

公司研究/更新报告

2017年04月11日

商业贸易/零售 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.55
合理价格区间(元): 14.26-15.5

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

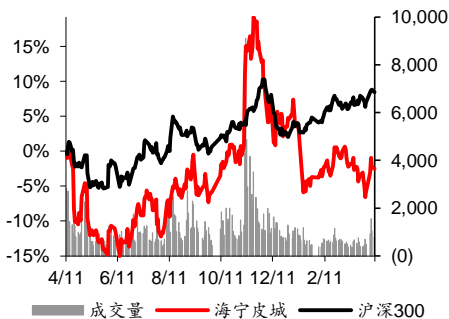
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1 《海宁皮城(002344,买入): 主业稳步推进, 多元布局新亮点》2017.02
- 2 《海宁皮城(002344): 皮革城进军俄市场; 大健康再提速》2016.12
- 3 《海宁皮城(002344): 定增完成, 开启新征程》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

主业显复苏, 受益上海示范区设立 海宁皮城(002344)

浙江省人民政府办公厅发文, 嘉兴将设立“浙江省全面接轨上海示范区”
3月29日, 浙江省人民政府办公厅发布《关于同意设立浙江省全面接轨上海示范区的复函》, 同意嘉兴设立浙江省全面接轨上海示范区。文件指出, 上海示范区要着力打造成为浙江与上海创新政策率先接轨地、高端产业协同发展地、科创资源重点辐射地、一体化交通体系枢纽地、公共服务融合共享地, 为浙江全面接轨上海提供示范。

公司地处嘉兴海宁, 皮衣销售将显著受益一体化交通体系与城市经济发展
公司本部六大皮革市场皆位于嘉兴海宁市, 将显著受益上海示范区的建立。一方面, “一体化交通体系枢纽地”的建设将进一步缩短嘉兴与上海以及周边城市的交通时间, 方便上海以及周边城市的消费者前往海宁消费; 另一方面, 嘉兴“上海示范区”的建立从长期看必将提高本地经济发展水平, 增加当地居民收入, 从而对皮衣等高端消费品形成利好。

公司近况: 俄罗斯项目开启预报名, 国内外毛皮展会释放行业好转信号
公司莫斯科皮革城项目进展顺利, 招商预报名已于2月16日开启, 我们预测该项目2017/2018年归属公司的净利润分别约为2314万元/1亿元, 对公司业绩具有显著的提升作用。皮革行业复苏概率进一步加大, 从国内看, 3月份海宁中国皮革毛皮原辅料展实现成交额13.23亿元, 同比增长15%, 客流量同比增长20%; 从国际上看, 3月份芬兰世家皮革&美国传奇联合拍卖会落下帷幕, 各类貂皮价格与最近国际拍卖会相比上涨5%-10%。此外, 公司海宁首家康复医院已基本建设完毕, 预计将于近期开业, 或将为公司近期股价起到一定催化作用。

董事会履新有望带动公司价值回归, 维持公司“买入”评级
我们根据公司业绩快报对商铺销售情况进行一定调整, 在不考虑莫斯科项目的情况下, 预计公司2016-2018年归母净利润分别增长0.24%/16.04%/18.28%。公司全部市场权益自有物业面积约200万平方米(不含商业楼等其他物业), 净资产重估价值约272亿元, 目前市值与之相比存在明显折价。新一届董事会于3月10日履新, 有望为公司管理层注入新活力并带动公司价值回归。此外, 目前股票价格已经低于公司定增价, 具有较强的安全边际。目前公司主业及多项投资业务进展顺利, 上海示范区的建立将对公司形成显著利好。重申公司“买入”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: “上海示范区”建立对皮革生产等污染环节产生不利影响; 俄罗斯项目经营状况不达预期; 康复医院业务进展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,283
流通A股(百万股)	1,106
52周内股价区间(元)	9.23-12.90
总市值(百万元)	13,533
总资产(百万元)	11,561
每股净资产(元)	4.14

