

2013年10月27日

海宁皮城 (002344.SZ) 百货零售行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

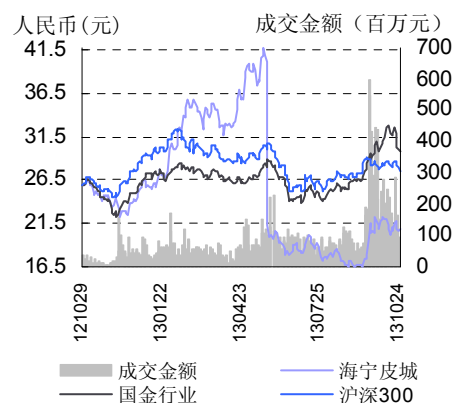
市价(人民币): 20.79元

目标(人民币): 25.34元

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)	232.85
年内股价最高最低(元)	41.78/16.50
沪深 300 指数	2368.56
中小板指数	5971.78



## 相关报告

1. 《扣非净利增 98%, 高成长可持续》, 2013.8.19
2. 《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

## 盈利与扩张能力皆强, 业绩高增速可持续

## 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	21.37	17.54	15.07
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	16.64	16.64	16.64
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 1~9 月/7~9 月实现营收、归属母公司净利润以及扣非净利润 22.2/ 5.28 亿元、7.89/ 2.03 亿元、以及 7.77/ 1.98 亿元, 同比增长分别为 52.56%/ 11.31%、71.06%/ 24.33%、72.32%/ 24.57%; EPS 0.704/ 0.18, 同比增 71.71%/ 20%, 符合预期。

## 经营分析

- “内增外拓”, 业绩靓丽, 前三季度扣非净利增 72%。公司内生提租有力, 像本部二期鞋业广场 4 层改皮革市场带来新增承租权费收入的情况, 未来仍有挖潜可能; 外拓的哈尔滨、成都市场亦快速成功; 公司 1~9 月营收与净利 22.2/7.89 亿元, 同比增长近 52.56%/ 71.06%, 在整个零售行业中增速优异。
- 济南再下一城, 项目储备充沛, 核心竞争力日益增强, 高成长可持续。
  - ✚ 10 月 22 日, 公司公告了 47.52 万平、预计于 2015 年秋开业的济南海那城项目, 至此, 北方地区再下一城; 目前已确定的其他储备项目还有: 本部六期/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 3~400 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。
- 海皮城正式上线, 未来移动端 O2O 更深入推进值得期待。公司于 9 月 12 日公告了在线海皮城的开通, 主要看点有三: 1. 皮革制品个性化差异大, 线上线下拼价损耗相对小; 2. 公司坚持一贯的严审进入, 利于保持在线商城增大品牌影响力; 3. 未来移动端 O2O 的全线开通是个大趋势, 我们判断公司迟早会布局并从中收益。

## 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 25.34 元, 对应商业/地产 25x 和 12x14PE, 维持买入评级。

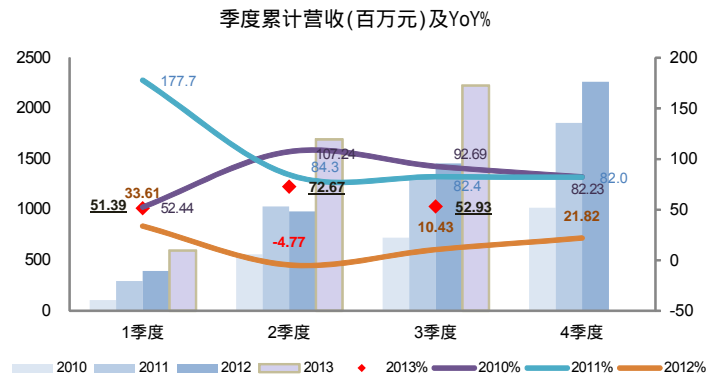
此文档仅供兴业证券股份有限公司吴震潮使用

## 业绩简评

“内增外拓”，业绩靓丽，前三季度扣非净利增 72%:

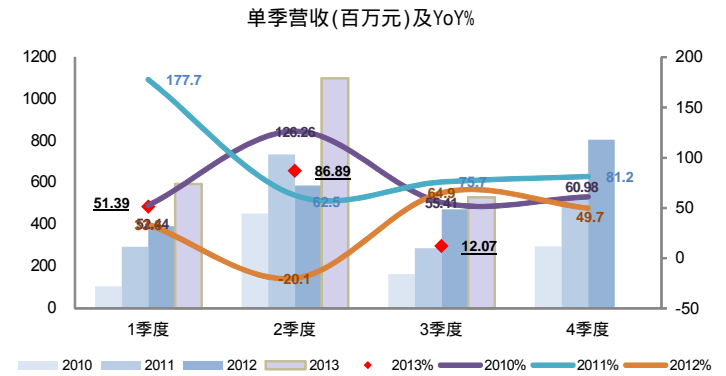
- 公司内生提租有力，像本部二期鞋业广场 4 层改皮革市场带来新增承租权收费收入的情况，未来仍有挖潜可能；外拓的哈尔滨、成都市场亦快速成功；公司 1~9 月营收与净利 22.2 / 7.89 亿元,同比增长近 52.56% / 71.06%，在整个零售行业中增速优异。

图表1: 海宁皮城 3 年 3 季累计营收及 YoY%

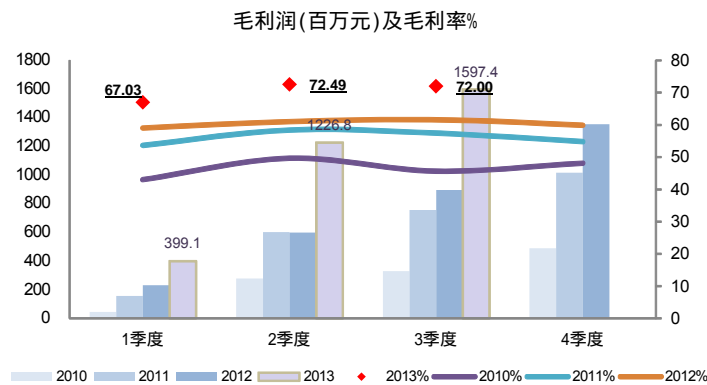


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 海宁皮城 3 年 3 季单季度营收及 YoY%

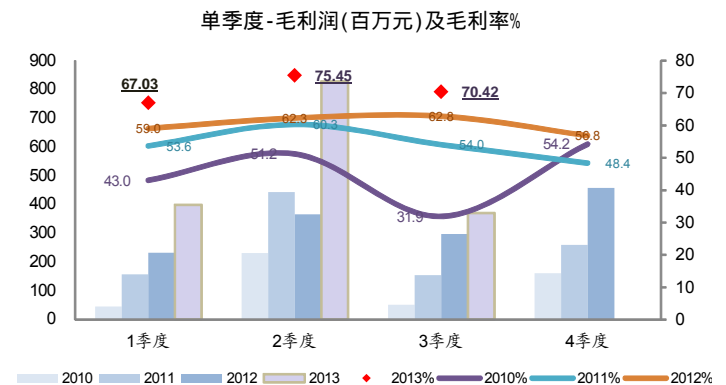


图表3: 海宁皮城季度累计毛利率维持在 72% 以上

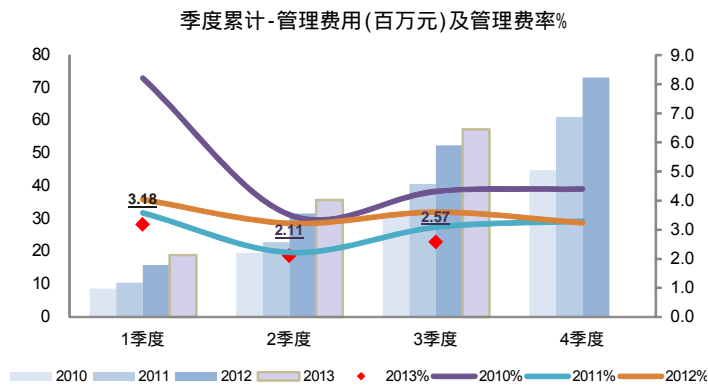


