

分析师： 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040003

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

皮草市场稳步拓展，高毛利经营模式下费用压力较小

事件描述

海宁皮城今日发布 2011 年年报，其主要内容为：

- 1) 2011 年实现营业收入 18.56 亿元，同比增长 82.03%，利润总额为 7.56 亿元，同比增长 131.48%；2011 年实现归属于上市公司股东的净利润为 5.27 亿元，同比增长 110.07%；扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润为 4.97 亿元，同比增长 143.64%；每股收益为 0.94 元；
- 2) 2011 年 4 季度单季度营业收入为 5.38 亿元，同比增长 81.18%；4 季度单季度实现利润总额为 2.35 亿元，同比增长 103.43%；2011 年 4 季度单季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.72 亿元，同比增长 105.12%；
- 3) 公司拟以 2011 年年末股本 56000 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。

事件评论

第一，新增可租面积及原在租物业租金上涨使得租金收入大幅上涨，住宅地产收入 2011 年开始确认

海宁皮城 2011 年实现营业收入 18.56 亿元，同比增长 82.03%。实现利润总额 7.56 亿元，同比增长 131.48%；归属于上市公司股东的净利润为 5.27 亿元，同比增长 110.07%；每股收益为 0.94 元，略超我们之前的预期。

分业务来看，公司商铺及配套物业销售实现收入 3.79 亿元，同比增长 20.63%；而商铺及配套物业租赁实现收入 5.79 亿元，同比增长 99.75%；商品销售实现销售收入 3.93 亿元，同比增长 11.94%，酒店服务实现收入 0.44 亿元，同比增长 8.73%；同时本年还新增住宅房销售 3.84 亿元。

表 1：2010-2011 年海宁皮城各业务的收入及占比情况

项目	营业收入		收入占比		营业收入 yoy
	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年	
商铺及配套物业销售(万元)	31,465.68	37,956.68	30.85%	20.45%	20.63%
商品销售(万元)	35,102.21	39,292.36	34.42%	21.16%	11.94%
商铺及配套物业租赁(万元)	29,000.85	57,929.37	28.44%	31.20%	99.75%
酒店服务(万元)	4,077.46	4,433.48	4.00%	2.39%	8.73%
住宅开发销售（万元）	0.00	38,414.05	0.00%	20.69%	
其他(万元)	133.89	74.71	0.13%	0.04%	-44.20%
综合管理服务费	1,272.85	6,665.39	1.25%	3.59%	423.66%
其他业务(万元)	934.28	883.29	0.92%	0.48%	-5.46%
合计（万元）	101,987.23	185,649.33	100%	100%	82.03%

资料来源：长江证券研究部

我们认为，公司的收入在 2011 年取得了较快增长，主要原因如下：

- 1) 佟二堡一期项目在 2010 年 9 月开业，当年出售商铺面积 6715 平米，且出售的平均单价为 3.48 万/平米，总认购金额为 2.33 亿元。该项目的销售收入在 2011 年进行确认，是公司商铺及配套物业销售同比增长 20.45% 的主要原因；
- 2) 河南新乡项目在 2011 年下半年开始正式招商营业，同时佟二堡二期原辅料市场也在 2011 年 8 月开始招商，两处新增物业合计面积约为 5.5 万平米，预计使得公司新增租金收入约 1600 万元；同时四期裘皮广场在 2011 年全年计租，预计全年租金收入约为 2 亿元（裘皮广场 2010 年 11 月开业，2010 年仅进入租金约 5000 万）；除此之外，其他在租物业的租金水平也稳中有升，从而使得公司商铺及配套物业出租业务同比大幅增长 99.75%。且作为公司最主要的收入来源，收入占比约为 30% 左右，租金收入大幅增长是收入大幅增长 82.03% 的主要原因。
- 3) 皮都东方艺墅一期排屋项目于 2011 年 6 月竣工，二期排屋已于 2011 年 12 月竣工，且三期公寓预计于 2012 月 12 月竣工。东方艺墅首次交房确认使得公司 2011 年新增住宅房产销售约 3.84 亿元。

第二，商铺销售的毛利大幅提升使得当期毛利水平改善明显，人工及财务费用压力较小

2011 年，公司的综合毛利率为 54.80%，同比大幅增长 6.68 个百分点。而分业务来看，2011 年公司商铺及配套物业销售的毛利率为 75.93%，同比提升 14.90%；商铺及配套物业租赁业务毛利率为 88.89%，同比提升 1.87%；同时 2011 年公司新增住宅开发销售收入约 3.84 亿元，其毛利率为 33.51%。

