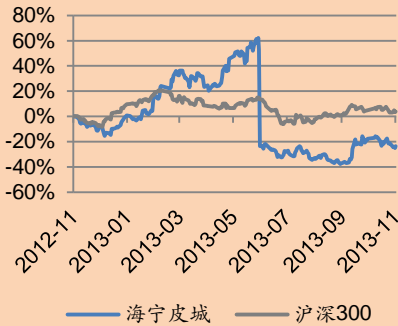




## 海宁皮城 (002344)

投资评级: 买入

报告日期: 2015-03-02



### 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)	193.8
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)	18.5/15

分析师: 韩君

0551-65161830

Hjun2613@126.com

S0010513030001

联系人: 洪叶

021-60956105

hy\_hazq@126.com

S0010113110005

# 业绩将进入改善周期 新业务铸就未来看点

## 主要观点:

□ **事件:** 2014 年公司营收同比下降 16.8%, 归母净利润同比下降 9.9%, EPS0.84 元。

公司发布业绩快报:2014 年实现营业收入 24.4 亿元,同比下降 16.81%;实现归母净利润 9.4 亿元,同比下降 9.87%。EPS 为 0.84 元,同比下降 9.68%,基本符合我们的预期。

□ **下半年无一次性收入确认导致全年营收同比大幅下降。**

去年公司营收出现下降的原因主要是一次性商铺销售收入和房地产收入确认的大幅减少,其中下半年几乎无销售收入的确认。首先,由于公司项目开发和销售的时间差异,造成商铺及配套物业销售确认各年的不均衡,本期销售收入同比下降 68.80%。14 年确认的商铺销售收入仅为时尚产业园 2.22 亿元。而 13 年确认了成都项目和本部三期部分共计 7.11 亿元的销售收入,基数较高。其次,其房地产项目东方艺墅 14 年进行尾盘销售,仅上半年确认了 2073 万元,同比下降 88.61%,仍有 0.9 亿元左右余量未确认。

同时,公司的市场租赁和管理业务实现营收 17.21 亿元,同比增长 11.94%,增幅较上年收窄 41.98% (去年同比增速为 61.12%)。

□ **15 年开始进入业绩改善周期,经营思路创新带来未来看点。**

**15 年公司进入业绩改善周期。**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,具有乌鲁木齐、济南、天津、北京、郑州等储备项目。预计共计 35.6 万平米体量的乌鲁木齐 (11.5 万平)、济南 (15 万平) 项目、本部六期韩国馆 (9.1 万平) 于今年开业,带来商铺租赁收入的增加。叠加股权激励方案,确保公司未来业绩改善。

**经营思路创新带来未来看点。**首先,14 年 11 月投资成立互联网金融公司,通过搭建金融服务平台,服务于存在融资需求的小微商户、企业及消费者,协同专业市场经营完善皮革产业链,同时拓展盈利空间;其次,12 月携手理智约,搭建韩国商品跨境电商平台,在中国开展韩国海外商品购物(B2C,O2O)合作,完善线上布局。

□ **盈利预测和估值。**

我们延续之前对公司的观点:2014 年业绩不佳符合我们之前的预期,且这一负面因素已较为充分反映在股价上。总的来说,公司外延战略清晰,扩张动力强,15 年开始进入业绩改善周期,安全边际较强。同时,管理层经营思路有所革新,进行互联网金融、跨境电商等多方面的创新探索,带来未来新看点。维持“买入”评级。我们暂时不改盈利预测,15-16 年 EPS 分别为 1.36 元、1.60 元,对应 PE 13 倍、11 倍。

□ **风险提示**

皮革终端消费需求下滑;收入确认低于预期。

**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	2440	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	940	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	940	1,521	1,787
<b>非流动负债</b>	217	276	399	517	<b>EPS (元)</b>	0.93	0.84	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	11	13	11
					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。