赁单价 (元/m ² /月)		
		2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
鞋业广场	17693	52.31	51.91	55.18
毛皮服饰	27036	26.73	55.71	70.35
原辅料市场	17653	9.77	24.76	32.87

资料来源：公司报表

如上表，鞋业广场租赁单价较为稳定，维持在 50-55 元/m²/月；毛皮服饰市场及原辅料市场 2007 年为聚拢人气而维持较低租金水平，2008 年市场较为成熟，租金有较大幅度的提升；另外，毛皮服饰城 2008 年下半年将毛利率较高的毛批服饰代替利润较低的牛仔服饰，其 2009 年 1-6 月的租金水平又较 2008 年提升了 26.28%。

二期市场目前正处于培育发展期，预计未来几年租金年涨幅维持在 15% 以上。当然，由于二期经营产品的毛利率要低于一期的产品，因此，二期市场的租金水平总体要低于一期市场。

1.3 皮革城三期（品牌风尚中心）

于 2009 年 1 月开工，预计 2011 年 9 月竣工，总投资 60000 万元，是公司首发募投项目。是一个集展市销售、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，从外延和内涵两方面延续公司现有的市场。

总建筑面积约 20 万 m²，其中 60% 租赁、40% 销售。预计可租赁面积为，2010 年：61442 m²；2011 年：98307 m²；2012 年 122884 m²。

预计 2010 年的平均租赁单价为 250 元/m²/年，处于较低水平，相当于扶持生产商。预计销售单价为 5200 元/m²。

1.4 皮都东方艺墅

于 2008 年 7 月开工，预计 2011 年 12 月竣工。是公司唯一住宅开发项目，与主业关联不大。

按照计划，公司将于 2010 年底前一一期工程符合初步交房条件，2 期完成建设，3 期于 6、7 月预售。

二、正开发及拟开发市场项目

2.1 皮革城四期

于 2009 年 9 月开工，预计 2012 年 4 月竣工。总建筑面积 12 万 m² (含 6.2 万 m² 裘皮交易市场，5.8 万 m² 的 2 幢商务楼)。2010 年 4 月份，裘皮交易市场 1-4 层可供租赁 29580 m² 完成招商工作，租赁期 2010 年 10 月-2015 年 6 月，总承租权费 407.68 元/m²/月 (承租权费一次性收取、按月分摊计入收入)、平均租金水平 195.5 元/m²/月。

该市场原计划是沙发市场、后根据形势变化改为裘皮交易市场 (2009 年在皮类产品交易中裘皮的交易量最大、需求最旺盛)，同时该市场租金价格确定采取“暗标”形式，因此租金水平大幅超过原先预期。

每年的租金、承租权费收入 19853 万元，将从 2010 年第 4 季度起对公司业绩起到明显的提升作用。

2.2 佟二堡项目

于 2009 年 8 月开工、雨季 2011 年 8 月竣工，主要经营光皮、裘皮、箱包等，与皮革城一期类似，规划总建筑面积 174536 m² (含 16526 m² 商务酒店)，是公司异地扩张的第一家市场。

根据公告，佟二堡市场目前商铺出租 83242 m² (占比约 95%，完成年初定的计划)。第一年租期为 2010 年 9 月至 2011 年 6 月，总租金 6260 万元，合计 75.2 元/m²/月 (租金水平与市场的辐射能力、当地及周边的消费水平相联系)，将从 2010 年 9 月份开始计入公司收益，将提升公司今年第 4 季度后的业绩。

2.3 新乡海宁皮城项目

该项目采取与当地开发商合资模式 (公司占股 51%)，是公司异地扩张的一种新的拓展模式。将汇金国际城市广场项目中的约 5 万 m² 商业房产用于新乡海宁皮具专业市场。

市场开业时间预计为 2011 年 10 月，该项目物业地理位置好，购置成本低，预计租赁单价约 1000 元/m²/年，年租金收入为 5000 万元。

2.4 其他

公司目前正积极与成渝地区、山东等地区进行项目的初步接洽商谈。另外，公司目前正在做海宁皮革城五期的前期筹备，在二期对面开发建设沙发市场，力争 2011 年开工。在未来，公司也有可能在海宁当地做太阳能产品的交易市场（海宁当地有众多太阳能产品生产商）。

