

# 海宁皮城 (002344.SZ)

## 主业承压，静待转型推进

### ● 商铺出售贡献收入增量，租金下调主业承压

海宁皮城公布 2016 年报，全年营收同比增长 18.1%至 21.7 亿元，归属净利润同比微增 0.2%至 5.5 亿，扣非净利润下滑 2.5%至 4.6 亿。其中 4Q16 单季营收同比增长 222%至 6.7 亿，归属净利润 0.61 亿，同比扭亏（因部分商铺销售收入确认周期调整，4Q15 单季营收下滑 60.1%，亏损 1.14 亿）。

分业务看，1) 核心物业租赁及管理业务收入下滑 6.2%至 13.2 亿，毛利率同比下滑 7.58pp 至 70.91%；本部六期、武汉及济南等项目增量未完全抵消租金下调影响；2) 商铺和商品销售是收入端增长主要来源，其中本部六期商铺开业致商铺销售收入同比大幅增长 1020%至 3.1 亿，毛利率同比上升 15.45pp 至 81.55%；子公司入选外贸综合服务企业致商品销售业务同比增长 16.5%至 3.9 亿，毛利率同比上升 2.46pp 至 5.89%。3) 其他业务中，酒店业务收入与同比下滑 13.5%至 0.29 亿，住宅项目尾盘销售，收入同比增长 86%至 0.48 亿；保费收入平稳增长 8.7%至 0.12 亿；原译时尚公司销售收入 417 万，体量尚小。4) 全年济南（亏损 0.28 亿）、郑州（亏损 0.24 亿）、武汉（亏损 0.2 亿）等外地项目出现亏损，行业低景气度加大了外地重资产项目经营培育难度。

### ● 下半年主业有望企稳回升，静待新管理团队推进转型

考虑商铺租赁周期（一年一签，下半年调整）且本部六期商铺出售部分已全部实现销售，预计 17 年上半年公司主业仍将面临较大压力。下半年伴随俄罗斯等项目开发推进，主业有望逐步企稳回升。

公司目前已完成董事会换届选举，新任张月明董事长已到任，预计将持续推进公司转型。康复医疗项目近期有望开业并将推动连锁化经营。预测 17-19 年归属净利润分别为 5.1/6.1/6.9 亿，公司目前股价较已低于去年定增价（10.7 元/股），维持“买入”评级。

### ● 风险提示：皮衣消费持续疲软致租金下调；转型推进不达预期

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,850.55	2,183.87	2,093.13	2,396.69	2,635.44
增长率(%)	-24.14%	18.01%	-4.16%	14.50%	9.96%
EBITDA(百万元)	919.02	1,020.68	697.72	793.29	934.65
净利润(百万元)	548.80	549.99	509.50	605.92	693.96
增长率(%)	-41.39%	0.22%	-7.36%	18.92%	14.53%
EPS(元/股)	0.490	0.429	0.397	0.472	0.541
市盈率(P/E)	30.95	26.15	26.06	21.91	19.13
市净率(P/B)	3.54	2.05	1.78	1.67	1.56
EV/EBITDA	18.69	12.83	17.34	14.82	11.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