来源: 公司公告, 国金证券研究所

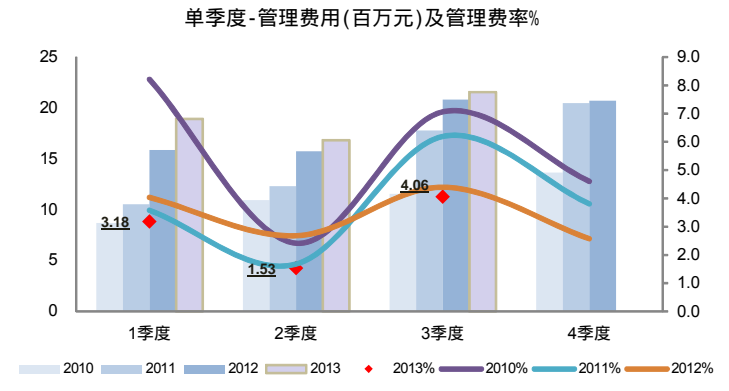
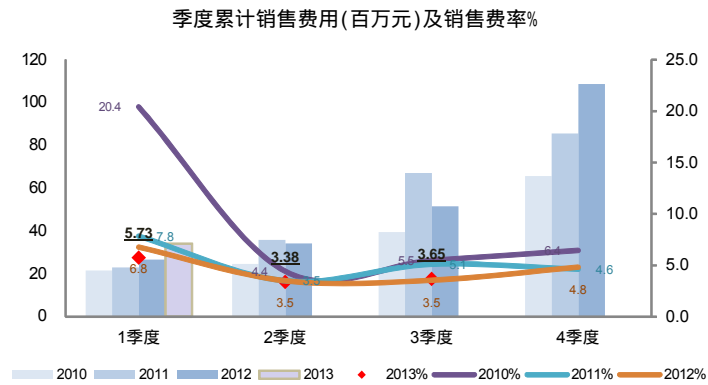
图表4: 海宁皮城 13Q3 单季度毛利率仍在 70% 以上



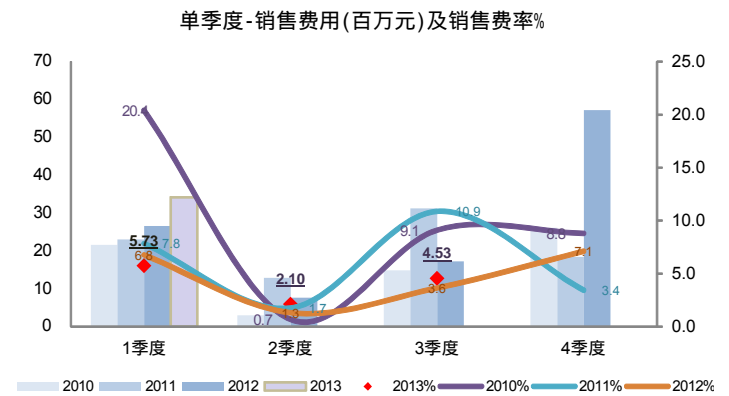
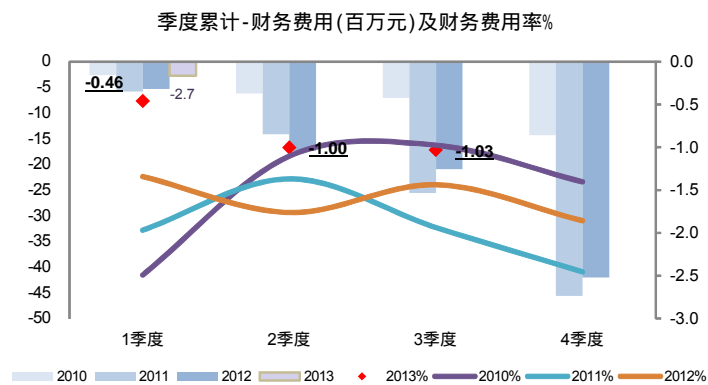
- 而公司管理与销售费用相对占比较低，仅财务费用略有提高也仍未负值。

**图表5: 海宁皮城3年3季-累计管理费及费率%**


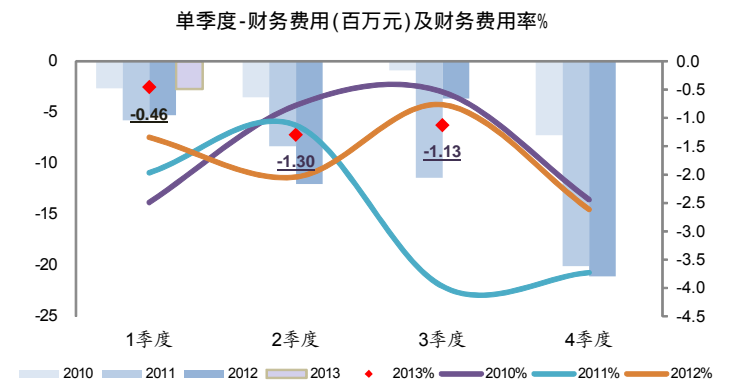
来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表6: 海宁皮城3年3季-单季管理费及费率%**

