

海宁皮城 (002344.SZ)

百货零售行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价(人民币)：34.40元

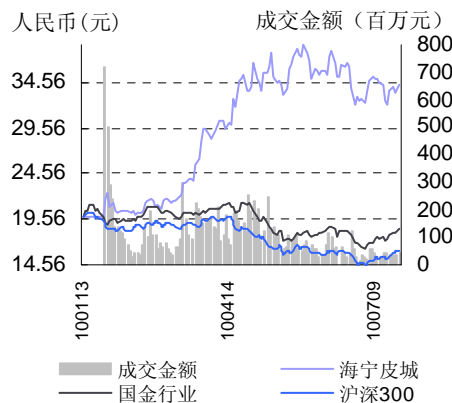
目标(人民币)：36.50元

业绩增长确定，后续扩张可期

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)	70.00
总市值(百万元)	9,632.00
年内股价最高最低(元)	38.69/19.82
沪深300指数	2793.08
中小板指数	5693.22



相关报告

1. 《高速发展的皮革专业市场经营企业》，2010.1.11

贾仁栋 联系人
(8621)61038227
jiard@gjzq.com.cn

文瑶 联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.403	0.464	0.678	1.460	1.839
每股净资产(元)	2.10	2.59	7.49	8.82	10.53
每股经营性现金流(元)	-0.10	1.75	0.92	1.83	3.67
市盈率(倍)	N/A	N/A	51.68	24.01	19.06
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	4.61%	15.04%	95.12%	115.19%	25.99%
净资产收益率(%)	19.22%	17.93%	9.06%	16.56%	17.47%
总股本(百万股)	210.00	210.00	280.00	280.00	280.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 海宁皮城以“皮衣服饰一站式购物目的地”的品牌形象为皮衣服饰企业提供了与消费者沟通的桥梁：皮衣专业市场解决了皮衣服饰的季节性消费特点和单一品牌影响力弱的问题；海宁皮城注重零售市场和立体化的营销策略令其在皮衣专业市场中脱颖而出，在海宁当地取得成功。
- “量价齐升”海宁皮城主业的商位出租面积和租金水平持续向上：预计海宁皮城的自有出租面积（整体面积减去已出售面积）10年年底预计达到的50万平方米以上，五年内翻了一番。皮衣服饰类面积增长更快，预计到2010年底皮衣服饰出租面积将从2009年的6.9万平方米上升到20.1万平方米左右。皮城整体租金水平将从09年的565元/平米/年上升到11年的937元/平米/年。
- 公司未来商铺租赁业务增长来自于新市场的投入使用和现有市场的经营调整。新项目从10年4季度开始陆续投入使用；原有市场经营品类调整，增加租金较高的皮衣服饰类经营面积。公司后续计划每年开拓1-2个项目，如果能按计划推进，将为公司的业绩增长带来持续的动力。

投资建议

- 市场面积扩张和租金上涨的将带来业绩的高增长进而推升股价。公司经营模式以收租金为主，新项目在10年4季度开始将陆续投入使用。新项目招商工作已完成，在租金水平确定的情况下11年的业绩增长确定性大，对目前股价形成支撑。按照公司每年新建1-2个项目的计划，后续新项目的顺利拓展将对股价产生正面影响，获得超额收益的可能性较大。

估值

- 给与买入评级，目标价36.5元，对应11年25倍PE。根据公司现有项目我们预测海宁皮城10-12年EPS分别为0.68、1.46和1.84元。

风险

- 公司异地扩张项目进展低于预期
- 涉足非皮衣皮革类专业市场，项目回报率下降

内容目录

海宁皮城“皮衣服饰一站式购物目的地”	4
皮衣服饰的消费特点决定了皮衣专业市场的兴起	4
皮衣专业市场的选址和招商比一般百货有优势，异地扩张更可行	4
精准的定位和系统化的品牌建设是海宁皮城成功的关键	5
“量价齐升”海宁皮城主业的商位出租面积和租金水平持续上升	7
业绩主要来自于皮城商位的出租和销售	7
海宁皮城出租面积持续上升	8
租金水平上升：销售皮衣类经营面积占比提高和商户经营向好	9
盈利预测：市场扩张+租金上涨	11
10年新项目陆续投入使用，11年全年贡献租金	11
租金水平整体上升来自于租金较高的皮衣类出租面积占比上升	12
销售商铺逐步确认收入	14
其他业务：依托皮城平台平稳发展	14
后续皮衣市场扩张计划如果成功推进将带来业绩持续增厚	15
投资建议和估值：目标价 36.5 元	16
附录：行业和公司简介	17
全国商品市场专业市场好于综合市场，皮革产业在中国发展有基础	17
股东结构和稳定的高管队伍是公司未来持续发展的保证	18
附录：三张报表预测摘要	20

图表目录

图表 1：休闲和皮衣服饰对比	4
图表 2：中国人口分布图	5
图表 3：2009 年各地人均 GDP 元/人	5
图表 4：各地城镇居民人均可支配收入 元/人	5
图表 5：传统百货和皮城专业市场对比	5
图表 6：全国各皮衣皮具市场对比	6
图表 7：海宁皮城立体的营销体系	7
图表 8：公司历年母公司利润表销售费用（百万元）	7
图表 9：分业务收入占比	8
图表 10：分业务毛利占比	8
图表 11：海宁皮城自有出租面积持续上升（平方米）	8
图表 12：公司主要市场情况	9
图表 13：海宁皮城皮衣服饰经营面积变化（万平方米）	9
图表 14：分品类对比	10

图表 15：海宁皮城各主要市场租金变化情况（元/平米/月）	10
图表 16：鞋业市场租金水平调研	11
图表 17：海宁皮城出租面积预测 单位：平米.....	12
图表 18：各市场租金水平（元/平米/月）	13
图表 19：市场租赁业务预测.....	13
图表 20：商铺写字楼销售预测	14
图表 21：其他业务预测	14
图表 22：盈利预测总表	15
图表 23：异地扩张分析	16
图表 24：行业估值比较	17
图表 22：全国商品市场发展	17
图表 23：全国商品市场交易额	17
图表 24：专业市场增长迅速	18
图表 25：专业市场交易额 5 年增长 200%.....	18
图表 26：公司股权结构	19
图表 27：海宁皮城历史沿革	19
图表 29：高管持股情况	19

海宁皮城“皮衣服饰一站式购物目的地”

皮衣服饰的消费特点决定了皮衣专业市场的兴起

- **皮衣服饰的消费目前我国还是季节性消费。**从每年的 9 月份开始一直可以延续到春节前，持续时间一般在 4-5 个月左右，具体视气温的高低决定。海宁皮城选择每年皮衣销售淡季 3-7 月份与商户签订合同。一方面在经历了旺季经营以后租赁双方对商位的经营情况都会有一个评估和预期；另一方面，签订合同在旺季到来前至少有 1-2 个月时间让商户进行必要的装修迎接下一个旺季的到来。
 - 季节消费的特点令皮衣服饰品牌企业很难在百货商店设专柜，因为百货商店会考虑到经营效率问题（皮衣淡旺季平效相差大）。对专柜经营者来讲，即使进驻商场也很难获得理想的专柜位置。海宁皮城在主要城市周边建立的大型皮衣、皮草交易市场很好地解决了生产企业对营业场地的需求。
- **以皮城专业市场品牌形象统一营销解决了单一皮衣服饰企业品牌影响力不足。**皮衣单价较高属于可选消费品，以获取高额利润率为经营目标而不是“走量”。这一特点使得单一的皮衣服饰企业很难像休闲服饰企业通过大量发展经销商铺货迅速扩张。以皮衣服饰起家的企业往往会选择向市场更大的其他面料服饰拓展，最终皮衣服饰会成为其品牌服饰中的一个系列。最近上市的凯撒股份就是一个很好的例子。正因为单一皮衣服饰企业规模不大，其在品牌宣传和建设上的投入相对较少，消费者对皮衣服饰的品牌认知度不够。皮衣专业市场将众多小的皮衣服饰企业集合在一起，以皮衣服饰一站式购物目的地吸引消费者，解决了单一品牌影响力不够的问题。

