

海宁皮城 (002344.SZ)

百货零售行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

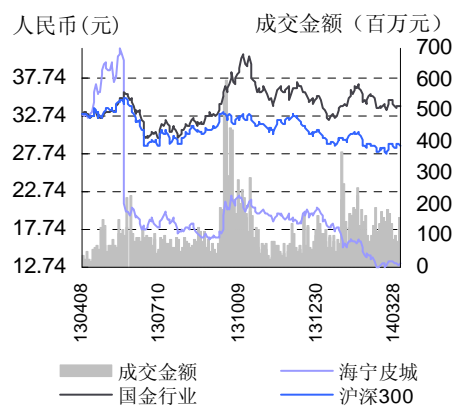
市价(人民币): 13.17元

净利略低于预期, 关注6月哈、佟招商情况

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)	1,095.05
总市值(百万元)	147.50
年内股价最高最低(元)	41.78/12.74
沪深300指数	2165.01
中小板指数	6179.50



相关报告

- 《盈利与扩张能力皆强,业绩高增速可持续》, 2013.10.28
- 《扣非净利增98%,高成长可持续》, 2013.8.19
- 《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@gjq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.258	0.927	1.158	1.497	1.572
每股净资产(元)	5.19	3.40	4.43	5.62	7.06
每股经营性现金流(元)	2.41	1.21	2.39	1.57	2.17
市盈率(倍)	21.13	22.42	11.38	8.80	8.38
行业优化市盈率(倍)	14.36	15.78	15.39	15.39	15.39
净利润增长率(%)	33.69%	47.31%	24.92%	29.34%	5.01%
净资产收益率(%)	24.23%	27.25%	26.14%	26.66%	22.28%
总股本(百万股)	560.00	1,120.00	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 年实现营收、归属母公司净利润以及扣非净利润 29.26 亿元、10.39 亿元、以及 9.7 亿元, 同比增长分别为 29.4%、47.47%、49.16%; EPS 0.93, 同比增 47.62%, 略低于预期。

经营分析

- **2013 年业绩优秀, 净利略低于预期源自房产确认减少:** 1. 公司全年商铺及配套物业销售收入 7.11 亿元, 同比增 94.22%, 主要来自成都海宁皮城一期商铺以及本部三期品牌风尚中心部分物业销售确认; 2. 物业租赁及管理收入 15.37 亿元, 同比增 61.12%, 显示了公司较强的商铺经营与招商能力; 我们估算, 其中约 25% 来自提租、12% 来自新收租金、24% 来自承租期费 (13 年新增二期 4 层皮革服饰区); 3. 住宅销售 1.8 亿元低于预期, 同比减少 63.8%, 但这是由于东方艺墅收入的减少, 并不影响我们对主业长期稳健的判断。
- **外延扩张稳步推进, 密切关注公司 6 月招商公告:** 1. 哈尔滨、佟二堡三期项目是公司 14 年最主要外延项目, 目前从公司的招商细则以及商户情况来看, 较为乐观; 其招商情况、承租权费的再次实现, 不仅将增益全年业绩, 还将对我们判断公司长远扩张实力做出提示, 将密切关注; 2. 公司目前已确定项目有: 本部六期/斜桥/北京/西安/天津/乌鲁木齐/呼和浩特/济南等, 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。
- **看好担保业务、进出口的未来增长:** 公司 13 年首次实现担保收入 608 万并已盈利, 我们看好这类基于产业平台的衍生金融服务, 并预计在资金渐紧的 2014 年将会对入驻商户提升平台吸引力; 13 年出口营收 428.8 万元, 同比增长 17%, 较 12 年的同比下滑改善显著。

盈利调整

- 我们略微调整公司 2014、15、16 年盈利预测, 预计实现净利润 13、16、17 亿元, 净利润同比增长 25%、29% (基于哈尔滨、佟二堡的公司招商计划, 具体还待 6 月确认实效)、5%。