三、主要投资亮点

3.1 零售业务模式决定公司市场的可复制性强

按销售额分，公司批发、零售业务各占 50%；按客流量看，95%为零售、5%为批发客户。这种以零售为主体的业务模式决定了其连锁复制性强，这是公司与小商品城的主要区别（小商以批发出口为主，决定其不能进行异地扩张、连锁复制）。另外，公司单个店铺面积约在 60-100 m²之间、商场化倾向明显，而小商品城的单铺面积仅约为 10-20 m²；此外，公司铺面的装修成本要高于小商品城铺面装修成本，因此，从单位面积的租金水平看，公司要低于小商品城。

3.2 公司内在竞争优势决定其外延扩张成功率高

公司是目前全国唯一的皮具市场跨区域连锁经营商，这取决于：第一，品牌优势。经过多年的经营与培育，公司已成为国内皮革专业零售市场的第一品牌；其次，公司拥有 2000 多户皮革专业经营户，在公司异地的市场扩张中，公司与这些专业经营户有望实现共赢，公司所掌握的大量上游优质皮革供应商资源是公司异地扩张取得成功的主要保障；第三，管理层丰富的管理营销经验。公司 90%以上管理人员从事皮革专业市场经营达 5 年以上，对皮革产业和专业市场具有较为深刻的认识。

3.3 激励机制到位，增长动力强

公司核心中高层管理人员（27 人）持有公司股份 1722.21 万股，高层管理人员激励机制充分、未来增长动力强。

四、盈利预测及估值

公司的收入来源包括租赁收入、出售物业收入、商品销售等方面，我们对公司收入的分行业、分市场的细分预测如下图表 2、3、4。

图表 2: 公司现有市场租赁收入预测

		2009	2010E	2011E	2012E
老城市市场	租赁面积（平方米）	37500	37500	37500	37500
	租赁单价（元/平米/月）	11.50	16	23	26
	年租赁收入（万元）	517.50	720	1035	1170
一期市场	租赁面积（平方米）	40759	40759	40759	40759

	租赁单价 (元/平米/月)	155	170	187	205
	年租赁收入 (万元)	7581.17	8314.84	9146.32	10060.96
	租赁面积 (平米)	113550	113550	113550	113550
出口加工区	租赁单价 (元/平米/月)	13	11	11	11
	年租赁收入 (万元)	1771.38	1498.86	1498.86	1498.86
	租赁面积 (平米)	17693	17693	17693	17693
二期 (鞋业广场)	租赁单价 (元/平米/月)	56	70	80	90
	年租赁收入 (万元)	1188.97	1486.21	1698.53	1910.84
	租赁面积 (平米)	27036	27036	27036	27036
二期 (毛皮服饰)	租赁单价 (元/平米/月)	85	110	130	150
	年租赁收入 (万元)	2757.67	3568.75	4217.62	4866.48
	租赁面积 (平米)	17653	17653	17653	17653
二期 (原辅料市场)	租赁单价 (元/平米/月)	40	50	55	60
	年租赁收入 (万元)	847.34	1059.18	1165.10	1271.02
年收入合计 (万元)		14664.04	16647.84	18761.42	20778.16

资料来源: 公司报表、中投研究所

图表 3: 公司未来扩张项目市场租赁收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E	
	租赁面积 (平米)	43774	61442	98307	122884
皮革城三期	租赁单价 (元/平米/月)	18	30	35	40
	年租赁收入 (万元)	157 (2 个月)	2211.91	4128.89	5898.43
	租赁面积 (平米)		29580	29580	32000
皮革城四期	租赁单价 (元/平米/月)		602	602	602
	年租赁收入 (万元)		3561.43 (2 个月)	21368.59	23116.80
	租赁面积 (平米)		83242	87623	87623
佟二堡市场	租赁单价 (元/平米/月)		75.2	90	110
	年租赁收入 (万元)		2503.92 (4 个月)	9463.28	11566.24
年收入合计 (万元)		157	8277.26	34960.76	40581.47

