

2013年08月18日

海宁皮城 (002344.SZ) 百货零售行业
评级: 买入 上调评级
业绩点评

 市价(人民币): 17.24元
 目标(人民币): 22.71元

扣非净利增 98%，高成长可持续

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)	1,012.44
总市值(百万元)	193.09
年内股价最高最低(元)	41.78/17.24
沪深 300 指数	2304.14
中小板指数	5597.90


相关报告

1. 《全国稳步扩张、业绩高增长的皮革市场龙头》，2013.8.7

赵海春 联系人
 (8621)60870938
 zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.941	1.258	0.967	1.179	1.372
每股净资产(元)	4.19	5.19	6.63	8.48	10.73
每股经营性现金流(元)	0.89	2.41	1.40	1.83	2.11
市盈率(倍)	24.05	21.13	17.82	14.63	12.57
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	13.87	13.87	13.87
净利润增长率(%)	110.07%	33.69%	53.78%	21.85%	16.39%
净资产收益率(%)	22.49%	24.23%	29.19%	27.78%	25.57%
总股本(百万股)	560.00	560.00	1,120.00	1,120.00	1,120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 海宁皮城 2013 年上半年实现营收、归属母公司净利润以及扣非净利润 16.95、5.86 以及 5.8 亿元，同比增长 72.49%、96.72% 和 98.26%；EPS 0.523 元，同比增 96.62%，符合预期。

经营分析

- “内增外拓”，业绩靓丽，上半年扣非净利增 98%。公司内生提租有力，外拓市场快速成功，上半年营收与净利 16.95 / 5.85 亿元，同比增长近 73% / 97%，是专业市场子行业经营优秀的龙头。
 - ✚ 商铺租赁及管理收入: 公司市场运营力优异，上半年该项收入 6.4 亿元，同比增 44% (现有市场提租贡献了 98%；而本部二期四层的承租权费收入将有 1.6 亿元计入下半年)，贡献主营利润 48% 及其增量的 39%；
 - ✚ 商铺销售收入: 在成都、佟二堡异地复制成功后，快速扩张；上半年本部三期品牌风尚区及成都一期新铺销售分别收入约 1.9 和 4.7 亿元，该项收入共 6.6 亿元，同比增 275%；贡献主营利润的 44% 及其增量的 54%；
 - ✚ 而商品销售与酒店收入在国内外经济低迷的大环境下，也超预期实现 37% 和 3% 的正增长，贡献主营利润 1.4%；
 - ✚ 值得一提是 13 年 5 月刚成立的担保子公司，已有保费收入 173 万元。
- 后力强劲，核心竞争力日益增强，项目储备充沛，高成长可持续。
 - ✚ 公司已确定的储备项目就有: 斜桥/北京/西安/天津/乌鲁木齐/呼和浩特等，公司保持每年新开 2 个市场速度快速扩张，未来高成长可持续；
 - ✚ 公司在建与现有市场总面积已达 240 万平米，其产业集约化平台效应对上下游的增值效用随着其市场的不断扩大而正反馈增强，龙头地位稳固，核心竞争力日益增强。

盈利调整

- 我们维持公司 2013、14、15 年实现营收 29、34、38 亿元，净利润 11、13、15 亿元，商业/地产 EPS 分别为 0.72/0.86/1.0 和 0.25/0.32/0.37 的盈利预测。