**图表7: 海宁皮城3年3季-累计销售费及费率%**


来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表8: 海宁皮城3年3季-单季销售费及费率%**

**图表9: 海宁皮城3年3季-累计财务及费率%**


来源: 国金证券研究所

**图表10: 海宁皮城3年3季-单季财务及费率%**


济南再下一城，项目储备充沛，核心竞争力日益增强，高成长可持续。

- 10月22日，公司公告了47.52万平、预计于2015年秋开业的济南海那城项目，至此，北方地区再下一城；目前已确定的其他储备项目还有：本部六期/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320多万平米（新增公告的本部六期33.8万平和海那城47.52万平米），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。

海皮城正式上线，未来移动端O2O更深入推进值得期待。公司于9月12日公告了在线海皮城的开通，主要看点有三：1. 皮草制品个性化差异大，线上线下的拼价损耗相对小；2. 公司坚持一贯的严审进入，利于保持在线商城增大品牌影响力；3. 未来移动端O2O的全线开通是个大趋势，我们判断公司迟早会布局并从中收益。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,020</b>	<b>1,856</b>	<b>2,262</b>	<b>2,953</b>	<b>3,536</b>	<b>4,075</b>
增长率		82.0%	21.8%	30.6%	19.7%	15.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-529</b>	<b>-839</b>	<b>-907</b>	<b>-1,010</b>	<b>-1,200</b>	<b>-1,396</b>
% 销售收入	51.9%	45.2%	40.1%	34.2%	33.9%	34.3%
<b>毛利</b>	<b>491</b>	<b>1,017</b>	<b>1,354</b>	<b>1,943</b>	<b>2,336</b>	<b>2,680</b>
% 销售收入	48.1%	54.8%	59.9%	65.8%	66.1%	65.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-116</b>	<b>-187</b>	<b>-296</b>	<b>-434</b>	<b>-519</b>	<b>-594</b>
% 销售收入	11.4%	10.1%	13.1%	14.7%	14.7%	14.6%
<b>营业费用</b>	<b>-66</b>	<b>-86</b>	<b>-109</b>	<b>-105</b>	<b>-125</b>	<b>-144</b>
% 销售收入	6.4%	4.6%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>管理费用</b>	<b>-45</b>	<b>-61</b>	<b>-73</b>	<b>-63</b>	<b>-75</b>	<b>-86</b>
% 销售收入	4.4%	3.3%	3.2%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>264</b>	<b>684</b>	<b>877</b>	<b>1,342</b>	<b>1,617</b>	<b>1,855</b>
% 销售收入	25.9%	36.8%	38.8%	45.4%	45.7%	45.5%
<b>财务费用</b>	<b>14</b>	<b>46</b>	<b>42</b>	<b>66</b>	<b>109</b>	<b>162</b>
% 销售收入	-1.4%	-2.5%	-1.9%	-2.2%	-3.1%	-4.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
% 税前利润	2.9%	0.1%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>725</b>	<b>917</b>	<b>1,409</b>	<b>1,727</b>	<b>2,019</b>
营业利润率	28.0%	39.1%	40.6%	47.7%	48.9%	49.5%
<b>营业外收支</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>55</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>税前利润</b>	<b>327</b>	<b>756</b>	<b>973</b>	<b>1,459</b>	<b>1,777</b>	<b>2,069</b>
利润率	32.0%	40.7%	43.0%	49.4%	50.3%	50.8%
<b>所得税</b>	<b>-76</b>	<b>-192</b>	<b>-249</b>	<b>-373</b>	<b>-455</b>	<b>-529</b>
所得税率	23.2%	25.4%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
<b>净利润</b>	<b>251</b>	<b>565</b>	<b>724</b>	<b>1,086</b>	<b>1,323</b>	<b>1,539</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>38</b>	<b>19</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>251</b>	<b>527</b>	<b>705</b>	<b>1,083</b>	<b>1,320</b>	<b>1,537</b>
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
<b>净利润</b>	<b>251</b>	<b>565</b>	<b>724</b>	<b>1,086</b>	<b>1,323</b>	<b>1,539</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>56</b>	<b>80</b>	<b>116</b>	<b>284</b>	<b>372</b>	<b>494</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-20</b>	<b>-4</b>	<b>-21</b>	<b>-53</b>	<b>-52</b>	<b>-52</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>870</b>	<b>-143</b>	<b>530</b>	<b>257</b>	<b>404</b>	<b>378</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,157</b>	<b>498</b>	<b>1,348</b>	<b>1,573</b>	<b>2,047</b>	<b>2,359</b>
<b>资本开支</b>	<b>-430</b>	<b>-853</b>	<b>-1,204</b>	<b>-488</b>	<b>-384</b>	<b>-495</b>