图表1：休闲和皮衣服饰对比

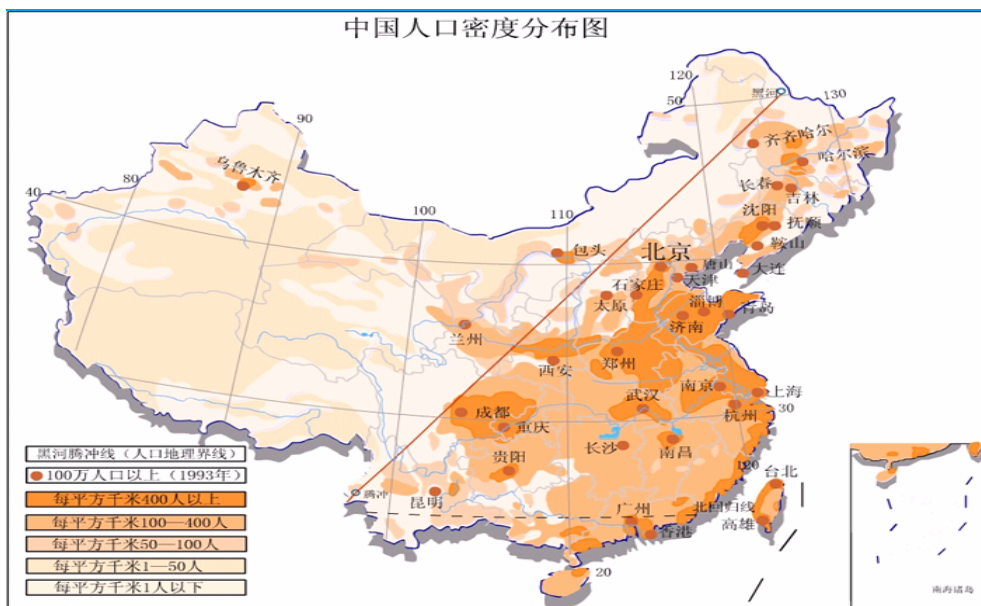
	消费弹性	消费季节	经营目标	扩张性	品牌影响力	例子
休闲	低	一年四季	走量	强	强	美邦 优衣库 ZARA
皮衣服饰	高	秋冬季	高利润	弱	弱	圣尼 兽王

来源：国金证券研究所

皮衣专业市场的选址和招商比一般百货有优势，异地扩张更可行

- **选址无需核心成熟商圈，讲究区域辐射。**皮衣专业市场的选址一边选在城市周边地区，地价较低。物业面积一般在 15-20 万平米，选址主要考虑周边 250 公里半径范围内辐射人口的数量、收入消费水平和交通的便利程度。从下图我们可以看到综合人口分布和地区经济发展水平，我们认为长三角地区、胶东半岛、环渤海地区、京津地区、中原地区和成渝地区是皮衣专业市场理想的建设地。

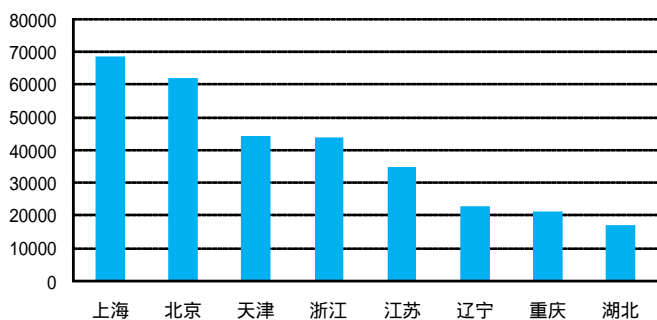
图表2：中国人口分布图



来源：国金证券研究所

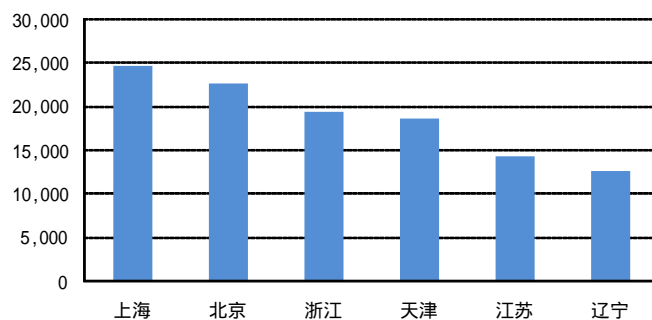
- 海宁本部辐射长三角富饶地区，当地人口众多和居民的购买力处于全国领先水平。

图表3：2009年各地人均GDP 元/人



来源:WIND,国金证券研究所

图表4：各地城镇居民人均可支配收入 元/人



- 皮城招商处于强势地位，品牌主动追随公司异地扩张。如前所述皮衣企业一般规模和影响力不大，如果皮城市场进行异地扩张等于是为皮衣企业开辟新的销售渠道，企业一般都会响应。皮城异地扩张招商与厂家直接谈判，对比百货业异地扩张时需与各地经销商洽谈，皮城扩张在谈判中处于更强势的地位。

图表5：传统百货和皮城专业市场对比

	选址	招商	异地扩张性
传统百货	核心商区	与品牌区域经销商洽谈	弱（合适物业难找）
皮城专业市场	城市周边	与企业直接洽谈	强（自建为主）

来源：国金证券研究所

精准的定位和系统化的品牌建设是海宁皮城成功的关键

- 海宁皮城主营定位：内销皮衣服饰。海宁皮城目前定位是以内销零售为主，目前情况来看 95%的客流都是零售客户，成交额占总成交额的一半左右。经营品种方面，海宁皮城专注于皮衣服饰特别是价值较高的裘皮服饰，目标客户中零售客户占比较高，是我国最大的内销类皮衣服饰专业市

场。从规模来看，目前国内皮衣皮具市场中，广州花都和河北辛集市场的规模要大于海宁皮城。

- 广州花都主营皮具为主，出口占比大，与海宁皮城主营皮衣服饰有差异。
- 河北辛集市场虽然也是主营皮衣，但在 2009 年下半年以前主要出口俄罗斯市场为主。在 09 年 7 月俄方宣布俄罗斯最大的华商市场——莫斯科切尔基佐夫斯基集装箱市场永久关闭后，辛集市场的经营者损失惨重，目前正在积极开拓俄罗斯以外的市场，并加大对内销市场的开拓。

图表6：全国各皮衣皮具市场对比

名称	定位	经营目的	土地面积	建筑面积	营业面积	摊位数	备注
海宁皮城	B-C	扶持推动皮衣服饰企业			48万平米	2200	
广州花都狮岭	B-B	扶持推动各类皮衣服具企业，出口为主	50万平米			2700	广州花都狮岭皮革皮具城市市场交易额在全国皮革专业市场中排名第一
河北辛集商业城	B-B	扶持推动皮具企业		150万平米		1800	前店后厂，拥有皮装、皮件企业828家
河北大营国际皮革交易中心	B-B	扶持推动各类皮衣服具企业，出口为主	50亩	7万		1980	
浙江嘉兴桐乡	B-C	商铺出售为主，房地产开发		皮草大世界 3.6万平米		400	
余姚裘皮城	B-C	扶持推动皮衣服饰企业		10.2万平米			上厂下店