投资建议

- 我们认为，海宁皮城核心竞争力日益增强，高成长可持续；给予目标价位 22.71 元，对应商业/地产 22x 和 12x14PE，上调至买入评级。

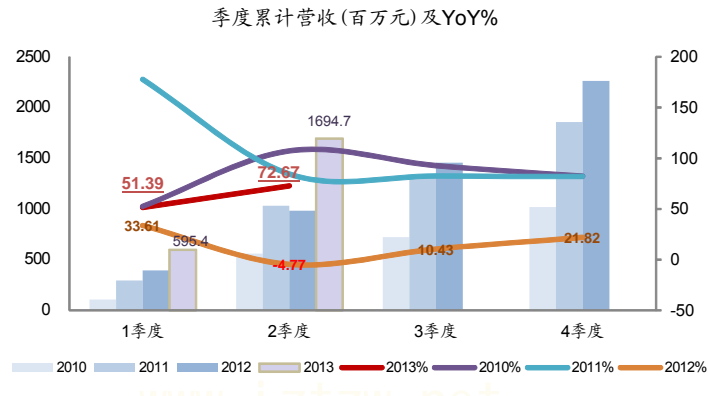
此报告仅供兴业证券股份有限公司吴震潮使用

业绩简评

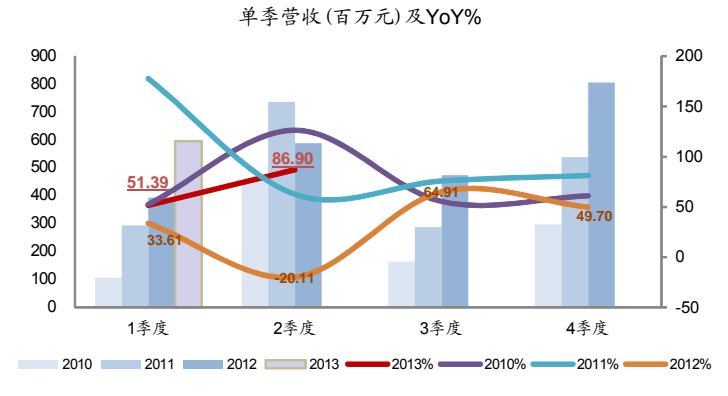
“内增外拓”，业绩靓丽，上半年扣非净利增 98%:

- 公司内生提租有力，外拓市场快速成功，上半年营收与净利 16.95 / 5.85 亿元,同比增长近 73% / 97%，是专业市场子行业经营优秀的龙头。

图表1: 13H1 营收增速远超 12H1 达 72.6%



图表2: 13Q2 单季度营收增速高达 86.9%

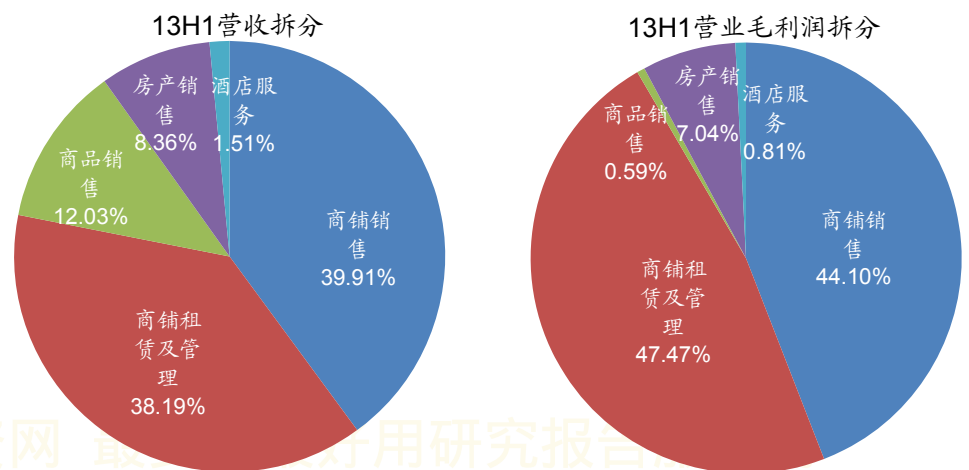


来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

- 商铺租赁及管理收入: 公司市场运营力优异, 上半年该项收入 6.4 亿元, 同比增 44% (现有市场提租贡献了 98%; 而本部二期四层的承租权费收入将有 1.6 亿元计入下半年), 贡献主营利润 48%及其增量的 39%;
- 商铺销售收入: 在成都、佟二堡异地复制成功后, 快速扩张; 上半年本部三期品牌风尚区及成都一期新铺销售分别收入约 1.9 和 4.7 亿元, 该项收入共 6.6 亿元, 同比增 275%; 贡献主营利润的 44%及其增量的 54%;
- 商品销售与酒店收入, 在国内外经济低迷的大环境下, 也超预期实现 37% 和 3%的正增长, 贡献主营利润 1.4%;