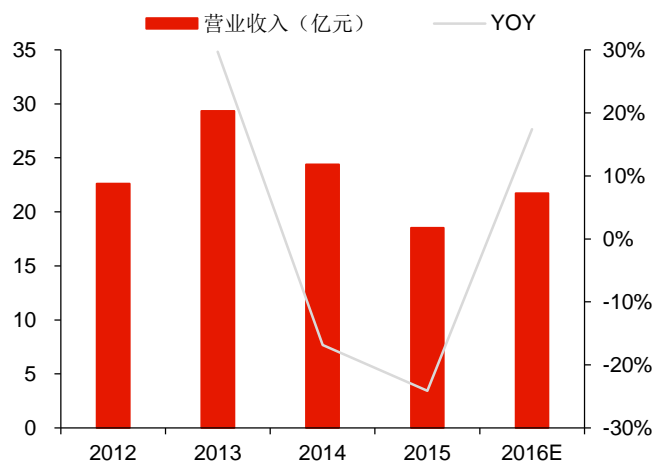
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,439	1,851	2,173	2,501	2,635
+/-%	(16.81)	(24.14)	17.42	15.09	5.35
净利润(百万元)	936.38	548.80	550.13	638.35	755.02
+/-%	(9.88)	(41.39)	0.24	16.04	18.28
EPS(元, 最新摊薄)	0.73	0.43	0.43	0.50	0.59
PE(倍)	14.70	25.08	25.02	21.56	18.23

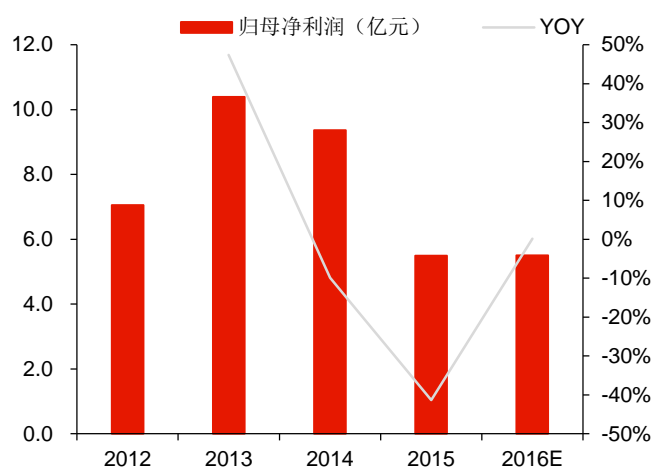
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营业收入及增长率 (2012-2016E)



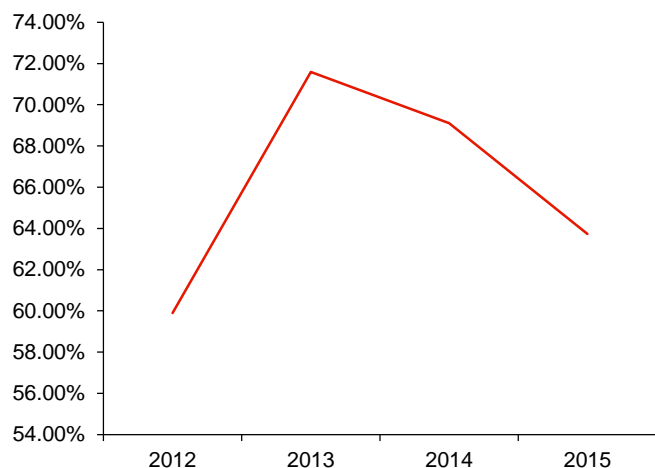
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及增长率 (2012-2016E)