来源：国金证券研究所

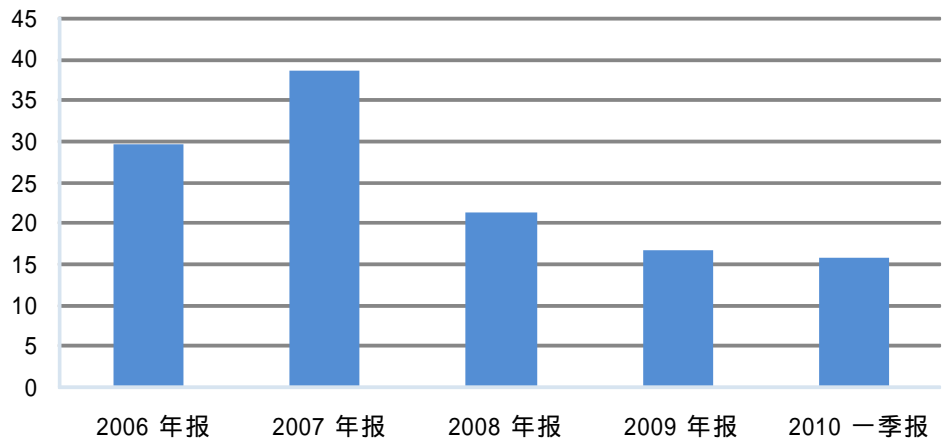
- **海宁皮城立体打造专业皮衣市场形象，引领皮衣服饰潮流。**目前，公司形成了三位一体的营销模式：1.CCTV 服装流行趋势发布会为旗帜、2.皮城周边当地各种媒体广告的地面营销攻势、3.与旅行社合作将皮城列为短途购物游目的地。对比上图中的其他皮衣服饰类市场，海宁皮城与其他市场仅仅提供交易场所不同，突出皮城整体“皮衣服饰一站式购物目的地”的品牌形象打造。
- 公司过去年度每年的销售费用在 2000 万元左右，07 年皮城二期市场投入使用，公司当年多投入了 1000 万元左右。10 年公司的四期市场和佟二堡市场将投入使用，一季度就投入了 1500 万元，预计随着公司市场规模的扩大销售费用将逐步增加。

图表7：海宁皮城立体的营销体系



来源：国金证券研究所

图表8：公司历年母公司利润表销售费用（百万元）



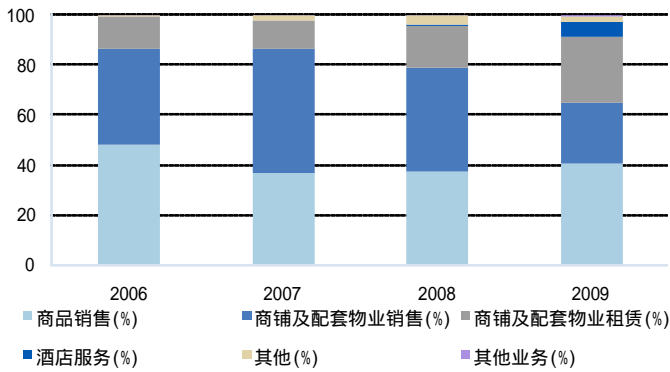
来源：国金证券研究所

“量价齐升”海宁皮城主业的商位出租面积和租金水平持续上升

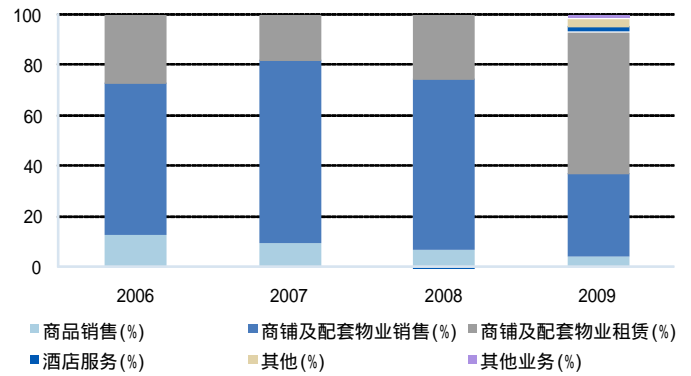
业绩主要来自于皮城商位的出租和销售

- 海宁皮城 09 年市场商铺的租赁和销售在收入中占到 51%，毛利润中占到 89%，是公司利润贡献的主要来源。酒店业务和出口业务（商品销售）可以看作是公司海宁皮城市场整体经营的配套业务。公司出售商位的主要目的是快速回笼资金开发新市场，随着公司规模的不不断扩大租金收入上升和上市募资完成，未来出售商位收入占收入比重将逐步下降。

图表9：分业务收入占比



图表10：分业务毛利占比

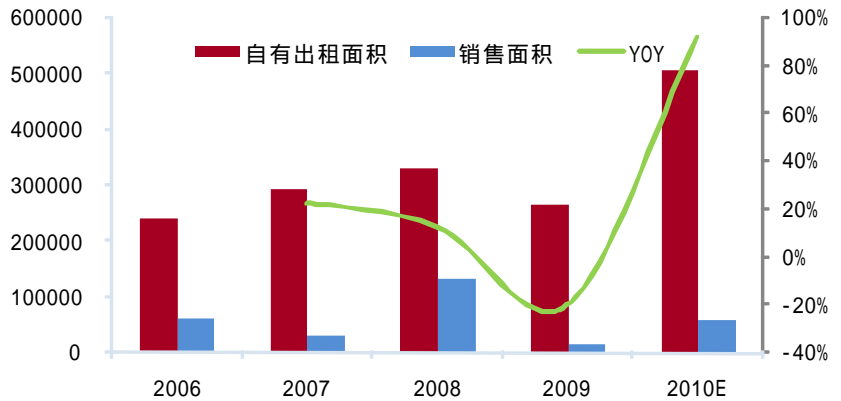


来源：国金证券研究所

海宁皮城出租面积持续上升

- 海宁皮城的自有出租面积（整体面积减去已售面积）从 2006 年的 24 万平米发展到 10 年年底预计达到的 50 万平米以上，五年内翻了一番。考虑到在 06-10 年公司还有一定比例出售的商位面积，公司近五年来的扩张速度惊人。

图表11：海宁皮城自有出租面积持续上升（平米）



来源：国金证券研究所

- **皮衣服饰经营面积持续扩大。**公司最早计划是打造大而全的皮衣皮具专业市场，皮衣服饰销售区域只是一期市场的 2-3 楼。实践中，公司意识到皮衣服饰无论是经营的效益还是吸引零售客源上都是最理想的。因此，近年来持续进行经营品类面积的调整。原二期牛仔市场从 08 年开始转型为皮毛市场，二期鞋业市场的 2-3 楼也会在 2010 年逐步转型成皮衣销售市场，新建的四期市场则完全是裘皮交易市场，异地建设的佟二堡和新乡市场也将以皮衣服饰经营为主。到 2010 年底我们预计皮衣服饰的营业面积将从 2009 年的 6.9 万平米上升到 20.1 万平米增长主要来自于佟二堡和四期市场。皮衣服饰类经营面积在公司总市场营业面积中的占比也将上升到 26.5%。