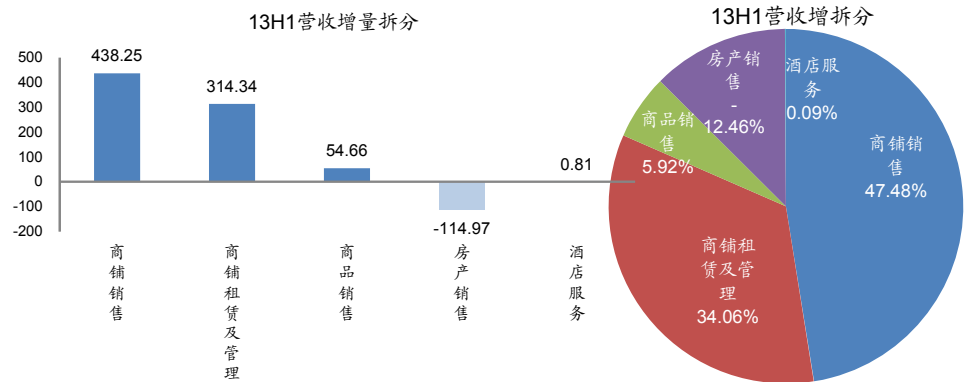
图表3: 海宁皮城营业毛利润-商铺租赁及管理贡献五成, 商铺销售近四成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

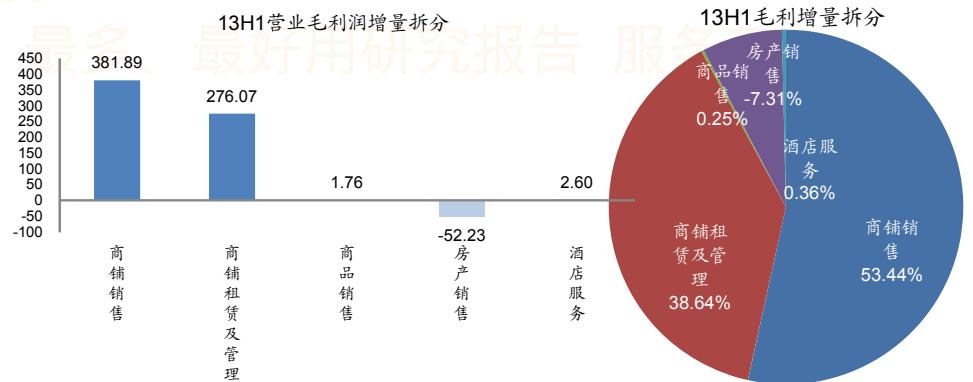
中国价值投资网 最好用研究报告 服务商

图表4: 主营收入增量拆分, 商铺销售贡献五成, 租赁收入贡献34%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 主营利润增量拆分, 商铺销售贡献五成, 租赁收入贡献近4成

