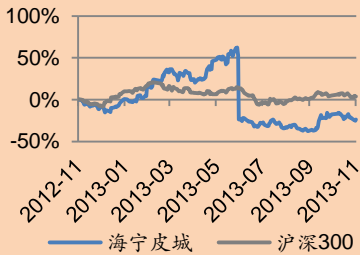




## 海宁皮城 (002344)

投资评级: 买入

报告日期: 2014-11-14



### 主要数据

总股本(百万股)	1,120.00
A股股本(百万股)	1,120.00
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	142.8
A股流通比例(%)	98.2
第一大股东	海宁市资产经营公司
第一大股东持股比例	37.94
12个月最高/最低(元)	21.38/12.22

分析师: 王俊杰

021-60956106

wjihazq@163.com

S0010513100001

联系人: 洪叶

021-60956105

hy\_hazq@126.com

S0010113110005

# 开拓互联网金融业务 完善皮革市场产业链

## 主要观点:

### □ 事件: 公司公告投资 2000 万建设互联网金融公司。

公司拟与苏健等自然人合作,投资成立海宁中国皮革城互联网金融服务有限公司。新公司注册资本 5000 万,海宁出资 2,000 万,占比 40%,为第一大股东,苏健以及互联网金融公司拟聘请的管理团队出资 3,000 万,占比 60%。

互联网金融公司将利用互联网手段探索债券众筹、股权众筹、回报众筹等金融产品和服务,为小微商户或企业尤其是皮革商户提供便利的融资渠道,同时为公众提供便捷的理财服务。

### □ 依托皮革产业基础发展互联网金融业务,有利于产业链完善和盈利空间的拓展。

我们认为公司具有开拓互联网金融业务的优势:首先,公司具有皮革产业基础、实体网络、商户客户群体、以及在专业市场方面的影响力,市场商户具有较高的融资需求、理财需求;其次,公司自有现金 13 亿,早在 2012 年为缓解皮革商户资金压力,投资设立担保公司,具有较强的金融服务管理经验。再次,拟合作方苏健及新公司管理团队都具有中国人民银行研究生部、清华大学、北京大学、武汉大学等高等院校博士或硕士以上学历,并均在银行或投行从事信贷风险管理、企业投融资业务 8 年以上。

此次发起设立互联网金融公司,是公司贯彻内涵式发展战略的重要步骤,有利于公司现有产业链的完善,促进公司产业升级,提升公司在资本市场的竞争力和影响力。同时,互联网金融业务有利于拓展公司的盈利空间,收入和利润将按实收资本出资比例计入公司合并报表。

### □ 公司成长逻辑不变,未来看点在于 15 年外延增量带来的业绩改善。

公司是皮革专业市场的垄断者,核心竞争优势突出:具有稳定的客户资源,且外延内增的动力十足,保证公司的行业垄断地位。公司仍处于成长期,在手项目丰富,具有乌鲁木齐、济南、天津、北京、郑州等储备项目。

公司未来看点主要在于未来看点在于 15 年外延增量带来的盈利改善。一方面,14 年新开业的哈尔滨市场和佟二堡三期市场带来 2015 年商铺租赁收入增长和 2.59 亿元销售收入的确认;另一方面,公司在手项目丰富,我们预计共计 26.5 万平米体量的乌鲁木齐(11.5 万平米)、济南(15 万平米)项目于 2015 年开业,将确保未来 3 年业绩高增长可持续。

### □ 盈利预测和估值。

我们认为,投资设立互联网金融公司有利于延伸和完善产业链以及拓展新的盈利空间,有利于公司估值提升。外加上 2015 年新市场带来外延增量的确定性,未来三年公司业绩高增长可持续,我们维持“买入”评级。

我们暂时不改盈利预测，14-16 年 EPS 分别为 1.10 元、1.36 元、1.60 元，对应 PE 12 倍、9 倍、8 倍。

□ 风险提示

新业务扩展的不确定性；皮革终端消费需求下滑。

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3,828	3,212	3,989	4,950	<b>营业收入</b>	2,933	3,343	3,978	4,694
现金	1,338	504	573	626	营业成本	831	1,170	1,377	1,549
应收账款	269	392	455	506	营业税金及附加	604	401	477	562
其他应收款	118	243	273	284	销售费用	121	137	151	178
预付账款	21	20	17	14	管理费用	84	94	99	117
存货	1,686	1,666	2,077	2,630	财务费用	(35)	(36)	(52)	(37)
其他流动资产	396	387	595	889	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3,694	3,046	3,373	3,308	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	14	15	30	30
固定资产	393	368	343	319	<b>营业利润</b>	1,335	1,593	1,956	2,354
无形资产	17	16	15	14	营业外收入	77	90	90	90
其他非流动资产	3,284	2,662	3,014	2,975	营业外支出	9	0	0	0
<b>资产总计</b>	7,522	6,258	7,362	8,257	<b>利润总额</b>	1,402	1,683	2,046	2,444
<b>流动负债</b>	3,368	3,245	3,798	3,986	所得税	351	429	500	627
短期借款	4	106	102	98	<b>净利润</b>	1,051	1,254	1,546	1,817
应付账款	616	665	904	1,043	少数股东损益	12	21	25	30
其他流动负债	2,748	2,474	2,791	2,845	<b>归属母公司净利润</b>	1,039	1,233	1,521	1,787
<b>非流动负债</b>	217	276	399	517	<b>EPS (元)</b>	0.93	1.10	1.36	1.60
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	217	276	399	517					
<b>负债合计</b>	3,585	3,522	4,197	4,503					
少数股东权益	128	190	238	296	<b>主要财务比率</b>				
股本	1,120	1,135	1,135	1,135	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
资本公积	441	469	469	469	<b>成长能力</b>				
留存收益	2,247	3,605	5,207	7,159	营业收入	29.67%	14.00%	19.00%	18.00%
归属母公司股东权益	3,808	5,209	6,811	8,763	营业利润	45.50%	19.34%	22.80%	20.34%
<b>负债和股东权益</b>	7,522	8,920	11,246	13,561	归属于母公司净利润	47.47%	18.67%	23.38%	17.48%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	71.65%	65.00%	65.39%	67.00%
					净利率(%)	35.43%	37.51%	38.86%	38.71%
					ROE(%)	26.71%	30.90%	29.40%	26.62%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	47.66%	44.00%	42.80%	30.50%
					净负债比率(%)	46.96%	57.00%	40.32%	38.28%
					流动比率	1.14	0.99	1.05	1.24
					速动比率	0.64	0.48	0.50	0.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.43	0.49	0.58	0.60
					应收账款周转率	23.95	22.22	23.95	23.17
					应付账款周转率	5.02	5.22	5.07	4.82
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.15	1.29	1.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.26	1.74	1.61
					每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.65	6.08	7.82
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.8	13	10.0	9.1
					P/B	3.8	3.0	2.3	1.8
					EV/EBITDA	13.02	6.97	5.89	4.87

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。