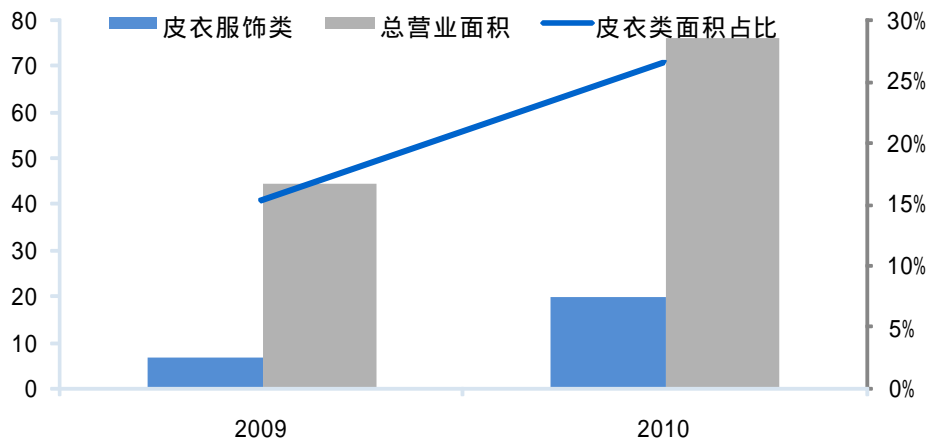
图表12：公司主要市场情况

市场名称	经营方向		万平米	
	原计划	如今	建筑面积	营业面积
一期市场	1楼箱包	不变	17.0	8.3
	2楼以上皮衣服饰			
出口加工区	工业园区	不变	25.9	
二期鞋业广场	1楼品牌鞋业	皮衣服饰	6.6	2.3
	2楼时尚鞋业			
	3楼羊毛衫和袜业			
二期皮毛服饰\牛仔城	皮毛服饰和牛仔	皮毛服饰	7.1	2.7
二期原辅料市场	原辅料	不变	6.4	5.4
四期裘皮市场	裘皮服饰	不变	6.2	2.7
佟二堡	皮衣服饰为主	不变	15.8	9.0
三期	产业园区	不变	20.5	19.6
河南新乡	皮衣服饰为主	不变	5.0	1.7

*河南新乡市场因还未完工，营业面积按照33%的建筑面积推算

来源：国金证券研究所

图表13：海宁皮城皮衣服饰经营面积变化（万平米）



来源：国金证券研究所

租金水平上升：销售皮衣类经营面积占比提高和商户经营向好

- **品类调整带来整体租金水平上升。** 公司目前主要零售品类中，裘皮的租金水平最高、皮衣次之、鞋业和箱包的租金水平最低变化也不大。随着二期牛仔市场从 08 年开始转变为皮毛市场，鞋业 2-3 楼 10 年下半年开始转变为皮衣市场，二期鞋业整体市场租金水平将不断走高。我们认为租金水平的走高一方面来自于高租金品类经营面积的扩大；另一方面低租金品类供给的相对下降，造成供不应求推动租金水平上升（低租金品类经营面积缩小→令消费者更集中消费→经营户效益上升→租金水平上升）。

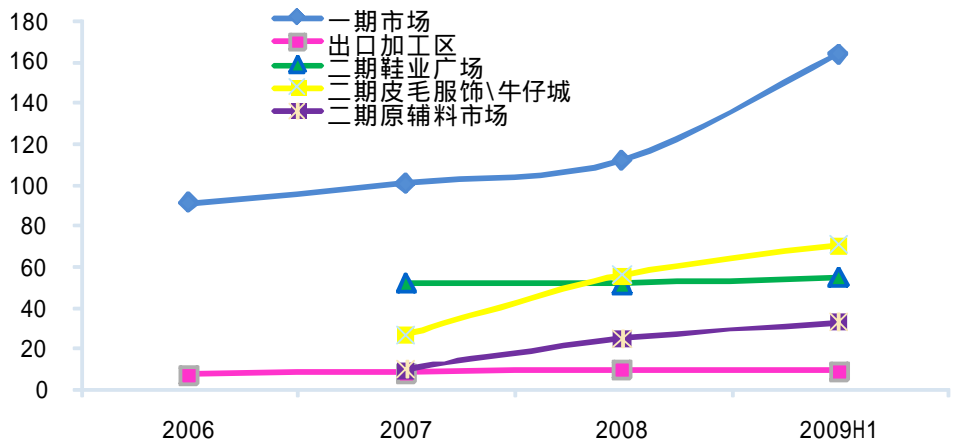
图表14：分品类对比

品类	租金 元/平米/月
裘皮	200以上
皮衣	120左右
鞋业	55左右

来源：国金证券研究所

- **经营户经营效益、售出商位租金水平和转租租金水平共同影响租金水平。**海宁皮城的商位租赁合同一年一签（四期除外），每年的签约日期集中在3-7月之间。租金水平的升降幅度长期主要参考两个指标：1、经营户的效益 2、已售出商位或转租商位的租金水平。前者在租金定价中处于主导地位；后者作为参考。商户的整体经营效益趋势是市场整体发展方向的最重要指标。二手租金水平由于在总经营业绩中占比小且容易受到个人行为的影响，波动性较大，个体差别也较大。
 - 从租金水平变化情况来看，皮衣服饰特别是裘皮服饰的经营状况持续向好，皮衣次之，箱包和皮具类经营状况波动不大。需要指出的是是一期市场 09 年租金水平大幅上升 46%中 20 个百分点左右的增长来自于市场营销推广费统计口径的变化，实际租金上涨幅度在 20%左右。

图表15：海宁皮城各主要市场租金变化情况（元/平米/月）



来源：国金证券研究所

- 经营户效益的持续向好，推高了新市场租金的水平。从 10 年公司四期裘皮市场招商的情况来看，租金水平达到 603 元/平米/月的水平，是现有市场中是皮衣商位平均租金的 5 倍、裘皮租金的 2 倍以上。四期招商高昂的租金水平与 09-10 年秋冬一期裘皮商户效益普遍翻番有关。投标商户对裘皮销售持续向好的预期是推高租金水平的主要原因。
- 影响租金水平的另一个影响因素是已售商位和转租商位的租金成交价格。近年来已售出和转租商位的租金水平增长幅度远大于海宁皮城租金的提价幅度。我们调研过程中了解到已售商位的租金受到业主对租金回报率预期的影响，商位价格水平的上升推动租金水平。举例来看，我们调研了某名牌鞋业店主，该店主在 07 年时以 100 万元左右即每平米 9000 元左右的价格购置该物业，当时市场租金价格水平是 55 元/平米/月左右。如今随着二期鞋业市场整体人流量和效益的上升，该物业市场价格上升到 1000 万元左右，是购置成本的 10 倍。在预期租金收益率不变的情况下店主的预期租金水平也上升到 80 万元/年左右对应租金收益率 8%左右，涨幅惊人。从该铺位周边二手租赁商位租金水平来看这一租金水平已被市场所接受。（需要指出的是我们所列举的鞋业商位都是名牌专柜且处于商场黄金位置，租金水平是

公司鞋业市场平均租金水平的 10 倍左右，这种巨大的租金水平差异在一期皮衣市场同样存在。）

图表16：鞋业市场租金水平调研

品牌	位置	面积 (平米)	历史			物业主目前报价			物业性质
			资产价格 (万元)	租金水平 (元/平米/月)	租金收益率	资产价格 (万元)	租金水平 (元/平米/月)	租金收益率	
A	中庭	120	100	55	7.92%	1000	556	8.00%	自有
B	中庭	80					521		二手转租
C	中庭	30					556		二手转租