10.35 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-16

### 相对市场表现



分析师： 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究：

海宁皮城(002344.SZ)：单季营收恢复增长，全年业绩企稳可期 2016-10-23

海宁皮城(002344.SZ)：主业承压，静待转型项目落地推进 2016-08-22

海宁皮城(002344.SZ)：股价具备防御性，中长期扩张战略清晰 2015-10-25

联系人： 林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

图 1: 海宁皮城季度营收

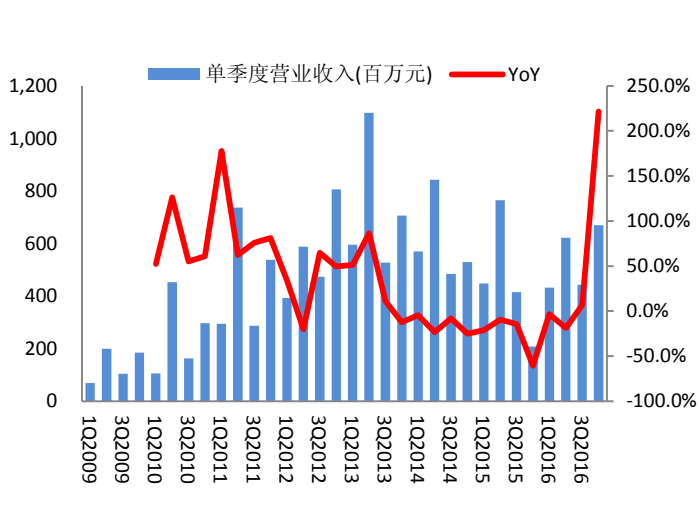
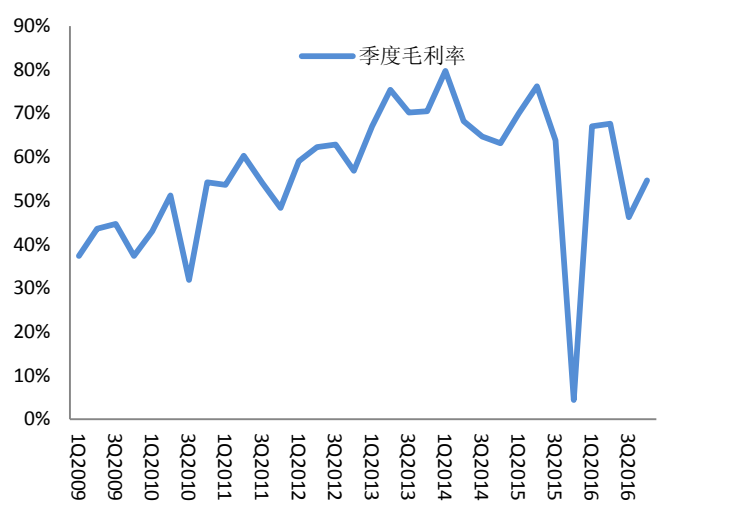


图 2: 海宁皮城季度毛利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 海宁皮城分业务收入 (百万)

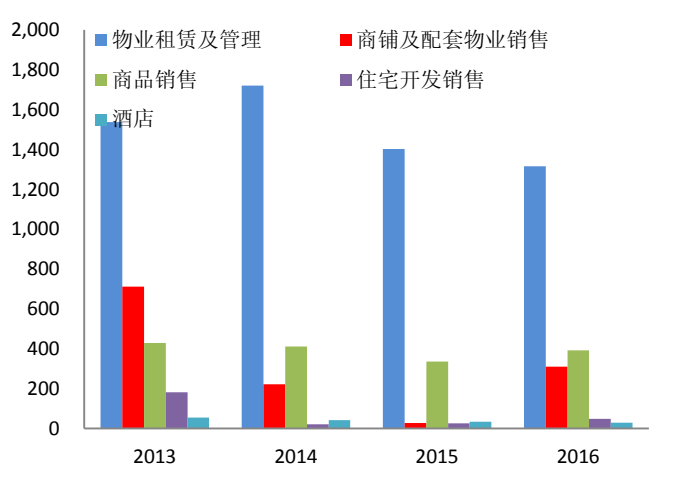
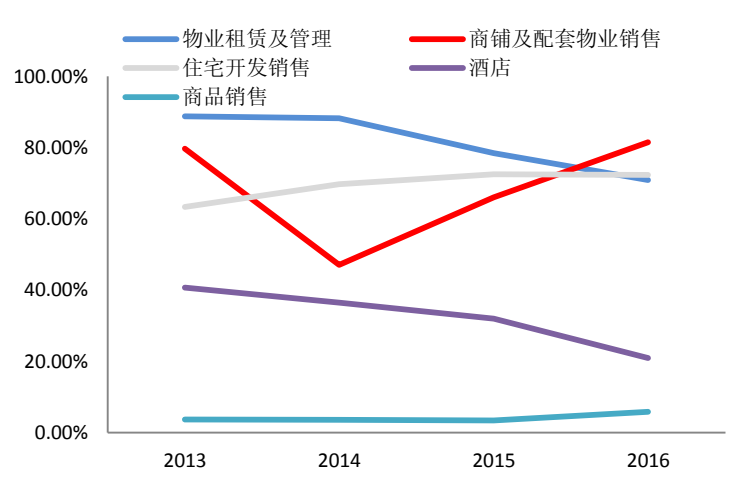


图 4: 海宁皮城分业务毛利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 海宁皮城季度销售+管理费用率