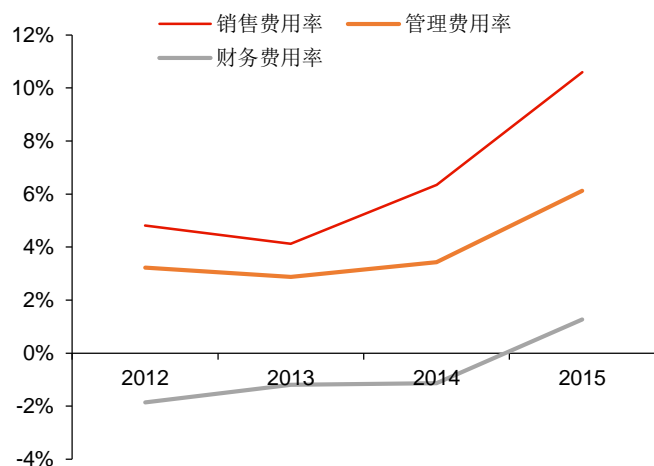
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率 (2012-2015)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

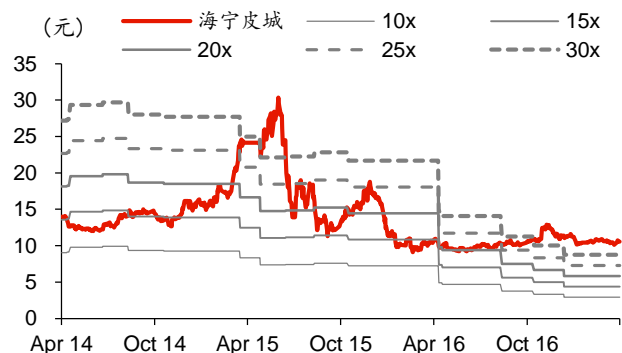
图表4: 公司三项费用率 (2012-2015)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

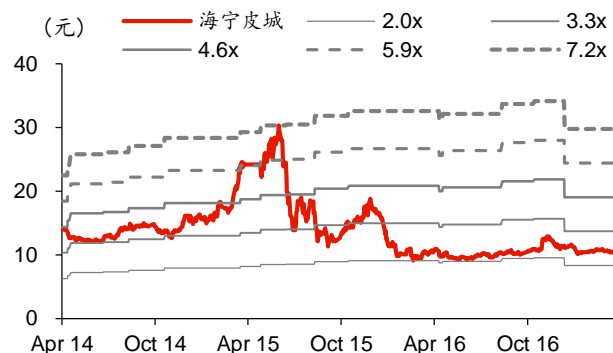
PE/PB - Bands

图表5: 海宁皮城历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 海宁皮城历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,212	3,255	4,304	4,817	4,995
现金	885.82	700.08	1,300	1,400	1,786
应收账款	209.88	155.43	173.18	205.71	215.34
其他应收账款	87.69	111.90	131.31	150.42	158.86
预付账款	13.93	19.62	23.83	30.37	30.32
存货	1,183	1,688	2,023	2,372	2,161
其他流动资产	831.73	579.96	652.83	658.36	643.45
非流动资产	5,470	7,027	8,052	8,389	8,497
长期投资	0.00	64.00	64.00	64.00	64.00
固定投资	634.16	388.54	821.00	1,119	1,227
无形资产	54.25	16.00	(10.36)	(41.90)	(77.17)
其他非流动资产	4,781	6,558	7,178	7,248	7,283
资产总计	8,682	10,282	12,356	13,205	13,493
流动负债	3,060	4,349	4,255	4,425	3,964
短期借款	2.70	212.30	900.40	690.51	133.81
应付账款	645.23	1,211	647.23	824.93	823.38
其他流动负债	2,412	2,926	2,707	2,910	3,006
非流动负债	819.01	948.43	873.04	961.18	1,006
长期借款	17.50	74.54	108.89	148.00	188.51
其他非流动负债	801.51	873.89	764.15	813.18	817.08
负债合计	3,879	5,298	5,128	5,386	4,969
少数股东权益	225.42	124.25	135.61	148.81	164.43
股本	1,120	1,120	1,283	1,283	1,283
资本公积	440.91	309.73	1,868	1,868	1,868
留存公积	3,016	3,430	3,941	4,519	5,208
归属母公司股	4,577	4,860	7,092	7,670	8,359
负债和股东权益	8,682	10,282	12,356	13,205	13,493