来源：国金证券研究所

盈利预测：市场扩张+租金上涨

10 年新项目陆续投入使用，11 年全年贡献租金

- 公司已公告新建项目在 10-11 年内陆续建成投入使用，面积增长主要来自子佟二堡、三期西区和四期裘皮市场项目。由于新项目要到 10 年 4 季度左右才能投入使用当年只能贡献 3 个月左右的租金，11 年将全年贡献收入。公司控股 70% 的江苏沭阳项目目前处于培育期(该项目租金水平低，经营面积小,在短期内对公司业绩贡献不大)。公司也在积极拓展新项目，选择在人口聚集、经济发展水平高和有皮衣消费需求的地区兴建 15-20 万平米的项目，后续发展有保证。
 - 海宁本部四期项目10年4月已顺利完成招商,招商面积27429平方米占可租面积的97.8%，由于投标者热情高于预期，因此本次招商租约期限一改以往一年一签的惯例，合约期限5年。
 - 佟二堡海宁皮革城所处位置交通便利，灯塔佟二堡海宁皮革城毗邻客运物流中心，距离沈阳市40 公里，紧靠连接沈阳和辽阳的省级公路小线，沈大高速、京沈高速穿境而过，周边100 公里内有沈阳、抚顺、鞍山、本溪、辽阳等大中城市，覆盖人口2,000 万以上，地理位置十分优越。公司目前异地扩张选择的辽宁佟二堡本来就是皮革专业市场，当地居民有消费皮衣服饰的传统。公司在当地新建市场将原来分散的沿街店铺统一招商到环境更好的皮衣市场中，相当于对当地市场的升级改造。另外公司还斥资7000多万元收购了当地目前最大的“二厅”市场（建筑面积21913.2平米）。我们预计在佟二堡市场开业后，“二厅”市场将会出租给非皮革业商户经营，为新市场扫除最大的竞争对手。
 - 河南新乡项目所在地是中原地区重要的商品集散地。新乡市距河南省会郑州60 多公里，交通便利、商贸繁荣，所处的中原地区人口稠密。虽然新乡没有成熟的皮衣服饰消费氛围，但考虑到公司每平方米2000元左右的介入成本低于目前物业的重置成本，为公司培养市场提供了安全边际。新乡海宁皮革城所处的新乡市火车站地区商业用房价格在每平方米1 万元以上。
 - 长期来看公司下一步计划在天津和成渝等地区采取与当地有实力企业合作自建物业，在人口聚集的经济发达地区布点。争取每年兴建1-2个项目。公司规划自建项目都要在15-20万平米左右，因此，公司未来几年的出租面积增长可以期待。

图表17：海宁皮城出租面积预测 单位：平米

市场	2009	2010E	2011E	2012E
一期市场	40759	40759	40759	40759
出口加工区	113545	113545	113545	113545
二期鞋业广场	17693	17693	17693	17693
二期皮毛服饰\牛仔城	27036	27036	27036	27036
二期原辅料市场	17654	17654	17654	17654
老城市场	37479	37479	37479	37479
四期裘皮市场		27429	27429	27429
佟二堡		83242	83242	83242
三期		117480	117480	117480
河南新乡			50000	50000
面积合计	254166	482317	532317	532317
yoy		89.76%	10.37%	0.00%

来源：国金证券研究所

租金水平整体上升来自于租金较高的皮衣类出租面积占比上升

■ 皮衣服饰相关市场租金上涨可期。

- 一期市场的的裘皮商位在 09-10 年秋季普遍经营效益翻番。主要原因是：1、商户销量增幅 50%以上；2、利润率高，09 年初原材料（皮毛）成本处于低位而年底成衣售价刚性；即 09 商户效益的大幅增长是销量和利润共同作用的结果。一期裘皮租金水平本应该大幅上涨，但我们预计实际合同租金水平上涨在 15%左右与 09 年度增幅相当；主要原因是：1、09 年下半年以来主要原材料（毛皮）价格上升 30%以上，商家转嫁成本上涨的能力有待观察；2、考虑到四期裘皮市场 10 年四季度开始投入使用，海宁皮城整体裘皮服饰市场面积增加，必然对一期裘皮专柜造成分流，因此一期经营效益受影响的程度有待观察。
- 二期鞋业市场和原牛仔市场租金水平将稳步上升。二期鞋业 2-3 楼转型经营皮衣服饰，转型全部完成后鞋业市场 2/3 面积的租金水平将达到 100 元/平米/月以上。原牛仔市场毛皮产品经营效益虽然没有裘皮增幅那么明显但租金水平增长 15%还是可以预计的。
- 四期裘皮市场如上文所述由于招商情况火爆租金水平达到 603 元/平米/月，其中承租权费 407.7 元/平米/月，认租商铺平均租金水平为 195.5 元/平方米/月。由于租金水平比目前一期裘皮专柜的租金高出不少，因此租金五年不变。我们认为正是由于本次租金招标的结果超过公司的预期，因此公司将租金水平分成两块承租权费和认租费。中标者交纳了承租权费后，5 年期限内可以自行经营也可以出租商铺，认租费的确认应该接近于一期裘皮专柜的租金水平。
- 三期项目是公司的上市募投项目，分为东、西两区。三期项目是针对皮革产业集群升级和皮革企业发展的实际需要建设的，目的是进一步引进皮革优质企业在海宁落户，把皮革企业的利益和海宁皮城的利益更紧密地结合在一起。东区已经逐步投入使用。西区仍在建设中，10 年 4 月完成了招商工作，西区售价从东区的 5600 元/平米上涨 15%左右，相应前三年租金水平与东区一样也是售价的 4%、5%和 6%。
- 佟二堡市场招商工作业已完成，租金水平在 75 元/平米/月左右，由于是异地市场需要一定的培育期我们预计 10 和 11 年租金涨幅分别在 5%和 20%。

图表18：各市场租金水平（元/平米/月）

	2009	2010E	2011E	2012E
一期市场	170.0	195.5	195.5	195.5
出口加工区	10.0	10.5	11.0	11.6
二期鞋业广场	56.0	98.7	106.7	115.5
二期皮毛服饰\牛仔城	84.0	96.6	111.1	127.8
二期原辅料市场	40.0	44.0	48.4	53.2
综合商务楼	20.8	21.5	22.1	22.8
老城市场	11.1	22.2	23.6	24.9
四期裘皮		603.2	603.2	603.2
佟二堡		75.2	79.0	94.8
三期		14.4	24.6	29.6
河南新乡			83.3	87.5

来源：国金证券研究所

图表19：市场租赁业务预测

	2010E	2011E	2012E	
收入 (万元)	一期市场	9562	9562	9562
	出口加工区	1431	1502	1577
	二期鞋业广场	2095	2265	2452
	二期皮毛服饰\牛仔城	3134	3604	4145
	二期原辅料市场	932	1025	1128
	综合商务楼	679	792	960
	老城市场	1000	1060	1120
	四期裘皮	3309	19854	19854
	佟二堡	2504	7887	9465
	三期	2027	3473	4168
	河南新乡	0	1667	5250
	总收入	26672	52692	59680
毛利率	一期市场	97.29%	97.29%	97.29%
	出口加工区	60.05%	61.95%	63.77%
	二期鞋业广场	88.72%	89.57%	90.36%
	二期皮毛服饰\牛仔城	27.17%	36.67%	44.93%
	二期原辅料市场	25.30%	32.09%	38.26%
	综合商务楼	64.16%	66.19%	68.00%
	老城市场	55.03%	53.33%	51.41%
	四期裘皮	72.51%	95.42%	95.42%
	佟二堡	90.99%	91.42%	92.85%
	三期	50.87%	71.33%	76.11%
	河南新乡	0.00%	94.29%	94.29%
	综合毛利率	73.81%	85.62%	86.88%
毛利合计(万元)	19687	45115	51849	

