2014-12-29

公司报告(点评报告)

评级 推荐 维持

海宁皮城（002344）

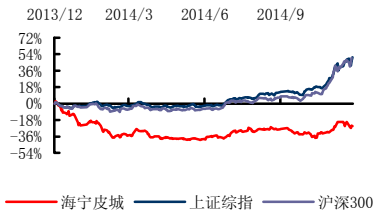
拟合作开展韩国跨境电商，低估值转型标的强烈推荐

分析师：李锦
☎ (8627)68799539
✉ lijin3@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490514080004

联系人：
☎
✉

联系人： 杨靖凤
☎ (8621)68751636
✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《现价推行期权激励方案，多元化业务发展值得期待》2014-12-16

《关注旺季市场景气度及韩国馆项目进度》2014-10-29

《下半年业绩弹性较大，关注旺季景气度改善》2014-8-20

报告要点

■ 事件描述

公司公告与韩国理智约株式会社签订合作意向协议，双方拟就搭建韩国商品跨境电商平台开展合作，合作期限 3 年，且公司为理智约在中国的唯一合作伙伴。

■ 事件评论

➢ **双渠道推进韩国馆，乘跨境政策起航。**公司本次签约对象理智约为韩国上市商贸公司，注册资本 45 亿韩元，占据韩国企业福利消费市场约 50%份额，其电商平台拥有包括文化休闲、生活保障、健康管理等 270 万种商品和项目。同时，公司于 2014 年 12 月 20-22 日开展韩国时尚商品博览会，共吸引 2 万多观众，达成意向成交金额 1.25 亿元，有 40 余家品牌展商有意向落户海宁。我们判断，2015 年公司韩国商品布局将全面铺开，线下本部六期 12 万平米韩国商品博览会预计于 2015 年 8 月开业，线上合资成立的跨境电商平台预计于 2015 年秋季投入使用。我们认为，商品及供应商资源在公司多元化业务转型过程中显得尤为关键，而本次同韩国商贸公司在国内排他性的合作协议，无疑是公司向韩国商品转型中的一次里程碑事件。以电商模式展开合作，将突破公司实体售卖的地域限制，并且未来有望持续获益于中韩自贸区协议以及跨境电商政策带来的税收优惠。

➢ **短期看业绩低位企稳回升，长期看多元化业务转型。**我们认为公司在目前时点迎来业绩以及战略双拐点阶段：第一，2013-2014 年皮革皮草行业受需求紧缩、廉政政策、暖冬效应等影响，商户收入、盈利能力均备受考验，我们认为目前时点，行业调整已经过了最快下行阶段，同时通过跟踪公司项目情况，我们判断公司 2015 年业绩有望获得低位改善；第二，公司作为皮革行业商业物业龙头企业，掌握近 3000 家商户资源，本部客流接近 600 万人/年，旗下运营有超过 180 万平米商业物业，年租金及管理费收入超过 15 亿元。我们判断，供应商资源、消费者基础叠加充裕现金流，是公司发展 P2P 业务以及逐步布局韩国商贸业务的基础。考虑到公司上市前管理层直接持股，上市后新管理层拟以 16.2 元/股价格授予股票期权，管理层诉求同公司业绩及股价表现实现强绑定，进一步利好公司发展。

➢ **投资逻辑：**我们预计 2014-2015 年 EPS 为 0.97 元和 1.15 元，对应目前股价 PE 为 16 倍和 14 倍，同期 SW 商业贸易/专业市场对应 2015 年一致预期估值为 27 倍和 21 倍，海皮可比估值优势较为突出，在目前时点公司拥有：业绩环比改善+转型战略加速+强激励机制三大看点，重申推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**2933**	**2950**	**3400**	**4100**
营业成本	831	811	889	1000
毛利	**2101**	**2139**	**2511**	**3100**
%营业收入	*71.6%*	*72.5%*	*73.9%*	*75.6%*
营业税金及附加	604	480	480	500
%营业收入	*20.6%*	*16.3%*	*14.1%*	*12.2%*
销售费用	121	124	139	168
%营业收入	*4.1%*	*4.2%*	*4.1%*	*4.1%*
管理费用	84	91	102	123
%营业收入	*2.9%*	*3.1%*	*3.0%*	*3.0%*
财务费用	-35	-35	-30	-20
%营业收入	*-1.2%*	*-1.2%*	*-0.9%*	*-0.5%*
资产减值损失	2	0	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	14	0	0	0
营业利润	**1340**	**1479**	**1817**	**2325**
%营业收入	*45.7%*	*50.1%*	*53.4%*	*56.7%*
营业外收支	67	29	0	0
利润总额	**1402**	**1508**	**1817**	**2325**
%营业收入	*47.8%*	*51.1%*	*53.4%*	*56.7%*
所得税费用	351	377	454	581
净利润	1051	1131	1363	1744
归属于母公司所有者的净利润	**1039.0**	**1086.8**	**1293.0**	**1534.4**
少数股东损益	12	44	70	209
EPS（元/股）	**0.93**	**0.97**	**1.15**	**1.37**

现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	**1353**	**914**	**1374**	**1868**
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-964	-430	-434	-341
其他	-316	0	0	0
投资活动现金流净额	**-1280**	**-430**	**-434**	**-341**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	-4	0	0
筹资成本	140	-128	-164	-210
其他	-276	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-135**	**-132**	**-164**	**-210**
现金净流量	**-62**	**353**	**776**	**1317**

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1338	1691	2467	3784
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	269	271	312	376
存货	1686	2447	3027	3700
预付账款	21	30	37	46
其他流动资产	514	539	604	728
流动资产合计	**3828**	**4978**	**6447**	**8634**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	3160	3160	3160	3160
固定资产合计	393	789	1170	1439
无形资产	17	16	15	14
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	93	0	1	1
其他非流动资产	31	31	31	31
资产总计	**7522**	**8974**	**10824**	**13280**
短期贷款	4	0	0	0
应付款项	616	894	1105	1351
预收账款	1254	1262	1454	1753
应付职工薪酬	13	19	23	28
应交税费	523	470	512	593
其他流动负债	958	1208	1439	1750
流动负债合计	**3368**	**3852**	**4534**	**5476**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	217	217	217	217
负债合计	**3585**	**4069**	**4751**	**5693**
归属于母公司所有者权益	3808	4732	5831	7135
少数股东权益	128	172	242	451
股东权益	**3937**	**4904**	**6073**	**7587**
负债及股东权益	**7522**	**8974**	**10824**	**13280**

基本指标				
EPS	0.928	0.970	1.154	1.370
BVPS	3.40	4.23	5.21	6.37
PE	17.09	16.33	13.73	11.57
PEG	1.23	1.18	0.99	0.83
PB	4.66	3.75	3.04	2.49
EV/EBITDA	11.33	10.86	8.31	5.88
ROE	27.3%	23.0%	22.2%	21.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘　露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨　忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于市场
	中　　性：	相对表现与市场持平
	看　　淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	推　　荐：	相对大盘涨幅大于 10%
	谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对大盘涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

研究部/机构客户部

上海
浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
（200122）
电话：021-68751100
传真：021-68751151

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
（430015）
传真：027-65799501

北京
西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
（100032）
传真：021-68751791

深圳
深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
（518000）
传真：0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。