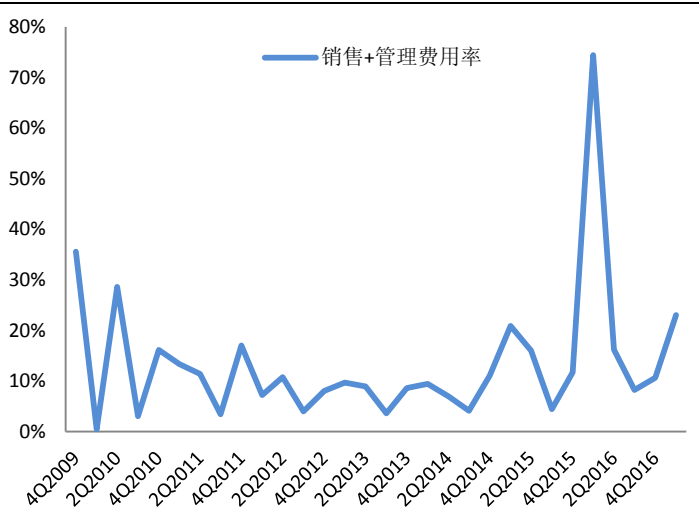
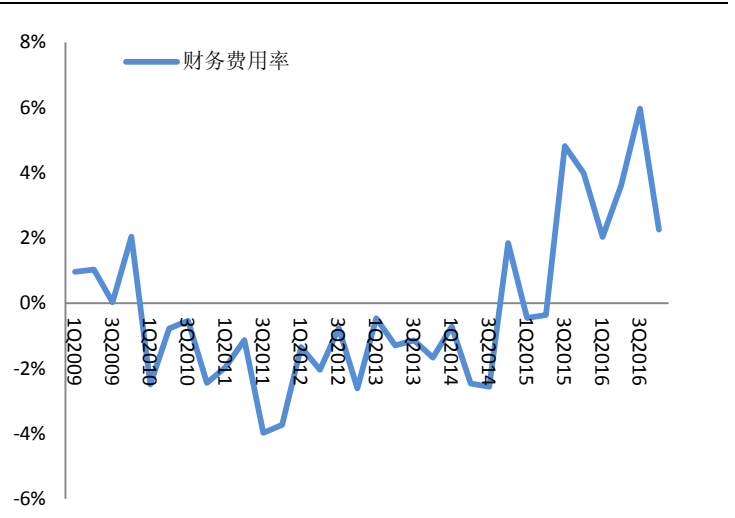


图 6: 海宁皮城季度财务费用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 7: 海宁皮城季度净利润及现金流

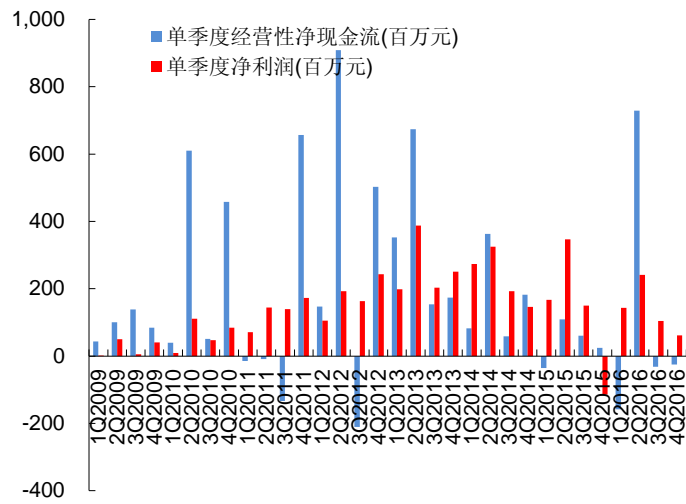
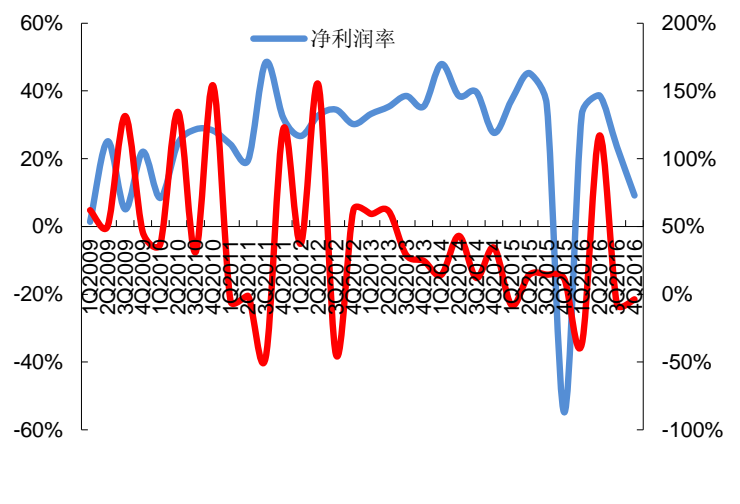


图 8: 海宁皮城净利润及现金比率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司主要外地子公司情况 (百万)

