

收入增速放缓，毛利率持续提升

买入 维持

目标价格：25.00元 维持

报告摘要：

- **三季报摘要。**2013年前3季度，公司实现营业收入22.21亿元，同比增长52.56%；实现归属母公司净利润7.89亿元，同比增长71.06%，实现EPS0.704元；单季度来看，2013年第3季度公司实现营业收入5.28亿元，同比增长11.31%，实现归属母公司净利润2.03亿元，同比增长24.33%
- **综合毛利率继续大幅提升7.38个百分点，提租效果显现。**公司存量项目提租能力强，整体可达10%。异地项目提租幅度都在20%以上，其中成都市场在30%以上。海宁本部：提租幅度整体在5%-10%，其中一期预计提租幅度在5%左右。提租后公司毛利率进一步大幅提升。
- **期间费用率微幅上升0.25个百分点，销售费用率上升，管理和财务费用率下降。**公司期间费用率上升0.25个百分点至7.51%，主要来自销售费用率上升0.92个百分点，管理和财务费用率分别下降0.31和0.37个百分点。公司费用控制依然保持良好水平。
- **海宁六期和天津项目进展符合预期，今年年底前动工，15年开始贡献业绩。**公司三季度公告：海宁六期面总积约为33.8万平方米，地上24.9万平方米，计划2013年底前动工预计15年将贡献收入增量1.85亿元；天津项目总建筑面积15万平预计出租部分2015年贡献收入1250万元，出售部分可回收资金3亿元。
- **公司开始布局电商，海皮城正式上线，打造皮革消费O2O闭环，进一步巩固竞争优势。**公司亲自上线电商平台，将是实体的有效补充。公司线下客户多半是周边地区，而电商平台可以打破地域限制，实体辐射外的客户能更方便的买到物美价廉的商品，有望形成又一垂直电商平台。随着招商、展示、支付物流等进一步完善，将巩固竞争优势。
- **盈利预测和投资建议。**我们看好公司良好的外延扩张复制能力以及提租能力，同时公司进军电商业务，具备将线下优势引导至线上的能力，预计2013-2015年EPS分别为0.93、1.05和1.40元，目标价25元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1856.49	2261.55	2902	3145	3948
增长率(%)	82.03%	21.82%	28.32%	8.39%	25.52%
归母净利润(百万)	527.02	704.56	1042	1173	1570
增长率(%)	110.07%	33.69%	47.82%	12.65%	33.82%
每股收益	0.471	0.629	0.930	1.048	1.402
市盈率	43.89	32.86	22.23	19.72	14.74

消费服务研究组

分析师：

陈炫如 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

 Email: chenxu@hysec.com

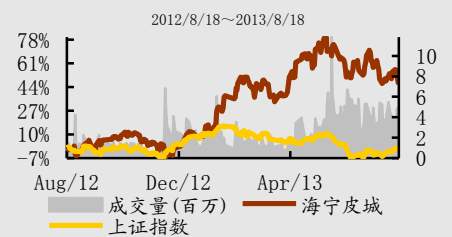
研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

 Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

进军网上平台，消费闭环初现

2013-09-16

海宁六期和天津项目投资落地

2013-09-12

商铺销售贡献业绩高增长97%

2013-08-21

项目储备充分，提租能力依然强劲

2013-06-30

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q2	2013 Q2	2013Q2 变动	2012 Q3	2013 Q3	2013Q2 变动
营业收入	588.19	1,097.55	509.37	474.08	527.69	53.61
营业收入增速 YOY	-20.11%	86.60%	106.71%	64.91%	11.31%	-53.60%
营业成本	221.96	269.82	47.86	176.17	157.14	-19.03
综合毛利率	62.26%	75.42%	13.15%	62.84%	70.22%	7.38%
综合毛利率变动幅度	1.98%	13.15%	11.17%	8.80%	7.38%	-1.41%
营业税金及附加	84.27	270.02	185.75	44.88	57.73	12.85
销售费用	7.66	23.11	15.45	17.23	24.05	6.83
销售费用增速	-40.38%	201.55%	241.93%	-44.82%	39.64%	84.46%
管理费用	15.73	16.83	1.09	20.82	21.56	0.73
管理费用增速	27.66%	6.95%	-20.71%	17.06%	3.52%	-13.54%
财务费用	-12.03	-14.28	-2.25	-3.64	-5.99	-2.35
期间费用率	1.93%	2.34%	0.40%	7.26%	7.51%	0.25%
销售费用率	1.30%	2.11%	0.80%	3.63%	4.56%	0.92%
管理费用率	2.67%	1.53%	-1.14%	4.39%	4.08%	-0.31%
财务费用率	-2.04%	-1.30%	0.74%	-0.77%	-1.14%	-0.37%
资产减值损失	4.79	5.62	0.83	-3.33	-1.73	1.60
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.28	2.98	2.69	1.71	4.66	2.95
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	266.08	529.28	263.20	223.67	280.24	56.57
加: 营业外收入	2.61	0.35	-2.25	1.95	3.08	1.13
减: 营业外支出	0.76	1.56	0.79	0.75	0.94	0.19
其中: 非流动资产处置净损失	0.01	0.00	-0.01	0.00	0.01	0.01
利润总额	267.92	528.08	260.15	224.87	282.38	57.52
减: 所得税	68.18	132.12	63.94	57.12	71.50	14.38
净利润	199.74	395.96	196.22	167.74	210.88	43.14
减: 少数股东损益	7.03	8.17	1.15	4.28	7.65	3.37
归属于母公司所有者的净利润	192.71	387.78	195.07	163.47	203.23	39.77
归母净利润增速	33.68%	101.22%	67.54%	17.46%	24.33%	6.86%
销售净利率(右)	32.76%	35.33%	2.57%	34.48%	38.51%	4.03%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 1: 网上平台“海皮城”上线



资料来源: 宏源证券

图 2: 2013 年 9 月 16 日“海皮城”尚处于起步阶段, 流量小, 未来变化趋势值得关注

根据 网站排名 统计数据估算网站 IP & PV 值, 以下数据仅供参考之用、根据网站用户类型和比例不同会产生不同误差率

日均 IP 访问量[一周平均]	日均 PV 浏览量[一周平均]
≈ 720	≈ 1,440

资料来源: 宏源证券

图 3: 2013 年 10 月 24 日“海皮城”流量有所增长, 未来变化趋势值得关注

根据 网站排名 统计数据估算网站 IP & PV 值, 以下数据仅供参考之用、根据网站用户类型和比例不同会产生不同误差率

日均 IP 访问量[一周平均]	日均 PV 浏览量[一周平均]
≈ 2,580	≈ 28,380

资料来源: 宏源证券

作者简介:

陈炫如：商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，7年证券行业从业经验，2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

姜天骄：商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司：永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都、欧亚集团

机构销售团队

类别	姓名	电话1	电话2	邮箱	
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。