我们认为，公司的皮革专业市场开拓业务一直以商铺租赁及销售并存的模式进行开展，且在公司目前的收入结构中，商铺租赁及销售的占比一直保持在 50% 以上的水平。是公司最重要的收入及利润来源。且商铺销售及租赁的毛利水平均较高，且商铺出租的毛利水平或较难出现大幅变动，但由于 2010 年市场环境较好，公司 2010 年以较高价格出售佟二堡一期部分商铺的收入在 2011 年确认，使得 2011 年公司商铺销售的毛利率出现较大增长。同时，由于住宅开发销售的毛利水平低于公司综合毛利水平，因此未来两年东方艺墅销售收入的逐步确认或将对公司的整体毛利水平产生较小的负面影响。我们判断未来 2 年公司的毛利水平或将小幅回落，但波动幅度有限。

表 2：2011 年公司各业务的毛利率变动情况

项目	毛利率		收入占比		毛利率 yoy
	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年	
商铺及配套物业销售(%)	61.03%	75.93%	30.85%	20.45%	14.90%
商品销售(%)	4.39%	3.49%	34.42%	21.16%	-0.89%
商铺及配套物业租赁(%)	87.01%	88.89%	28.44%	31.20%	1.87%
酒店服务(%)	28.76%	30.36%	4.00%	2.39%	1.60%
住宅开发销售		33.51%		20.69%	33.51%
其他(%)	4.68%	-4.30%	0.13%	0.04%	-8.98%
综合管理服务费	85.88%	77.59%	1.25%	3.59%	-8.29%
其他业务(%)	88.74%	76.39%	0.92%	0.48%	-12.35%
毛利率	48.12%	54.80%	100%	100%	6.68%

资料来源：长江证券研究部

2011 年，公司销售费用为 8.55 亿元，同比增长 30.29%；管理费用支出为 6.11 亿元，同比增长 36.30%；但得益于公司较快的收入增长，销售费用率同比下降 1.83 个百分点至 4.61%，管理费用率同比下降 1.11 个百分点至 3.29%。同时 2011 年公司财务费用为 -4.56 亿元，同比 2010 年进一步下降 3129.7 万元。费用情况在报告期内实现大幅改善。

表 3：2011 年公司销售及管理费用明细

销售费用占比	2010	2011	yoy
--------	------	------	-----

市场推广宣传费	39.92%	40.97%	36.22%
职工薪酬	3.45%	2.20%	-15.43%
运输保险费	6.15%	6.48%	39.82%
销售业务费	8.95%	7.27%	7.79%
其 他	0.95%	1.41%	97.16%
小 计	59.41%	58.32%	30.29%
管理费用占比	2010	2011	yoy
职工薪酬	16.60%	14.57%	16.44%
折旧摊销费	11.88%	12.01%	34.20%
办公经费	5.65%	7.26%	70.65%
中介费	3.13%	3.30%	40.13%
税 金	0.99%	1.70%	128.13%
业务招待费	0.72%	1.40%	157.57%
其 他	1.62%	1.44%	18.05%
小 计	40.59%	41.68%	36.30%

资料来源：长江证券研究部

我们认为，2011 年公司的主要费用支出为市场推广宣传费，而人工费用在公司费用结构中占比并不大，相比传统的零售行业，海宁皮城这种模式下所面临的人力成本压力大大减小。同时，由于公司通过商铺出租及出售的方式及时回收现金流，公司的现金流情况十分良好，公司账面现金约为 13.3 亿元，且目前公司仅有约 380 万的短期负债，财务费用压力极小。

第三，公司未来仍保持稳定的扩张策略，商铺租售收入增长仍有空间

公司 2012 年工作计划中仍重在项目的拓展及开发，主要包括：1) 确保海宁皮城五期市场 2012 年 10 月开业，同时确保佟二堡海宁皮革城二期项目 2012 年 9 月底前建成开业。2) 加强政府及国土部门的联系沟通，积极争取土地指标，力争年内启动斜桥加工区项目建设；3) 力争 2012 年完成北京海宁皮革城项目立项，争取完成项目的方案设计和报批工作。4) 积极开展哈尔滨、武汉、西安、呼和浩特、乌鲁木齐等地异地开发项目的考察，争取年内签约 1-2 个异地扩张项目。5) 开展海宁本部六期项目及佟二堡三期项目的可行性研究。

公司目前现有的商铺及配套物业销售收入仍有待确认的包括：河南新乡海宁皮革城项目、佟二堡 2 期原辅料市场、东方艺墅及海宁皮革城 3 期西区。而佟二堡二期裘皮市场、海宁皮革城 5 期以及成都新都一期皮革城也有望在 2012 年开出，预计今 2012 年 3-6 月开始进行招商。