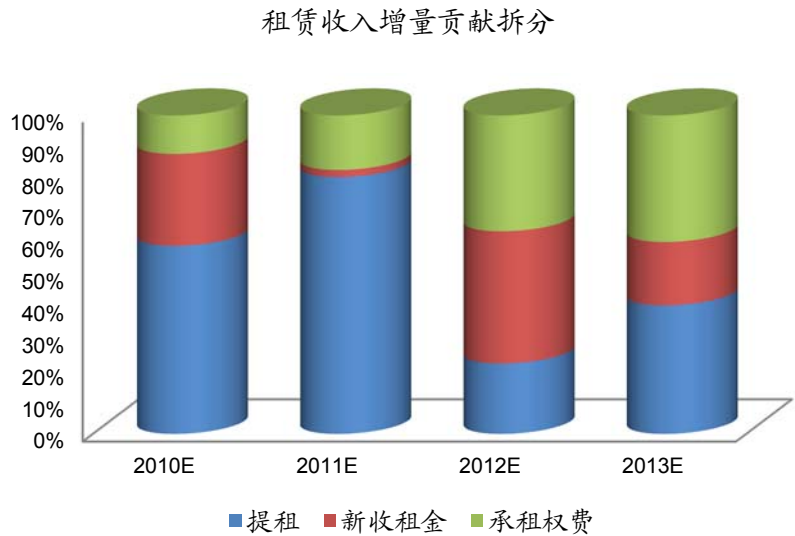


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 值得一提的是 13 年 5 月刚成立的担保子公司, 已有 173 万元的保费收入; 照常推算, 今后每年的保费收入将在 1000~2000 万元, 将贡献 EPS1~2 分; 担保公司的设立, 还将为产业链上游企业提供更好的金融服务, 为商户增加价值, 增厚商户粘性;
- 正是由于公司市场开发的资金滚动运作以及市场运营中收入来源的租金、管理费、售铺、售房等多样化适度配比, 使得公司资金效率提高, 盈利能力增强, 毛利率稳步提升。

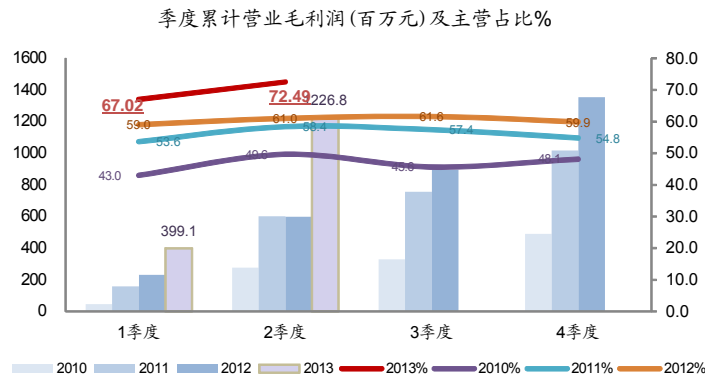
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表6: 海宁皮城-租赁收入增长: 提租、新租、承租权费



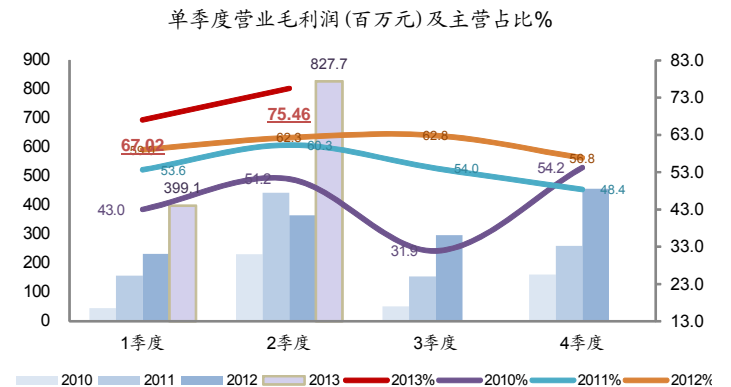
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 海宁皮城季度累计毛利率达 72.49%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

