



海宁皮城 (002344)

投资评级: 买入

报告日期: 2015-03-12



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)	204.3
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

业绩改善再加码 创新转型不停歇

主要观点:

□ 事件: 昨夜公司同时发布两则公告, 如下:

1、签署品牌加盟, 合作经营温州大厦。

公司与金诺投资以及自然人蒋益喜三方就海宁温州大厦项目 1-7 层物业, 签署了品牌加盟及管理输出合作协议, 合作期限至 2051 年 11 月: 公司出资 25.5 万元 (占注册资本的 51%), 与金诺投资共同设立合资公司, 负责标的招商、管理和运营, 经营皮革原料、皮草原料、服装辅料, 并可以配套必要的餐饮休闲服务设施。授权标的使用“海宁中国皮革城原辅料中心”的名称、公司“海宁中国皮革城”的品牌名称和 LOGO, 公司向合资公司派遣董事、监事各 2 名, 总经理、财务负责人各 1 名。

2、互联网金融平台-“皮城金融”正式上线。

公司公告, 旗下互联网金融平台——“皮城金融”, 将于 3 月 16 日正式对外销售产品并举行上线仪式。皮城金融以“立足商圈, 服务产业链”为经营理念, 深度挖掘国内优质商圈和核心产业链的金融需求, 致力于为小微商户和企业提供便捷、低成本的融资服务, 为大众提供安全、高收益的理财产品。

□ 15 年进入业绩改善周期再度加码。

我们认为, 15 年公司进入业绩改善周期。一方面, 本次合资经营温州大厦预计将于下半年开业, 为公司业绩改善再度加码。项目的 1-4 层商业建面有 3 万平方米, 5-7 层 3 万平米为写字楼定位。根据协议, 所有收入的 30.5% 作为品牌使用和管理服务费支付给公司, 预计下半年将对公司业绩产生贡献。此次合作通过品牌加盟及管理输出, 是公司既乌鲁木齐项目后探索发展轻资产运营模式的又一次举措, 实现市场的低成本扩张, 进一步整合市场资源, 提升本部市场的规模效应。

另一方面, 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。此外, 15 年仍将开业的项目包括: 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), 共计 35.6 万平米体量, 将贡献商铺租赁收入。

此外, 公司在手项目丰富, 具有天津、北京、郑州等储备项目, 预计将于未来 3 年陆续开业。叠加股权激励方案, 确保公司未来业绩改善。

□ 互联网金融、韩国馆、跨境电商等创新业务带来未来看点。

此次公司公告的皮城金融是去年投资 2000 万 (占股 40%) 建设互联网金融公司所上线的互联网金融平台。我们认为, 公司具备发展互联网金融的优势: 第一, 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, 市场商户具有较高且稳定的资金周转和理财需求; 第二, 公司自有现金 13 亿, 拥有客户信用数据和需求数据, 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。未来有望依托皮革产业基础发展互联网金融业务, 有利于皮革产业链完善, 或可复制到各地市场, 拓展盈利空间。

此外, 公司今年将开业本部六期韩国馆, 这是公司未来重点发力的一

个方向。叠加去年 12 月携手理智约搭建的韩国商品跨境电商平台，开展韩国海外商品购物(B2C,O2O)合作。我们看好公司创新转型以及线上布局的发展空间。

□ 盈利预测和估值。

我们延续之前对公司的观点：公司 15 年开始进入业绩改善周期，温州大厦的加盟合作再次带来未来的业绩贡献，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、韩国馆、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。我们暂时不考虑温州大厦的业绩贡献，维持盈利预测，15-16 年 EPS 分别为 1.36 元、1.60 元，对应 PE 13 倍、11 倍。

□ 风险提示

皮草终端消费需求下滑进而带来租金下滑；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
流动资产	3,828	3,212	3,989	4,950	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	7,522	6,258	7,362	8,257	利润总额	1,402	1,683	2,046	2,444
流动负债	3,368	3,245	3,798	3,986	所得税	351	429	500	627
短期借款	4	106	102	98	净利润	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	归属母公司净利润	1,039	940	1,521	1,787
非流动负债	217	276	399	517	EPS (元)	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					
负债合计	3,585	3,522	4,197	4,503					
少数股东权益	128	190	238	296	主要财务比率				
股本	1,120	1,135	1,135	1,135	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
资本公积	441	469	469	469	成长能力				
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%
负债和股东权益	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%
					获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					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。