表 4：海宁皮城商铺及配套物业的销售收入确认进度情况（单位：万元）

	可售面积（平米）	价格（元/平米）	收入（万）	2012E	2013E
东方艺墅	130283	9000	117254.70	38694.051	39866.598
佟二堡一期	6715	34800	23368.20		
海宁 3 期	181447	5500	99795.85	68795.85	
佟二堡 2 期原辅料市场	21,567.93	5,609.31	12098.12	12098.121	
河南新乡市场	4,185.41	17000	7115.20	7115.197	
皮革城 5 期	9865.5	8500	8385.68		8385.675
成都市新都项目一期	15978.5	25000	39946.25		39946.25
合计				126703.22	88198.523

资料来源：长江证券研究部

除此之外，截至 2011 年末，公司目前在租的物业包括：老城市场、出口加工区、一期中国皮革城、二期鞋业广场、二期皮毛服饰牛仔城、二期原辅料市场、三期海宁中国皮革城风尚中心、综合商务楼（包括主楼皮革城大厦以及裙楼皮具箱包批发城）、佟二堡海宁皮城一期皮革城及二期原辅料市场、四期裘皮精品市场以及河南新乡海宁皮革城。合计出

租面积已超过 50 万平米。

公司目前的在租商铺面积中，大多商铺的租约为一年一签，且租金上浮比例也要根据各商铺的实际销售情况进行调整，旨在与商户共成长。而自 2011 年下半年以来，皮革及皮草销售增速有所放缓，预计 2012 年的租金不会出现大幅上调。但海宁皮革市场 2 期的鞋业市场在 2010 年进行了商铺调整，将鞋业广场 2 楼以上部分改为皮草服装商铺，调整后租金在 2010 年出现 1-2 倍的大幅提升，预计 2011-2012 年仍能保持较高的增速，同时我们判断二期皮毛服饰城的近年的租金增幅也有望维持 20% 左右。除此之外，主要作为商用办公用途的三期海宁中国皮草风尚中心及综合商务楼的租金上调比例或较为有限，预计在 10% 以内。

基于以上判断，我们预计 2012-2013 年公司的商铺及配套物业租赁收入分别约为 8.36 亿元及 13.83 亿元，核心假设条件如下：

- 1) 老城市市场 2010 年的租金约为 1120 万，根据其租赁合同，租金每年上涨 60 万；
- 2) 出口加工区的租金水平较低，目前出租价格约为 14-15 元/平米*月，预计 2012 年增长幅度会较为有限；
- 3) 一期中国皮革城 2012 年 3 月公司会出租金调整方案，假设海宁皮革城一期的租金上调幅度仍约为 20%；
- 4) 二期鞋业广场在 2010-2011 年经过较快的租金上涨后，假设 2012 年的租金上调幅度为 30%；而二期皮毛服饰牛仔城及原辅料市场的租金上调幅度分别为 20% 和 10%；
- 5) 三期海宁中国皮草风尚中心及综合商务楼主要为商务用途，假设租金年上调比例为 10%；
- 6) 四期裘皮广场近 5 年的租金水平保持稳定，每年贡献租金收入约为 2 个亿；
- 7) 佟二堡一期皮革城的 2012 年租金上调比例为 20%，同时 2011 年新开业的佟二堡二期原辅料市场的租金上调比例为 10%；
- 8) 河南新乡皮革城的租金 2012 年略有上浮，后期市场培育逐步成熟后，假设租金上涨比例为 10%；
- 9) 预计 2012 年有望新开的佟二堡二期裘皮市场招租价格约为 192 元/平米*月，成都新都皮革城的租金价格假设与佟二堡一期市场相仿，而海宁皮革城五期的租金价格参考海宁二期的租金价格；

第四，我们预计 2012-2013 年的 EPS 分别为 1.56 元、1.84 元，维持推荐评级

我们认为，公司近两年新增的商铺及配套物业面积较大，且根据公司未来希望每年新建 1-2 个市场的扩张战略，预计未来几年公司的商铺及配套物业面积均会稳步提升。且公司在租物业的租金水平稳中有升，预计租金收入的增加将在 2012-2013 年持续体现，同时东方艺墅的销售收入也已于 2011 年开始分次确认，且未来商铺及配套物业的销售收入也将随市场的扩张而稳定增长。除此之外，公司的商品销售业务已趋于平稳，收入增长较为稳定。

公司在皮革专业市场的招商能力未来将持续助力公司在产地及销地扩张，除了河南新乡以及成都新都项目，公司也计划将北京作为覆盖市场的下一目标，稳健的经营风格加上清晰的战略目标将成为公司持续发展的加速器。我们预计公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 1.56 元和 1.84 元，而对应目前股价，公司 2012-2013 年 PE 分别为 16 倍和 14 倍，维持推荐评级。

分析师介绍

童兰，华中科技大学经济学学士，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。