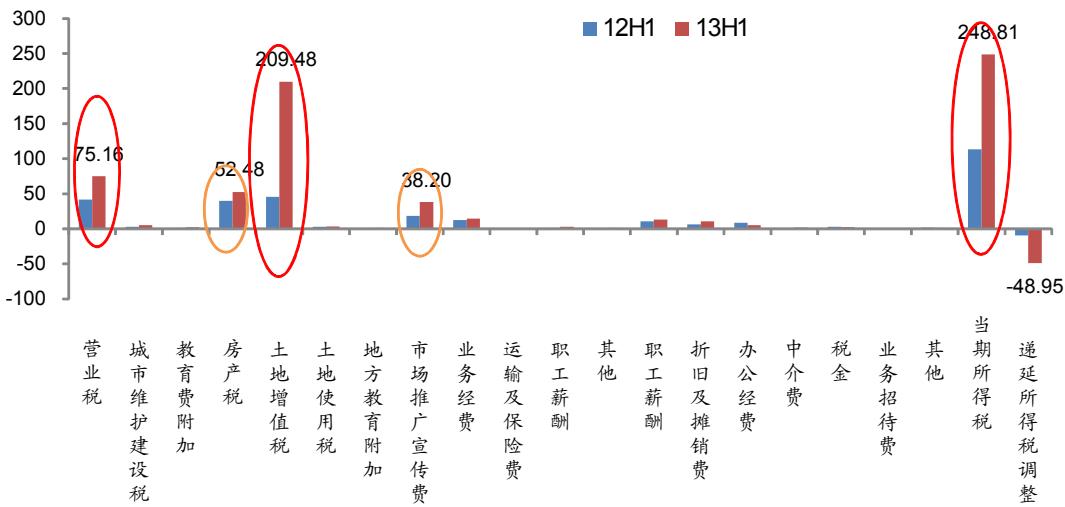
图表8: 海宁皮城 13Q2 单季度毛利率高达 75.46%



- 而公司管理与销售费用相对占比较低, 即使上半年有新开市场的促销费用增长也仅增长 1964 万, 主要费用是各项税费。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表9: 海宁皮城的费用主要来自土地增值税、所得税、营业税、房产税等各项税费-单位: 百万元