投资建议

- 目前股价对应 14、11x13、14PE; 给予增持评级。

风险

- 经济增速过低对房产收益的不利影响; 需求不振, 可能带来招商不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,856	2,262	2,926	3,884	4,085	4,658	货币资金	1,332	1,353	1,338	3,531	4,817	6,894
增长率		21.8%	29.4%	32.7%	5.2%	14.0%	应收款项	234	303	269	319	526	382
主营业务成本	-839	-907	-831	-1,466	-1,377	-1,791	存货	1,431	852	1,686	2,237	2,101	2,733
%销售收入	45.2%	40.1%	28.4%	37.7%	33.7%	38.5%	其他流动资产	32	118	534	39	36	47
毛利	1,017	1,354	2,095	2,419	2,709	2,867	流动资产	3,030	2,627	3,828	6,126	7,480	10,057
%销售收入	54.8%	59.9%	71.6%	62.3%	66.3%	61.5%	%总资产	61.9%	42.3%	50.9%	62.7%	67.1%	73.3%
营业税金及附加	-187	-296	-604	-19	-20	-23	长期投资	1,560	3,072	3,180	3,181	3,180	3,180
%销售收入	10.1%	13.1%	20.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	252	439	393	441	453	431
营业费用	-86	-109	-121	-151	-159	-182	%总资产	5.1%	7.1%	5.2%	4.5%	4.1%	3.1%
%销售收入	4.6%	4.8%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	24	29	26	26	34	42
管理费用	-61	-73	-84	-350	-368	-419	非流动资产	1,866	3,588	3,694	3,649	3,669	3,655
%销售收入	3.3%	3.2%	2.9%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	38.1%	57.7%	49.1%	37.3%	32.9%	26.7%
息税前利润 (EBIT)	684	877	1,286	1,898	2,161	2,243	资产总计	4,896	6,214	7,522	9,775	11,149	13,711
%销售收入	36.8%	38.8%	44.0%	48.9%	52.9%	48.1%	短期借款	4	4	4	0	0	0
财务费用	46	42	35	50	86	121	应付款项	2,192	2,575	2,455	3,804	3,792	4,603
%销售收入	-2.5%	-1.9%	-1.2%	-1.3%	-2.1%	-2.6%	其他流动负债	281	499	909	863	897	1,006
资产减值损失	-5	-6	-2	0	0	0	流动负债	2,477	3,078	3,368	4,667	4,689	5,609
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	5	14	15	15	15	其他长期负债	0	113	217	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.5%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	负债	2,477	3,191	3,585	4,667	4,689	5,610
营业利润	725	917	1,334	1,963	2,263	2,379	普通股股东权益	2,344	2,908	3,808	4,960	6,289	7,904
营业利润率	39.1%	40.6%	45.6%	50.5%	55.4%	51.1%	少数股东权益	75	116	128	148	171	197
营业外收支	31	55	67	3	3	3	负债股东权益合计	4,896	6,214	7,522	9,775	11,149	13,711
税前利润	756	973	1,401	1,966	2,266	2,382	比率分析						
利润率	40.7%	43.0%	47.9%	50.6%	55.5%	51.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-192	-249	-351	-649	-566	-595	每股指标						
所得税率	25.4%	25.6%	25.0%	33.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.941	1.258	0.927	1.158	1.497	1.572
净利润	565	724	1,050	1,317	1,699	1,786	每股净资产	4.185	5.193	3.400	4.429	5.615	7.057
少数股东损益	38	19	12	20	23	26	每股经营现金净流	0.890	2.408	1.208	2.320	1.629	2.155
归属于母公司的净利润	527	705	1,038	1,297	1,676	1,760	每股股利	0.300	0.500	0.250	0.130	0.130	0.130
净利率	28.4%	31.2%	35.5%	33.4%	41.0%	37.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.49%	24.23%	27.25%	26.16%	26.65%	22.27%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	10.76%	11.34%	13.80%	13.27%	15.03%	12.84%
净利润	565	724	1,051	1,317	1,699	1,786	投入资本收益率	21.06%	21.55%	24.47%	24.89%	25.09%	20.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	80	116	148	154	189	224	主营业务收入增长率	82.03%	21.82%	29.40%	32.74%	5.17%	14.01%
非经营收益	-4	-21	-60	74	-18	-18	EBIT增长率	158.86%	28.28%	46.68%	47.57%	13.86%	3.77%
营运资金变动	-143	530	214	1,052	-47	421	净利润增长率	118.24%	33.69%	47.31%	25.00%	29.19%	5.02%
经营活动现金净流	498	1,348	1,353	2,598	1,824	2,414	总资产增长率	13.03%	26.94%	21.03%	29.96%	14.05%	22.98%
资本开支	-853	-1,204	-964	-199	-206	-207	资产管理能力						
投资	130	805	2,126	-1	0	0	应收账款周转天数	13.8	13.7	15.3	15.3	32.3	15.3
其他	0	136	105	15	15	15	存货周转天数	484.0	459.3	557.1	557.1	557.1	557.1
投资活动现金净流	-723	-264	1,267	-185	-191	-192	应付账款周转天数	149.5	198.2	256.2	256.2	256.2	256.2
股权募资	15	0	0	0	-202	0	固定资产周转天数	49.5	70.9	49.1	31.9	22.5	10.2
债权募资	0	0	0	-221	0	1	偿债能力						
其他	-140	-155	-139	0	-146	-146	净负债/股东权益	-54.90%	-44.61%	-33.90%	-69.12%	-74.56%	-85.09%
筹资活动现金净流	-125	-155	-139	-221	-347	-145	EBIT利息保障倍数	-15.0	-20.9	-37.0	-37.8	-25.0	-18.5
现金净流量	-350	929	2,481	2,193	1,286	2,078	资产负债率	50.59%	51.34%	47.66%	47.74%	42.06%	40.92%

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	0	1	4	4	20
增持	0	1	5	6	19
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.55	1.57	1.52

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 2012-04-18	增持	26.53	27.40 ~ 27.40
2 2013-08-07	增持	18.12	22.71 ~ 22.71
3 2013-08-19	增持	17.15	22.71 ~ 22.71
4 2013-10-28	买入	20.19	25.34 ~ 25.34

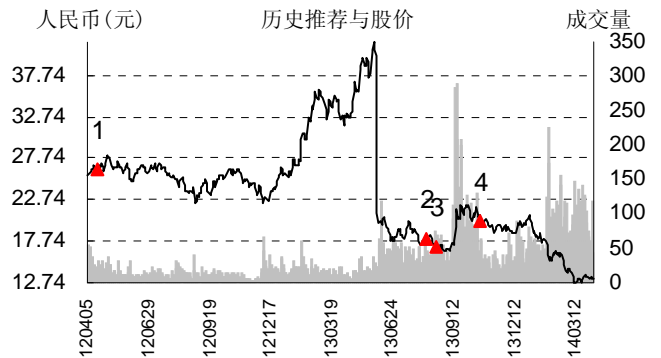
来源：国金证券研究所

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

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: 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