资料来源: 公司报表、中投研究所

图表 4: 公司分子行业收入构成及增长情况 (万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
商铺及配套物业租赁收入	14947	24925.10	53722.18	61359.63
同比增减	42.85%	66.76%	115.53%	14.22%
商铺及配套物业、住宅销售收入	13661	44300	70081.08	98240.00
同比增减	-49%	224.28%	58.20%	40.18%
商品销售及其他	23760	25185.6	26696.74	29298.54
同比增减	-5.80%	6%	6%	6%

资料来源: 公司报表、中投研究所

图表 5: 盈利预测表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	560	944	1505	1889
营业成本	330	521	733	860
营业税金及附加	50	77	125	158
营业费用	25	45	70	88
管理费用	36	50	81	104
财务费用	7	11	4	3
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	110	241	491	676
营业外收入	24	15	17	17
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	133	255	507	693
所得税	35	71	138	189
净利润	99	184	369	504
少数股东损益	1	10	19	23
归属母公司净利润	97	174	350	481
EBITDA	155	272	531	730
EPS (元)	0.46	0.62	1.25	1.72

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.62、1.25、1.72 元，公司未来 3 年处于快速扩张期、业绩复合增长率可达 70.52%，增长的动力来自于租金提升的内生增长及异地扩张带来的外延扩张，公司的管理、品牌及客户优势保障其对外扩张的成功率，公司业绩增长明确、给予推荐评级，未来半年目标价 40 元。

五、风险因素

异地市场扩张的开发风险；商铺及配套物业租金下降风险；同类市场及其它流通业态的竞争风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1102	2329	3066	3798	营业收入	560	944	1505	1889
现金	223	1326	1544	1954	营业成本	330	521	733	860
应收账款	27	39	62	80	营业税金及附加	50	77	125	158
其它应收款	25	35	58	74	营业费用	25	45	70	88
预付账款	12	13	19	24	管理费用	36	50	81	104
存货	815	916	1381	1667	财务费用	7	11	4	3
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	813	1162	1422	1682	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	27	26	22	投资净收益	0	1	0	0
固定资产	245	525	789	1039	营业利润	110	241	491	676
无形资产	17	20	25	28	营业外收入	24	15	17	17
其他	551	591	582	594	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1915	3491	4487	5481	利润总额	133	255	507	693
流动负债	1124	1234	1846	2320	所得税	35	71	138	189
短期借款	54	20	30	50	净利润	99	184	369	504
应付账款	160	197	293	350	少数股东损益	1	10	19	23
其他	910	1016	1523	1921	归属母公司净利润	97	174	350	481
非流动负债	218	233	248	263	EBITDA	155	272	531	730
长期借款	218	233	248	263	EPS (元)	0.46	0.62	1.25	1.72
其他	0	0	0	0					
负债合计	1342	1467	2094	2583	主要财务比率				
少数股东权益	30	40	59	82	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	210	280	280	280	成长能力				
资本公积	103	1363	1363	1363	营业收入	-13.3%	68.7%	59.5%	25.5%
留存收益	230	341	691	1172	营业利润	-14.9%	118.8%	103.9	37.8%
归属母公司股东权益	543	1984	2334	2815	归属于母公司净利润	15.0%	79.1%	100.5	37.6%
负债和股东权益	1915	3491	4487	5481	获利能力				
					毛利率	41.0%	44.8%	51.3%	54.5%
					净利率	17.4%	18.5%	23.2%	25.5%
					ROE	17.9%	8.8%	15.0%	17.1%
					ROIC	58.1%	38.5%	53.5%	61.3%
					偿债能力				
					资产负债率	70.1%	42.0%	46.7%	47.1%
					净负债比率	23.67	23.43%	17.62	15.34%
					流动比率	0.98	1.89	1.66	1.64
					速动比率	0.26	1.15	0.91	0.92
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.35	0.38	0.38
					应收账款周转率	23	27	28	25
					应付账款周转率	2.43	2.92	2.99	2.68
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.62	1.25	1.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	0.61	1.76	2.45
					每股净资产(最新摊薄)	1.94	7.09	8.34	10.05
					估值比率				
					P/E	108.48	60.58	30.21	21.95
					P/B	19.45	5.32	4.52	3.75
					EV/EBITDA	66	37	19	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434