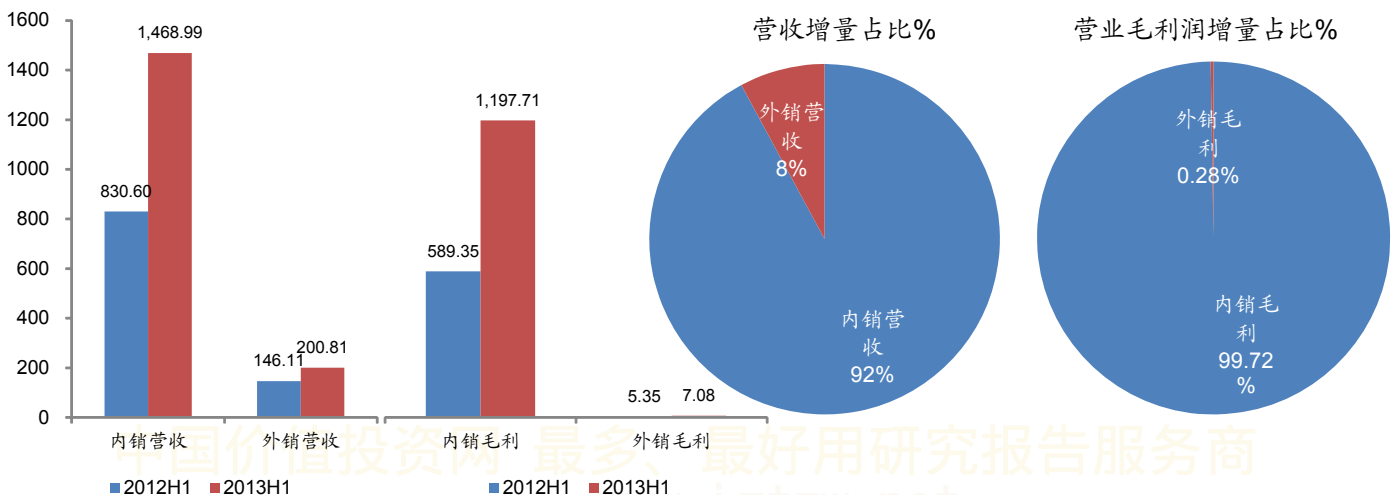


来源: 公司公告, 国金证券研究所

后力强劲, 核心竞争力日益增强, 项目储备充沛, 高成长可持续。

- 公司目前已确定的储备项目就有: 斜桥/北京/西安/天津/乌鲁木齐/呼和浩特等, 公司保持每年新开 2 个市场速度快速扩张, 未来高成长可持续;
- 公司在建与现有市场总面积已达 240 万平米, 其产业集约化平台效应对上下游的增值效用随着其市场的不断扩大而正反馈增强, 龙头地位稳固, 核心竞争力日益增强。
- 海宁皮城的业绩增长几乎全部来自内销, 对疲弱的国际市场基本没有依赖, 相对于其他轻工制造产业对海外市场的较高依存度, 更具发展优势。

图表10: 海宁皮城的业绩增长几乎全部依赖内需-对外需的依赖性弱



来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,020	1,856	2,262	2,953	3,536	4,075
增长率		82.0%	21.8%	30.6%	19.7%	15.3%
主营业务成本	-529	-839	-907	-1,010	-1,200	-1,396
% 销售收入	51.9%	45.2%	40.1%	34.2%	33.9%	34.3%
毛利	491	1,017	1,354	1,943	2,336	2,680
% 销售收入	48.1%	54.8%	59.9%	65.8%	66.1%	65.7%
营业税金及附加	-116	-187	-296	-434	-519	-594
% 销售收入	11.4%	10.1%	13.1%	14.7%	14.7%	14.6%
营业费用	-66	-86	-109	-105	-125	-144
% 销售收入	6.4%	4.6%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-45	-61	-73	-63	-75	-86
% 销售收入	4.4%	3.3%	3.2%	2.1%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	264	684	877	1,342	1,617	1,855
% 销售收入	25.9%	36.8%	38.8%	45.4%	45.7%	45.5%
财务费用	14	46	42	66	109	162
% 销售收入	-1.4%	-2.5%	-1.9%	-2.2%	-3.1%	-4.0%
资产减值损失	-3	-5	-6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	1	5	3	2	2
% 税前利润	2.9%	0.1%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	285	725	917	1,409	1,727	2,019
营业利润率	28.0%	39.1%	40.6%	47.7%	48.9%	49.5%
营业外收支	42	31	55	50	50	50
税前利润	327	756	973	1,459	1,777	2,069
利润率	32.0%	40.7%	43.0%	49.4%	50.3%	50.8%
所得税	-76	-192	-249	-373	-455	-529
所得税率	23.2%	25.4%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
净利润	251	565	724	1,086	1,323	1,539
少数股东损益	0	38	19	2	2	3
归属于母公司的净利润	251	527	705	1,083	1,320	1,537
净利率	24.6%	28.4%	31.2%	36.7%	37.3%	37.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	251	565	724	1,086	1,323	1,539
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	56	80	116	284	372	494
非经营收益	-20	-4	-21	-53	-52	-52
营运资金变动	870	-143	530	257	404	378
经营活动现金净流	1,157	498	1,348	1,573	2,047	2,359
资本开支	-430	-853	-1,204	-488	-384	-495
投资	-130	0	-87	-1	0	0
其他	0	0	136	3	2	2
投资活动现金净流	-560	-853	-1,155	-487	-382	-493
股权募资	1,361	15	0	0	0	0
债权募资	-322	0	0	-117	-2	-2
其他	-64	-140	-155	0	-280	-280
筹资活动现金净流	975	-125	-155	-117	-282	-282
现金净流量	1,572	-480	38	970	1,383	1,584