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	685.71	157.55	(466.23)	1,124	1,723
净利润	959.18	558.91	561.49	651.55	770.65
折旧摊销	173.71	221.32	238.63	450.35	677.13
财务费用	(27.53)	23.45	75.50	26.21	(9.36)
投资损失	(22.48)	(25.28)	(22.50)	(23.42)	(23.42)
营运资金变动	(438.72)	(647.52)	(1,207)	(40.90)	302.31
其他经营现金	41.55	26.67	(112.67)	59.81	5.40
投资活动现金	(1,474)	(1,275)	(1,247)	(767.88)	(764.40)
资本支出	1,412	1,537	800.00	800.00	800.00
长期投资	(266.79)	183.35	473.07	0.00	0.00
其他投资现金	(329.10)	444.99	25.82	32.12	35.60
筹资活动现金	321.70	884.17	2,313	(255.73)	(572.30)
短期借款	(1.10)	209.60	688.10	(209.90)	(556.70)
长期借款	17.50	57.04	34.35	39.11	40.51
普通股增加	0.00	0.00	162.75	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(131.17)	1,559	0.00	0.00
其他筹资现金	305.30	748.70	(130.49)	(84.94)	(56.12)
现金净增加额	(466.13)	(235.64)	599.92	100.00	386.00

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,439	1,851	2,173	2,501	2,635
营业成本	750.00	666.09	809.04	1,031	1,029
营业税金及附加	278.30	177.53	261.40	277.94	294.18
营业费用	155.00	195.93	228.16	237.57	237.12
管理费用	83.70	113.30	130.38	137.54	131.73
财务费用	(27.53)	23.45	75.50	26.21	(9.36)
资产减值损失	13.50	10.19	9.85	10.57	10.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.48	25.28	22.50	23.42	23.42
营业利润	1,205	683.03	681.11	803.19	964.91
营业外收入	82.86	78.56	79.66	79.83	79.56
营业外支出	4.19	1.30	3.60	2.93	2.88
利润总额	1,284	760.29	757.17	880.09	1,042
所得税	324.79	201.38	195.68	228.53	270.94
净利润	959.18	558.91	561.49	651.55	770.65
少数股东损益	22.80	10.11	11.36	13.20	15.62
归属母公司净利润	936.38	548.80	550.13	638.35	755.02
EBITDA	1,351	927.80	995.24	1,280	1,633
EPS (元)	0.84	0.49	0.43	0.50	0.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(16.81)	(24.14)	17.42	15.09	5.35
营业利润	(9.70)	(43.33)	(0.28)	17.92	20.13
归属母公司净利润	(9.88)	(41.39)	0.24	16.04	18.28
获利能力 (%)					
毛利率	69.26	64.01	62.77	58.77	60.93
净利率	38.38	29.66	25.32	25.53	28.66
ROE	20.46	11.29	7.76	8.32	9.03
ROIC	(4,224)	(45.74)	89.42	61.56	88.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.69	51.52	41.50	40.79	36.83
净负债比率 (%)	0.52	5.57	19.68	15.57	6.49
流动比率	1.05	0.75	1.01	1.09	1.26
速动比率	0.66	0.36	0.54	0.55	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.20	0.19	0.20	0.20
应收账款周转率	12.62	9.07	11.57	11.74	11.07
应付账款周转率	1.19	0.72	0.87	1.40	1.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.43	0.43	0.50	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.12	(0.36)	0.88	1.34
每股净资产(最新摊薄)	3.57	3.79	5.53	5.98	6.52
估值比率					
PE (倍)	14.70	25.08	25.02	21.56	18.23
PB (倍)	3.01	2.83	1.94	1.79	1.65
EV_EBITDA (倍)	5.46	7.95	7.42	5.77	4.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com