来源：国金证券研究所

销售商铺逐步确认收入

- 我们预计三期产业园区东区销售部分主要在 10 年确认，金额在 3 亿元左右；10 年 8 月将投入使用的西区销售部分将在 11 年确认收入。三期总建筑面积 20.48 万平米中 40% 出售，60% 用于出租。
- 综合商务楼的写字楼物业 6000 多平米也将在 10、11 两年确认收入
- 佟二堡项目销售部分售价每平米高达 3.48 万元，据了解购买者中有相当部分海宁的商家。该项目预计 10 年完成所有工程验收，10 年无法确认收入，预计将在 11-12 年逐步确认。

图表20：商铺写字楼销售预测

		2010	2011	2012
面积 (平米)	综合商务楼	5489	1372	
	佟二堡		2015	4701
	三期	53571	24749	
售价 (万元)	综合商务楼	5850	5850	
	佟二堡		34800	34800
	三期	5600	6440	
收入 (万元)	综合商务楼	3211	803	
	佟二堡		7010	16358
	三期	30000	15938	0
	收入合计	33211	23751	16358
毛利率	综合商务楼	41.78%	41.78%	
	佟二堡		92.73%	92.73%
	三期	51.52%	57.84%	

来源：国金证券研究所

其他业务：依托皮城平台平稳发展

- 出口业务稳定发展，主要从事皮革和箱包类场品的外销。随着海宁皮城影响力的不断扩大，皮城内企业实力不断扩大，我们预计出口业务将平稳增长。
- 酒店业务应该能实现盈亏平衡。公司测算酒店入住率在 40% 以上就能盈亏，目前入住率达到 50% 以上。考虑到皮城大酒店是海宁唯一的五星级酒店，高端酒店的稀缺性将保证酒店良好运行。
- 房地产项目初步尝试。公司房地产业务的团队成立时间不长，目前只有海宁城东的“东方艺墅项目”，分三期开发。截至 09 年底公司已经收到一、二期预售款近 4 亿元，预计将在 11-13 年结算。我们认为公司将利用在皮城当地的影响力有效利用商位租金预收款，逐步尝试在熟悉区域开展房地产项目。

图表21：其他业务预测

		2010	2011	2012
酒店	收入 (万元)	43.17	51.81	62.17
	毛利率	33.32%	44.43%	53.69%
出口	收入 (万元)	237.99	249.89	262.39
	毛利率	4.20%	4.20%	4.20%
房地产	结算面积 (万平米)		3.85	6
	销售单价 (元/平米)		8000	9075
	收入 (万元)		30800	54450
	毛利率		42.68%	49.47%

来源：国金证券研究所

图表22：盈利预测总表

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	435.74	647.35	645.85	559.65	880.00	1374.13	1629.44
商品销售(百万元)	209.81	237.72	240.61	226.66	237.99	249.89	262.39
商铺及配套物业销售(百万元)	166.17	320.33	269.23	136.6136	332.11	237.51	163.58
商铺及配套物业租赁(百万元)	56.43	75.19	104.63	149.47	266.72	526.92	596.80
房地产(百万元)						308.00	544.50
酒店服务(百万元)			4.34	33.21	43.17	51.81	62.17
营业成本	304.98	429.84	386.00	330.44	490.77	577.05	646.52
商品销售(百万元)	195.61	221.11	225.88	217.06	228.00	239.40	251.37
商铺及配套物业销售(百万元)	99.97	194.15	126.31	61.01	164.13	57.28	11.90
商铺及配套物业租赁(百万元)	8.01	13.44	23.05	20.10	69.85	75.05	79.36
房地产(百万元)						176.53	275.12
酒店服务(百万元)			8.8	28.79	28.79	28.79	28.79
毛利率	29.99%	33.58%	39.96%	40.96%	44.23%	58.01%	60.32%
商品销售(%)	6.77	6.99	6.12	4.24%	4.20%	4.20%	4.20%
商铺及配套物业销售(%)	39.84	39.39	53.08	55.34%	50.58%	75.88%	92.73%
商铺及配套物业租赁(%)	85.8	82.12	77.97	86.55%	73.81%	85.76%	86.70%
房地产(%)						42.68%	49.47%
酒店服务(%)			-102.84	13.31%	33.32%	44.43%	53.69%

来源：国金证券研究所

后续皮衣市场扩张计划如果成功推进将带来业绩持续增厚

- 海宁皮城异地扩张的成功与否取决于招商、海宁皮城品牌打造、其他专业皮城市场的竞争和人力资源支持。
 - 招商方面：如我们前文所述由于品牌服饰企业相对弱势地位需要依附于海宁皮城扩张，招商的难度预计不会太大。关键在于如何在异地打造海宁皮城的品牌形象，吸引消费者的光顾。
 - 随着海宁皮城的成功，近年来涌现出众多专业皮城市场。我们认为无论这些皮城市场的经营者是否有能力经营好市场，如果此类市场辐射范围正好与海宁皮城已有和拟建项目重合，其势必在一定时间内吸引一部分海宁皮城的潜在消费者。这种消费者的分流将有可能延长海宁皮城拟建项目的投资回收期。举例来说：河北辛集市场目前正在新建阵地 380 亩的皮城专业市场预计一期工程 10 年 9 月开业，距离海宁皮城拟建项目的北京地区 320 公里左右。我们认为鉴于辛集市场在河北地区的知名度，该市场的建成将有可能对海宁皮城在京津地区的扩张产生一定影响。
 - 海宁皮城管理层在海宁当地运作成功并拥有丰富的皮城市场管理经验；随着公司异地扩张项目的不断增加，向异地输出优秀的管理人才是海宁皮城需要认真对待的。
- 海宁皮城计划未来每年在人口聚集，经济发达的地区开拓 1-2 个项目。拟建项目分两类：一类是市场选址在城市周边地区，规划面积在 15-20 万平方米左右的皮衣主业市场，类似佟二堡项目；另一类是在二、三线城市中心 5 万平方米左右的皮衣大卖场，类似河南新乡项目和江苏沭阳项目。如前文所述根据对全国人口分布和经济发展水平分析后，我们认为长三角地区、胶东半岛、环渤海地区、京津地区、中原地区和成渝地区是皮衣专业市场理想的建设地。

- 我们分析了公司目前已有的三个异地扩张项目。佟二堡项目和河南项目成熟后的 ROIC 在 20%以上，沭阳项目由于目前租金水平很难预测我们按照 300 元/平米/月来计算(目前签约价格在 250 元/平米/月左右)ROIC 处于较低水平。
- 我们预计公司下一步会注重开拓大型的皮革专业市场项目。假设租金水平在市场成熟后能达到 120 元/平米/月计算，我们发现影响项目 ROIC 的重要因素是土地成本和公司商位销售收入。按照我们 100 万亩的土地成本和完全出租的假设，ROIC 在 13%左右低于目前海宁当地的成熟市场，增厚 EPS 在 0.13 元左右（假设 51%股权）。根据公司下一步异地扩张会与当地有实力企业合作的计划，综合考虑合作双方的利益，我们认为新项目还是会采取部分出售商铺的做法。

图表23：异地扩张分析

项目名称	已有异地项目			预期项目
	佟二堡	河南新乡	江苏显通	某地区项目
洽谈周期(年)	2年左右	2年左右	2年左右	2年左右
占地面积(平米)	83174		20000	85714
容积率	2.10		2.60	2.10
总建筑面积(平米)	174536	50000	51949	180000
市场规划面积(平米)	158000		30000	
配套商务酒店(平米)	16536		20000	
市场可租售面积(平米)	95757		30000	99000
可租售面积占总建筑面积比重%	54.86%			55.00%
工程周期	2年			2年
开工	40026	40238	09年试营业	2011
市场部分完工	40452	40817		2012
整体完工	2011年			2013.00
总投资(万元)	44172	12000	10690	56057
土地(万元)	6363		300	12857
折合每亩地价(万元/亩)	51		10	100
楼面地价(元/平米)	365		58	714
建筑成本(元/平米)	2166		2000	2400
折旧+摊销(万元/年)	1419		354	1761
租金(元/平米)	1440	1000	300	1440
租金收入(万元)	11987	5000	1558	14256
主营成本(万元)	1419	286	354	1761
营业税及附加(万元)	2158	900	281	1711
三费(万元)	1000	800	800	1000
利润总额(万元)	7410	3300	124	9784
净利润(万元)	5557	1262	65	7338
EPS(元)	0.20	0.05	0.00	0.13
投入资金(万元)	20804	6120	1020	56057
ROIC	26.71%	20.63%	6.37%	13.09%

来源：国金证券研究所

投资建议和估值：目标价 36.5 元

我们预测海宁皮城 10-12 年 EPS 分别为 0.68、1.46 和 1.84 元。未来三年净利润复合增长率达到 58.3%，我们认为可以给与公司 11 年 25 倍 PE，目标价 36.5 元，给予买入评级。

- 与多数上市公司相比 11 年业绩增长更加确定。公司 10、11 年 PE 分别是 51 和 24 倍。公司经营模式以收租金为主，新建项目在 10 年 4 季度将陆续投入使用，招商工作已完成，11 年的业绩确定性大，对目前股价形成支撑。按照公司每年新建 1-2 个项目的计划，后续新项目的拓展进程将对股价产生正面影响，获得超额收益的可能性较大。
- 考虑到 11 年公司成长性行业增速的 4 倍以上，可以享受较高的 PE 水平合理。我们认为公司的合理股价在 36.5 元，对应 11 年 PE25 倍，相对行业溢价 25%。

图表24：行业估值比较

商业贸易行业综合预期	2008A	2009A	2010E	2011E
行业一致预期总市值PE	45	38	25	20
行业一致预期净利yoy	-0.11%	18.18%	51.23%	26.98%
行业一致预期PEG				0.94
海宁皮城				
PE			51	24
净利润YOY			95.12%	115.19%
PEG				0.44

来源：国金证券研究所

附录：行业和公司简介

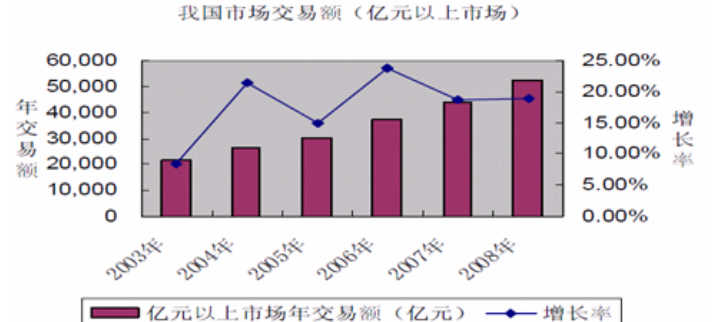
全国商品市场专业市场好于综合市场，皮革产业在中国发展有基础

- 市场规模和交易额都不断扩大
 - 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%。

图表25：全国商品市场发展



图表26：全国商品市场交易额

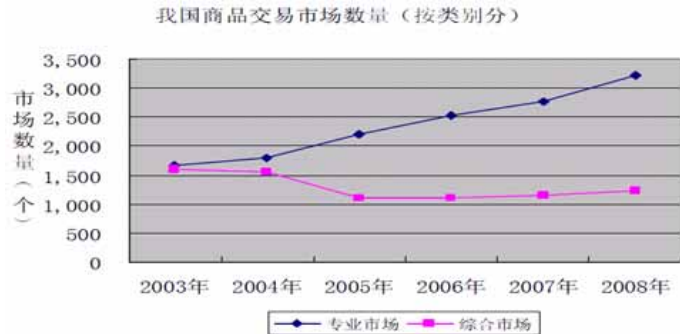


来源：国金证券研究所

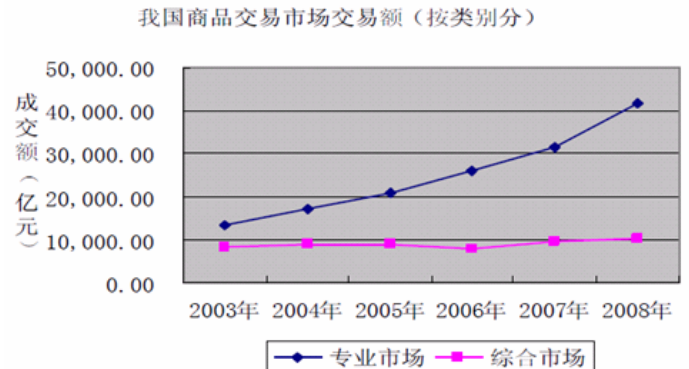
- 市场向专业化方向发展
 - 目前，我国商品交易市场发展已呈现出以专业市场为主，综合市场为辅的格局。2008 年，全国交易额亿元及以上的商品交易市场中综合市场占 1,248 个，专业市场占 3,319 个。2003 - 2008 年，从市场数量上，专业市场呈不断上升趋势，而综合市场数量自 2005 年度出现大幅下降，以后各年度的增长缓慢；从市场交易额上，专业市场迅速增

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%。此处撰写相关内容 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%。

图表27：专业市场增长迅速



图表28：专业市场交易额5年增长200%



来源：国金证券研究所

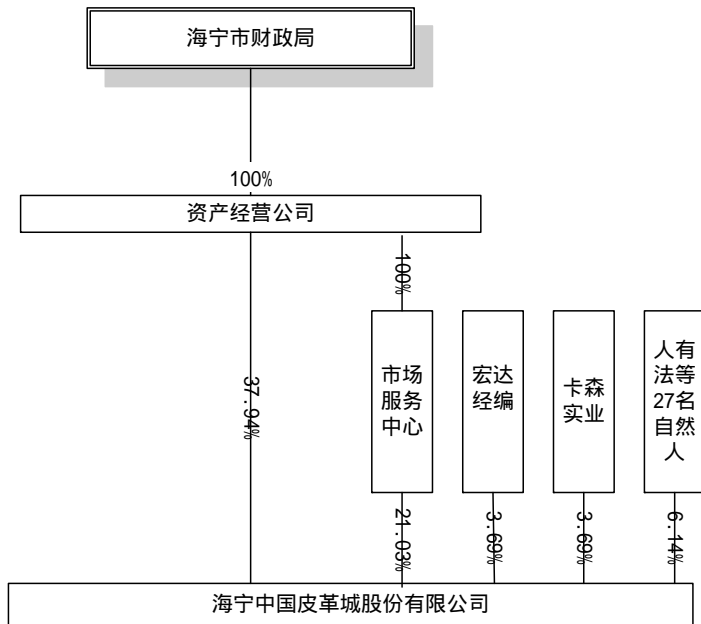
■ 海宁皮城受益我国良好的皮革产业基础

- **皮革业在中国发展拥有成本优势。**我国拥有辽阔的疆土和发达的畜牧业，皮革产业在产业资源和劳动力成本等方面具有明显的比较优势，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。
- **我国皮革制品产量稳步上升。**据中国皮革协会统计，2008 年我国生产轻革 6.4 亿 m²、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%。
- **我国皮革制品销量增长迅速。**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%。
- **海宁皮城背靠皮革产业基地。**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 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。

股东结构和稳定的高管队伍是公司未来持续发展的保证

- **国有控股与高管持股相结合。**海宁市国有资产经营公司持有海宁皮城 59% 的股权，保证了海宁皮城的国有控股地位，为上市公司保持在海宁的资源和竞争优势提供了保障。上市公司高管持有上市公司 6.14% 股权，按照目前的股价计算董事长身价已经过亿，管理层追求股东回报最大化的决心毋庸置疑。

