零售

报告原因：公司公告

海宁皮城 (002344)

独特商业模式孕育高成长

中性

首次评级

2010 年 08 月 20 日

公司研究

市场数据： 2010 年 08 月 19 日

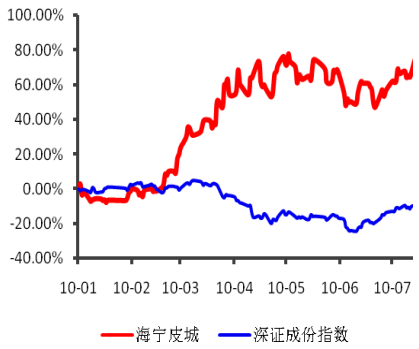
收盘价（元）	41.65
一年内最高/最低（元）	43/19.66
市净率	5.91
息率（分红/股价）	0.72%
A 股流通市值（亿元）	28

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2010 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	6.87
资产负债率%	49.38
总股本/流通 A 股(万)	28000/7000
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员： 樊慧远
执业证书号 S0760210080005
010-82190365
fanhuiyuan@sxzq.com
联系人
孟军
010-82190365
mengjun@sxzq.com
张小玲
0351-8686990
zhangxiaoling@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路 17 号 富海大厦 808
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

公告内容

公司 2010 年上半年实现营业收入 5.59 亿元，同比增长 107.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元，同比增长 133.89%；实现基本每股收益 0.45 元。

投资要点：

- **收入大幅增长。**商铺及配套物业租赁业务同比增长 30.4%，主要为租金水平提高及租赁面积增加所致。酒店服务和商品销售业务营业收入分别增长 28.64%和 43.48%；商铺及配套物业销售业务营业收入大幅增长 257.42%，主要原因是皮革城三期项目东区块已完工，上半年实现销售收入 30,976.48 万元，利润为 12,223.82 万元，预计 2010 年销售单价为 5200 元/平米，三期项目东区实现租金收入 511.65 万元，利润为 278.60 万元 1-6 月海宁皮革城客流量 160.7 万人次，同比上升 3.01%。。

- **毛利率大幅增长。**2010 年上半年公司主营业务毛利率为 49.55%，比上年同期的 41.68%增长 7.87 个百分点。其中，增长较快的是酒店服务业务，毛利率同比增长 57.49 个百分点，系去年上半年大酒店开业初期一次性低值易耗品等开办费用投入较大，而本期支出稳定所致。

- **"内增"项目。**预计整体租金水平将从 2009 年的 565 元/（平米*年）上升到 2011 年的 937 元/（平米*年）。公司一期市场目前平均租金约在 150 元/（平米*月），预计未来年均涨幅在 15%-20%。公司二期鞋业市场租金较低，维持在 50-55 元/（平米*月），公司计划在 2010 年下半年开始将鞋业市场 2-3 楼转变为皮衣服饰市场，预计超过 60%面积租金水平将提升到 100 元/（平米*月），二期原牛仔市场租金水平涨幅将在 15%以上。

- **"外延"项目。**预计公司的自有出租面积 2010 年底将达到 50 万平米以上，其中皮衣服饰类将达到 20.1 万平米左右，比 2009 年增加 13.2 万平米。皮革城三期东区块按期交房并为公司贡献效益，西区块抓紧建设并基本完成招商，租赁部分预计 2010 租赁单价为 250 元/（平米*年），销售部分在东区均价 5600 元/平米的基础上提高 15%左右，销售收入将在

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

2011 年确认。皮革城四期裘皮广场项目完成招商，招商面积约 27429 平米，合约期限为 5 年，预计今年四季度实现开业，租金水平达到 603 元/平米/月的水平，达到原有裘皮商位平均租金的两倍以上，主要原因是 2009-2010 年秋冬一期裘皮商户效益普遍翻番，投标商户预期裘皮销售持续向好。辽宁佟二堡皮革城项目工程建设按期推进，招商选房工作顺利完成，租金水平在 75 元/平米/月，预计 2010 年 9 月计入公司收益，预计 2010 年和 2011 年租金涨幅分别在 5%和 20%；佟二堡销售部分售价高达 3.48 万/平米，预计 2010 年完成所有工程验收，2011-2012 年逐步确认收入。河南新乡海宁皮革城项目预计在 2011 年 10 月开业，公司投入成本约为 2000 元/平米，远低于当地的商业用房价格，预计租赁单价约为 1000 元（平米*年）。收购股权、完成对江苏沭阳皮革城的控股，增厚 EPS 将近 0.1 元。东方艺墅项目目前完工进度为 70.9%，预计将在 2011 年底竣工，公司还计划逐步尝试在已进入区域开展房地产项目。

- **未来拓展计划。**公司目前正在做海宁皮革城五期（在二期对面开发建设沙发市场）的前期筹备工作，力争 2011 年开工。公司还计划在海宁当地做太阳能产品的交易市场。公司未来还有可能拓展京津、成渝和山东地区的新项目，计划每年新建 1-2 个项目。公司拟建项目分为两类：一是市场选址在城市周边地区，规划面积在 15-20 万平米左右的皮衣主业市场；另一类是在二、三线城市中心建 5 万平米左右的皮衣大卖场。

- **投资建议。**我们预计公司 2010—2012 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.47 元和 1.82 元，对应动态 PE 分别为 58 倍、28 倍和 23 倍。我们看好公司“专业市场+异地连锁”的独特发展模式，未来 3-5 年都将是公司的高速成长期，考虑到公司估值水平较高，我们给予“中性”评级。

- **风险因素。**1、公司异地扩张项目进展低于预期；2、商铺机配套物业租金下降风险；3、同类市场及其它流通业态的竞争风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：　相对强于市场表现 20%以上
增持：　相对强于市场表现 5～20%
中性：　相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持：　相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：　行业超越市场整体表现
中性：　行业与整体市场表现基本持平
看淡：　行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。