外地子公司	15 收入	16 收入	15 净利	16 净利
江苏沭阳海宁皮革发展有限公司	12.69	13.72	(0.20)	2.91
灯塔佟二堡海宁皮革城有限公司	354.70	303.02	170.97	130.45
新乡市海宁皮革发展有限公司	27.38	12.52	6.87	(17.20)
成都海宁皮革城有限公司	156.28	90.67	69.88	46.75
哈尔滨海宁皮革城有限公司	179.15	180.11	42.15	80.17
济南海宁皮革城有限公司	16.23	36.51	(21.00)	(28.48)
郑州皮革城公司	0.00	20.78	(4.95)	(24.21)
五家渠海宁皮革城有限公司	15.86	36.09	(0.33)	14.04
武汉海潮海宁皮革城有限公司	16.16	42.69	(9.10)	(19.57)

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3255	4644	4357	5189	5862
货币资金	700	1908	1257	1597	2184
应收及预付	287	296	315	343	385
存货	1688	1019	1084	1340	1488
其他流动资产	580	1421	1700	1910	1805
<b>非流动资产</b>	7027	8475	8608	8710	8774
长期股权投资	64	56	156	206	256
固定资产	389	380	371	400	427
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	22	49	20	28	23
其他长期资产	6552	7990	8061	8076	8069
<b>资产总计</b>	10282	13120	12965	13900	14637
<b>流动负债</b>	4349	4829	4565	4899	5150
短期借款	212	12	12	12	12
应付及预收	2810	2411	2895	3059	3394
其他流动负债	1327	2406	1659	1828	1744
<b>非流动负债</b>	948	1104	831	967	899
长期借款	75	68	68	68	68
应付债券	400	0	0	0	0
其他非流动负债	474	1036	763	899	831
<b>负债合计</b>	5298	5933	5396	5867	6049
股本	1120	1283	1283	1283	1283
资本公积	310	1868	1868	1868	1868
留存收益	3430	3941	4322	4800	5366
归属母公司股东权	4860	7092	7479	7956	8522
少数股东权益	124	95	90	77	66
<b>负债和股东权益</b>	10282	13120	12965	13900	14637

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	158	514	795	325	766
净利润	559	531	505	593	683
折旧摊销	221	297	35	5	23
营运资金变动	-648	-374	343	-169	152
其它	25	60	-88	-104	-92
<b>投资活动现金流</b>	-1275	-1920	-759	12	24
资本支出	-1537	-1157	110	29	42
投资变动	183	-804	-869	-17	-18
其他	78	41	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	882	2415	-687	3	-202
银行借款	960	723	0	0	0
债券融资	214	-334	-681	136	-68
股权融资	6	1735	0	0	0
其他	-297	291	-6	-134	-134
<b>现金净增加额</b>	-236	1009	-651	339	587
<b>期初现金余额</b>	886	700	1908	1257	1597
<b>期末现金余额</b>	650	1709	1257	1597	2184

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-24.1	18.0	-4.2	14.5	10.0
营业利润增长	-43.0	-3.3	-7.7	20.4	16.6
归属母公司净利润增长	-41.4	0.2	-7.4	18.9	14.5
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	64.0	59.4	58.0	59.2	60.4
净利率	30.5	24.5	24.1	24.7	25.9
ROE	11.3	7.8	6.8	7.6	8.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.5	45.2	41.6	42.2	41.3
净负债比率	-	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
流动比率	0.75	0.96	0.95	1.06	1.14
速动比率	0.36	0.74	0.71	0.78	0.84
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.19	0.16	0.18	0.18
应收账款周转率	10.13	14.14	11.80	12.87	12.31
存货周转率	0.46	0.65	0.81	0.73	0.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.49	0.43	0.40	0.47	0.54
每股经营现金流	0.14	0.40	0.62	0.25	0.60
每股净资产	4.34	5.53	5.83	6.20	6.64
<b>估值比率</b>					
P/E	31.3	26.4	26.1	21.9	19.1
P/B	3.5	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.7	12.8	17.3	14.8	12.0

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1851	2184	2093	2397	2635
营业成本	666	886	880	978	1044
营业税金及附加	178	251	221	264	284
销售费用	196	213	213	239	264
管理费用	113	110	117	127	132
财务费用	23	73	70	71	67
资产减值损失	10	20	9	10	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	25	36	31	33	32
<b>营业利润</b>	689	666	615	741	863
营业外收入	79	86	82	84	83
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	767	750	695	822	945
所得税	201	214	190	230	261
<b>净利润</b>	559	531	505	593	683
少数股东损益	10	-19	-5	-13	-11
<b>归属母公司净利润</b>	549	550	510	606	694
EBITDA	919	1021	698	793	935
EPS(元)	0.49	0.43	0.40	0.47	0.54

## 广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。
- 倪华：分析师，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）；2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（团队）；2014年度新财富批零行业第三名（团队），水晶球分析师第二名（团队）、金牛分析师第三名（团队）。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。