图表29：公司股权结构



来源：国金证券研究所

图表30：海宁皮城历史沿革



图表31：高管持股情况

公司高管	发行前股权比例	股数 万股	发行价市 值 万元
任有法	2%	420	8400
钱娟萍等4人	0.86%	180.6	3612
殷晓红等2人	0.34%	71.4	1428
王英等10人	0.14%	29.4	588
查亚琴等10人	0.07%	14.7	294

来源：国金证券研究所

- **管理层经验丰富，团队稳定。**公司管理层多年从事皮革专业市场经营管理工作，具有丰富的市场管理经验，公司 90%以上中高层管理人员从事皮革专业市场经营达五年以上。其中，公司董事长兼总经理任有法先生现任中国皮革协会副理事长、浙江省市场协会副会长、浙江省市场研究院高级研究员，曾获浙江省皮革行业突出贡献经营者、嘉兴市十佳企业经营管理人才等荣誉。公司管理层对皮革产业和专业市场具有较为深刻的认识，对公司业务的快速平稳发展发挥着重要作用。

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	647	646	560	880	1,374	1,629	货币资金	192	55	223	1,190	860	1,406
增长率		-0.2%	-13.3%	57.2%	56.2%	18.6%	应收款项	46	38	52	72	112	133
主营业务成本	-430	-386	-330	-491	-577	-647	存货	407	424	815	807	949	1,063
% 销售收入	66.4%	59.8%	59.0%	55.8%	42.0%	39.7%	其他流动资产	10	4	12	27	31	34
毛利	218	260	229	389	797	983	流动资产	655	522	1,102	2,096	1,952	2,636
% 销售收入	33.6%	40.2%	41.0%	44.2%	58.0%	60.3%	% 总资产	50.3%	37.3%	57.5%	64.4%	51.0%	54.3%
营业税金及附加	-44	-49	-50	-79	-124	-147	长期投资	633	610	525	526	525	525
% 销售收入	6.8%	7.6%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	固定资产	11	243	245	606	1,322	1,661
营业费用	-45	-29	-25	-53	-82	-81	% 总资产	0.9%	17.4%	12.8%	18.6%	34.5%	34.2%
% 销售收入	7.0%	4.5%	4.5%	6.0%	6.0%	5.0%	无形资产	0	17	33	23	29	33
管理费用	-20	-31	-36	-44	-62	-78	非流动资产	648	876	813	1,158	1,878	2,221
% 销售收入	3.2%	4.8%	6.4%	5.0%	4.5%	4.8%	% 总资产	49.7%	62.7%	42.5%	35.6%	49.0%	45.7%
息税前利润 (EBIT)	108	151	118	213	529	677	资产总计	1,303	1,398	1,915	3,254	3,830	4,858
% 销售收入	16.7%	23.3%	21.1%	24.2%	38.5%	41.5%	短期借款	263	238	100	0	0	0
财务费用	-8	-18	-7	5	21	23	应付款项	464	378	964	1,066	1,258	1,789
% 销售收入	1.3%	2.8%	1.2%	-0.6%	-1.5%	-1.4%	其他流动负债	61	42	61	61	67	72
资产减值损失	3	1	-1	0	0	0	流动负债	789	658	1,124	1,127	1,325	1,861
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	149	276	218	0	0	1
投资收益	15	-4	0	32	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	12.1%	n.a	0.0%	12.7%	0.0%	0.0%	负债	937	934	1,342	1,127	1,325	1,862
营业利润	118	129	110	250	550	700	普通股股东权益	356	440	543	2,097	2,469	2,948
营业利润率	18.3%	20.0%	19.7%	28.4%	40.0%	43.0%	少数股东权益	10	23	30	30	36	48
营业外收支	6	5	23	3	3	3	负债股东权益合计	1,303	1,398	1,915	3,254	3,830	4,858
税前利润	124	134	133	253	553	703	比率分析						
利润率	19.2%	20.8%	23.8%	28.8%	40.3%	43.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-42	-37	-35	-63	-138	-176	每股指标						
所得税率	33.4%	27.4%	26.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.385	0.403	0.464	0.678	1.460	1.839
净利润	83	97	99	190	415	527	每股净资产	1.694	2.097	2.586	7.488	8.818	10.528
少数股东损益	2	13	1	0	6	12	每股经营现金净流	0.728	-0.104	1.747	0.918	1.828	3.673
归属于母公司的净利润	81	85	97	190	409	515	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	12.5%	13.1%	17.4%	21.6%	29.7%	31.6%	回报率						
							净资产收益率	22.74%	19.22%	17.93%	9.06%	16.56%	17.47%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.21%	6.06%	5.08%	5.84%	10.67%	10.60%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	投入资本收益率	9.26%	11.20%	9.78%	7.52%	15.84%	16.93%
净利润	83	97	99	190	415	527	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	48.57%	-0.23%	-13.35%	57.24%	56.15%	18.58%
非现金支出	14	27	40	43	89	107	EBIT增长率	63.04%	39.32%	-21.70%	80.72%	148.15%	27.87%
非经营收益	-6	20	4	-17	-3	-3	净利润增长率	128.01%	4.61%	15.04%	95.12%	115.19%	25.99%
营运资金变动	63	-167	225	40	11	398	总资产增长率	4.70%	7.24%	37.03%	69.89%	17.71%	26.84%
经营活动现金净流	153	-22	367	257	512	1,028	资产管理能力						
资本开支	-305	-82	-67	-394	-806	-447	应收账款周转天数	21.9	13.4	14.8	15.0	15.0	15.0
投资	15	-82	62	-1	0	0	存货周转天数	330.7	393.2	684.4	600.0	600.0	600.0
其他	0	0	4	32	0	0	应付账款周转天数	86.0	101.7	150.5	160.0	160.0	160.0
投资活动现金净流	-290	-164	-1	-363	-806	-447	固定资产周转天数	6.4	137.1	159.6	209.5	271.1	259.7
股权募资	155	0	28	1,400	0	0	偿债能力						
债权募资	-42	102	-196	-318	0	1	净负债/股东权益	60.11%	99.02%	16.51%	-55.97%	-34.32%	-46.89%
其他	-32	-53	-32	-9	-36	-36	EBIT利息保障倍数	13.3	8.3	18.1	-40.1	-24.9	-28.9
筹资活动现金净流	81	49	-200	1,073	-36	-35	资产负债率	71.92%	66.85%	70.08%	34.64%	34.59%	38.33%
现金净流量	-56	-137	166	967	-330	546							

来源：公司年报、国金证券研究所

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
强买	0	1	1	2	4
买入	0	0	0	0	6
持有	0	0	1	3	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.67	2.00	2.08

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 2010-01-11	减持		N/A

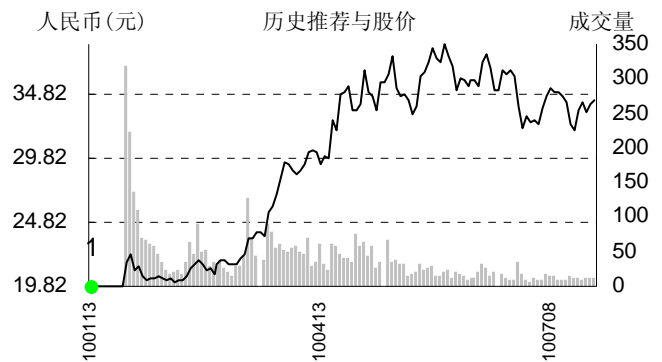
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室