<b>投资</b>	<b>-130</b>	<b>0</b>	<b>-87</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>136</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-560</b>	<b>-853</b>	<b>-1,155</b>	<b>-487</b>	<b>-382</b>	<b>-493</b>
<b>股权募资</b>	<b>1,361</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-322</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-117</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>其他</b>	<b>-64</b>	<b>-140</b>	<b>-155</b>	<b>0</b>	<b>-280</b>	<b>-280</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>975</b>	<b>-125</b>	<b>-155</b>	<b>-117</b>	<b>-282</b>	<b>-282</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,572</b>	<b>-480</b>	<b>38</b>	<b>970</b>	<b>1,383</b>	<b>1,584</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>1,795</b>	<b>1,332</b>	<b>1,353</b>	<b>2,323</b>	<b>3,706</b>	<b>5,290</b>
<b>应收款项</b>	<b>92</b>	<b>234</b>	<b>303</b>	<b>371</b>	<b>444</b>	<b>512</b>
<b>存货</b>	<b>794</b>	<b>1,431</b>	<b>852</b>	<b>1,162</b>	<b>1,381</b>	<b>1,606</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>118</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>36</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,709</b>	<b>3,030</b>	<b>2,627</b>	<b>3,883</b>	<b>5,562</b>	<b>7,445</b>
% 总资产	62.7%	62.0%	42.3%	50.3%	58.7%	65.3%
<b>长期投资</b>	<b>1,289</b>	<b>1,560</b>	<b>3,072</b>	<b>3,073</b>	<b>3,072</b>	<b>3,072</b>
<b>固定资产</b>	<b>273</b>	<b>252</b>	<b>439</b>	<b>673</b>	<b>727</b>	<b>773</b>
% 总资产	6.3%	5.2%	7.1%	8.7%	7.7%	6.8%
<b>无形资产</b>	<b>31</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>68</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,614</b>	<b>1,860</b>	<b>3,588</b>	<b>3,844</b>	<b>3,906</b>	<b>3,957</b>
% 总资产	37.3%	38.0%	57.7%	49.7%	41.3%	34.7%
<b>资产总计</b>	<b>4,323</b>	<b>4,889</b>	<b>6,214</b>	<b>7,727</b>	<b>9,468</b>	<b>11,402</b>
<b>短期借款</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>2,199</b>	<b>2,192</b>	<b>2,575</b>	<b>3,292</b>	<b>3,929</b>	<b>4,546</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>149</b>	<b>281</b>	<b>499</b>	<b>605</b>	<b>669</b>	<b>728</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,352</b>	<b>2,477</b>	<b>3,078</b>	<b>3,897</b>	<b>4,598</b>	<b>5,274</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>113</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>2,352</b>	<b>2,477</b>	<b>3,191</b>	<b>3,897</b>	<b>4,596</b>	<b>5,270</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,957</b>	<b>2,344</b>	<b>2,908</b>	<b>3,711</b>	<b>4,752</b>	<b>6,008</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>23</b>	<b>75</b>	<b>116</b>	<b>118</b>	<b>121</b>	<b>123</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,331</b>	<b>4,896</b>	<b>6,214</b>	<b>7,727</b>	<b>9,468</b>	<b>11,402</b>

**比率分析**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	5	5	13	24	40
增持	8	8	16	30	41
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.62	1.62	1.58	1.57	1.54

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
5 2013-08-19	增持	17.15	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。

**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](mailto: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](mailto: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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD