

2014年12月31日

海宁皮城 (002344.SZ)

牵手韩国理智约株式会社 共建跨境电商平台

■公告签约理智约，进军跨境电子商务。公司公告与韩国理智约株式会社签订合作意向协议，搭建韩国商品跨境电商平台。

■跨领域电商领军企业，资金、平台优势显著。

■构建海外商品购物平台，探索多业态布局。合作事项披露详尽，公司权利义务定位清晰平台；签约理智约，战略布局思维严谨。

■投资建议：“买入-A”投资评级，6个月目标价20.10元。我们预计公司2014年-2016年的收入增速分别为-0.1%、38.2%、11.5%，净利润增速分别为19.8%、35.3%、6.5%，成长性突出；给予买入-A的投资评级。

风险提示：

1、本协议为双方合作的意向性协议，具体的合作协议尚需双方进一步协商确定并经本公司董事会审议批准，各项合作实现的效益尚具有一定的不确定性。

2、目前该项合作尚处于意向阶段，对本年度经营成果不会产生影响。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,261.5	2,932.6	2,930.1	4,050.0	4,517.5
净利润	704.6	1,039.0	1,244.9	1,684.7	1,793.8
每股收益(元)	0.63	0.93	1.11	1.50	1.60
每股净资产(元)	2.60	3.40	4.33	5.59	6.94

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	25.2	17.1	14.3	10.5	9.9
市净率(倍)	6.1	4.7	3.7	2.8	2.3
净利润率	31.2%	35.4%	42.5%	41.6%	39.7%
净资产收益率	24.2%	27.3%	25.7%	26.9%	23.1%
股息收益率	0.8%	0.9%	1.1%	1.5%	1.6%
ROIC	-127.3%	-67.0%	-173.4%	-69.4%	-113.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

贸易 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

20.10元

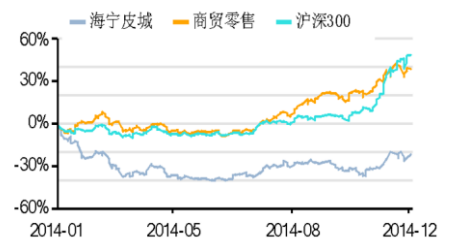
股价(2014-12-30)

15.37元

交易数据

总市值(百万元)	17,214.40
流通市值(百万元)	16,902.54
总股本(百万股)	1,120.00
流通股本(百万股)	1,099.71
12个月价格区间	12.22/20.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-12.76	-36.08	-74.65
绝对收益	10.34	4.99	-24.29

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

业绩看销售确认，估值底部	2014-11-12
建议关注	
内修外扩稳增长，静待行业回暖	2014-09-15
聚潮争流已见效，观海逐涛	2014-09-01
亦可期	

公告签约理智约，进军跨境电子商务。公司公告与韩国理智约株式会社签订合作意向协议，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，协议项下合作期限3年。公司深耕皮革专业市场，借力理智约打通韩国商品进口渠道，海外布局阶段性告捷。

跨领域电商领军企业，资金、平台优势显著。第一，理智约13年12月27日在韩国KOSDAQ上市，注册资本45亿韩元，借靠资本市场稳健资金，强化平台营运可持续性发展；第二，理智约网络平台包括福利购物中心、文化休闲、生活保障、健康管理、自我发展、家庭亲和六大类型，共270万种商品和项目，占据韩国企业福利消费市场约50%份额，跨领域电商平台弱化单类型服务波动性风险，业绩长期增长态势向上；第三，离线市场加盟商户储备资源丰富，拥有6500余家加盟商户，全国性布局提升服务时效性，增强客户粘性。

构建海外商品购物平台，探索多业态布局。合作事项披露详尽，公司权利义务定位清晰：第一，构建On-line(B2C, O2O)韩国商品运营基础；第二，开发、流通中国市场所需商品；第三，提供理智约海外流通平台(韩国购物馆)发展所需营销、教育等支援业务；第四，公司为理智约在中国唯一合作伙伴。签约理智约，战略布局思维严谨：第一，共同构建韩国海外商品购物平台，致力跨境电商，加快公司配套电商业务发展，未来双方拟成立合资公司进行深度合作；第二，分享跨境电商政策红利，试点政策下合法跨境进口电商平台享有进口适用行邮税优惠政策，跨境电商是未来拉动消费升级重要补充，丰富公司未来看点；第三，皮革产品同质化趋势显现，价值定位替代性强，完善多业态、多品类市场布局迫在眉睫，试点韩国馆联动多业态，为成都二期运营模式合理化设定提供借鉴。

维持盈利预测，维持增持。携手理智约，构建海外商品购物平台，协调“智慧市场”APP共同发力，线上优势突出；国内储备项目(本部六期、佟二堡三期、济南、天津、北京、郑州等)15-16年有序落地；试点韩国馆，联动多业态共赢。我们预测公司14-16年EPS为1.11元、1.50元、1.60元，对应PE为14、10、10倍，维持“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年12月29日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,261.5	2,932.6	2,930.1	4,050.0	4,517.5	成长性					
减:营业成本	907.1	831.4	809.8	1,079.6	1,223.8	营业收入增长率	21.8%	29.7%	-0.1%	38.2%	11.5%
营业税费	295.8	603.6	351.6	526.5	632.5	营业利润增长率	26.5%	45.5%	20.7%	37.3%	7.2%
销售费用	108.7	121.0	123.1	166.1	187.5	净利润增长率	33.7%	47.5%	19.8%	35.3%	6.5%
管理费用	73.1	84.3	86.4	113.4	131.0	EBITDA 增长率	30.5%	47.4%	19.3%	34.7%	6.7%
财务费用	-42.0	-34.8	-35.0	-35.0	-20.0	EBIT 增长率	28.8%	49.1%	20.8%	38.1%	8.0%
资产减值损失	6.3	1.5	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	28.4%	49.7%	21.3%	38.1%	8.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	184.4%	-53.2%	244.8%	-33.7%	90.4%
投资和汇兑收益	4.7	14.2	20.0	15.0	10.0	净资产增长率	25.0%	30.2%	26.9%	28.7%	23.7%
营业利润	917.4	1,334.8	1,611.2	2,211.4	2,369.8	利润率					
加:营业外净收支	55.3	67.2	68.5	61.6	50.5	毛利率	59.9%	71.6%	72.4%	73.3%	72.9%
利润总额	972.7	1,402.0	1,679.7	2,273.1	2,420.3	营业利润率	40.6%	45.5%	55.0%	54.6%	52.5%
减:所得税	248.9	350.6	419.9	568.3	605.1	净利润率	31.2%	35.4%	42.5%	41.6%	39.7%
净利润	704.6	1,039.0	1,244.9	1,684.7	1,793.8	EBITDA/营业收入	43.5%	49.4%	59.0%	57.5%	55.0%
						EBIT/营业收入	38.7%	44.5%	53.8%	53.7%	52.0%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	55	51	39	15	2
货币资金	1,352.8	1,338.3	4,114.1	4,745.7	7,672.9	流动营业资本周转天数	-205	-164	-207	-178	-171
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	450	396	555	589	697
应收账款	303.3	269.1	325.6	532.9	385.9	应收账款周转天数	43	35	37	38	37
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	182	156	136	133	139
预付帐款	22.4	20.8	23.4	34.0	31.2	总资产周转天数	884	843	996	892	959
存货	852.2	1,685.8	533.4	2,457.2	1,036.0	投资资本周转天数	-157	-131	-186	-174	-180
其他流动资产	96.0	513.7	205.4	271.7	330.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.2%	27.3%	25.7%	26.9%	23.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.6%	14.0%	14.5%	15.0%	14.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-127.3%	-67.0%	-173.4%	-69.4%	-113.0%
投资性房地产	3,072.4	3,159.7	3,159.7	3,159.7	3,159.7	费用率					
固定资产	439.5	393.3	241.3	89.3	-46.2	销售费用率	4.8%	4.1%	4.2%	4.1%	4.2%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	3.2%	2.9%	3.0%	2.8%	2.9%
无形资产	18.2	16.8	16.2	15.5	14.9	财务费用率	-1.9%	-1.2%	-1.2%	-0.9%	-0.4%
其他非流动资产	57.7	104.1	65.3	72.7	77.7	三费/营业收入	6.2%	5.8%	6.0%	6.0%	6.6%
资产总额	6,214.5	7,521.5	8,691.2	11,387.6	12,674.3	偿债能力					
短期债务	3.8	3.8	-	-	-	资产负债率	51.3%	47.7%	42.5%	43.6%	37.3%
应付帐款	1,200.0	1,201.0	614.5	2,044.5	1,052.8	负债权益比	105.5%	91.1%	74.0%	77.2%	59.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.85	1.14	1.45	1.67	2.07
其他流动负债	1,874.1	2,163.1	2,971.5	2,768.9	3,510.9	速动比率	0.58	0.64	1.30	1.16	1.85
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-20.82	-37.53	-45.04	-62.18	-117.49
其他非流动负债	112.9	217.1	110.0	146.6	157.9	分红指标					
负债总额	3,190.8	3,584.9	3,696.0	4,960.1	4,721.6	DPS(元)	0.13	0.15	0.18	0.24	0.26
少数股东权益	115.8	128.2	143.1	163.2	184.6	分红比率	19.9%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
股本	560.0	1,120.0	1,120.0	1,120.0	1,120.0	股息收益率	0.8%	0.9%	1.1%	1.5%	1.6%
留存收益	2,347.9	2,688.4	3,732.0	5,144.3	6,648.1						
股东权益	3,023.7	3,936.6	4,995.1	6,427.5	7,952.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	723.8	1,051.4	1,244.9	1,684.7	1,793.8	EPS(元)	0.63	0.93	1.11	1.50	1.60
加:折旧和摊销	109.7	146.3	152.6	152.6	136.1	BVPS(元)	2.60	3.40	4.33	5.59	6.94
资产减值准备	6.3	1.5	-	-	-	PE(X)	25.2	17.1	14.3	10.5	9.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.1	4.7	3.7	2.8	2.3
财务费用	1.9	4.7	-35.0	-35.0	-20.0	P/FCF	10.8	66.9	6.1	19.9	5.5
投资损失	-4.7	-14.2	-20.0	-15.0	-10.0	P/S	7.8	6.1	6.1	4.4	3.9
少数股东损益	19.2	12.4	14.9	20.1	21.4	EV/EBITDA	10.7	13.0	6.1	4.3	2.8
营运资金的变动	755.2	262.9	1,555.2	-951.3	1,268.9	CAGR(%)	33.1%	20.0%	30.7%	33.1%	20.0%
经营活动产生现金流量	1,348.4	1,353.4	2,912.6	856.2	3,190.2	PEG	0.8	0.9	0.5	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-1,155.3	-1,280.1	33.3	12.8	7.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-154.7	-135.3	-170.1	-237.4	-270.0	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034