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,795	1,332	1,353	2,323	3,706	5,290
应收款项	92	234	303	371	444	512
存货	794	1,431	852	1,162	1,381	1,606
其他流动资产	28	32	118	27	32	36
流动资产	2,709	3,030	2,627	3,883	5,562	7,445
% 总资产	62.5%	61.9%	42.3%	50.3%	58.7%	65.3%
长期投资	1,289	1,560	3,072	3,073	3,072	3,072
固定资产	273	252	439	673	727	773
% 总资产	6.3%	5.1%	7.1%	8.7%	7.7%	6.8%
无形资产	31	24	29	53	62	68
非流动资产	1,622	1,866	3,588	3,844	3,906	3,957
% 总资产	37.5%	38.1%	57.7%	49.7%	41.3%	34.7%
资产总计	4,331	4,896	6,214	7,727	9,468	11,402
短期借款	4	4	4	0	0	0
应付款项	2,199	2,192	2,575	3,292	3,929	4,546
其他流动负债	149	281	499	605	669	728
流动负债	2,352	2,477	3,078	3,897	4,598	5,274
长期贷款	0	0	0	0	-2	-4
其他长期负债	0	0	113	0	0	0
负债	2,352	2,477	3,191	3,897	4,596	5,270
普通股股东权益	1,957	2,344	2,908	3,711	4,752	6,008
少数股东权益	23	75	116	118	121	123
负债股东权益合计	4,331	4,896	6,214	7,727	9,468	11,402

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.896	0.941	1.258	0.967	1.179	1.372
每股净资产	6.988	4.185	5.193	6.627	8.485	10.729
每股经营现金净流	4.134	0.890	2.408	1.405	1.827	2.106
每股股利	0.500	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	12.82%	22.49%	24.23%	29.19%	27.78%	25.57%
总资产收益率	5.79%	10.76%	11.34%	14.02%	13.94%	13.48%
投入资本收益率	10.23%	21.06%	21.55%	26.08%	24.70%	22.52%
增长率						
主营业务收入增长率	82.23%	82.03%	21.82%	30.59%	19.72%	15.26%
EBIT增长率	123.81%	158.86%	28.28%	53.05%	20.48%	14.72%
净利润增长率	157.68%	110.07%	33.69%	53.78%	21.85%	16.39%
总资产增长率	126.17%	13.03%	26.94%	24.33%	22.53%	20.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.3	13.8	13.7	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	555.0	484.0	459.3	420.0	420.0	420.0
应付账款周转天数	142.6	149.5	198.2	260.0	260.0	260.0
固定资产周转天数	97.7	49.5	70.9	58.3	54.3	51.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.9	-0.5	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9
EBIT利息保障倍数	-18.4	-15.0	-20.9	-20.3	-14.9	-11.4
资产负债率	54.29%	50.59%	51.34%	50.44%	48.54%	46.22%

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
买入	1	5	6	18	42
增持	0	4	7	14	40
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.48	1.45	1.47

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 2012-03-02	增持	22.53	25.20 ~ 25.20
2 2012-03-09	增持	23.58	25.70 ~ 25.70
3 2012-04-18	增持	26.53	27.40 ~ 27.40
4 2013-08-07	增持	18.12	22.71 ~ 22.71

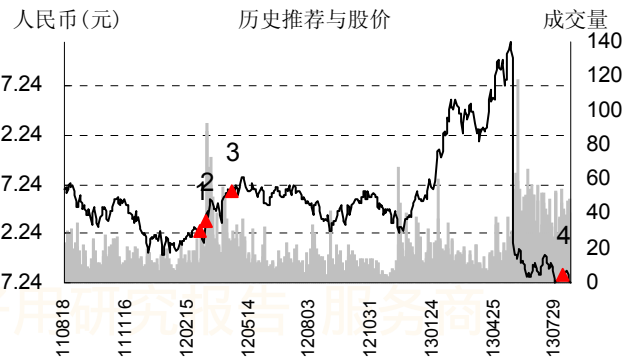
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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，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，国金证券不作出任何担保。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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net