

海宁皮城

成立跨境电商公司，后续转型升级有望不断落地助力二次跨越

公司动态

公司近况

海宁皮城公告，公司与韩国理智约、皮盟投资（公司管理层持股公司）成立合资企业浙江飘洋过海信息科技有限公司（持股比例分别为 40%/40%/20%），以从事跨境电子商务平台开发。该跨境电商平台计划于 2015 年 7 月投入使用。

评论

- 1、跨境电商业务如期落地，加快公司转型升级。**该跨境电商合资公司的成立，是公司继 2014 年 12 月 26 日与其签订合作意向后的进一步落地。发力跨境电商业务，是公司践行“互联网+”发展思路，探索“走出去”战略的重要举措，有助于公司打造专属的“连锁市场跨境 O2O”模式。
- 2、借助韩国理智约的优秀供应链能力，打造韩国海外商品购物平台。**理智约是韩国最大的福利商品电商平台，约占韩国企业福利消费市场约 50% 的份额，其网络平台包括福利购物中心、文化休闲、生活保障、健康管理等六大类型，270 万余种商品，供应链管理能力强。通过将时尚优质的韩国商品引入国内，不仅有助于公司业务模式的转型升级，还能有效补充公司下半年开业的韩国时尚中心项目。预计公司未来在跨境电商业务将以直营模式为主，通过海外直购、保税仓备货等方式，销售韩流爆款产品与健康、旅游等服务。
- 3、管理层参股，奠定可持续发展良好机制。**本次成立的合资跨境电商公司中，公司核心骨干通过皮盟投资持有 20% 股权，良好的激励机制与公司的营销推广优势，有利于该业务快速发展。
- 4、渠道网络方面公司全国布点战略快速推进，新业务领域不断取得突破。**目前公司已进入渠道外延拓展高峰，15 年 Q3 预计济南、乌鲁木齐（轻资产运作模式）、本部韩国城项目开业，16 年 Q3 预计郑州、成都二期等项目开业，公司商业面积有望倍增；互联网金融领域公司已成立海宁担保公司与互联网金融公司，互联网金融平台“皮城金融”也于 3 月 16 日上线，与商业协同互补性强。

估值建议

暂维持盈利预测并重申推荐。后续关注公司商业模式创新、互联网金融业务推进、韩国城项目以及跨境电商业务进展。考虑公司正积极多元拓展有望实现二次跨越，上调目标价 10% 至 33 元，对应 2015 年 34 倍 P/E。

风险

皮衣消费持续不景气。

樊俊豪

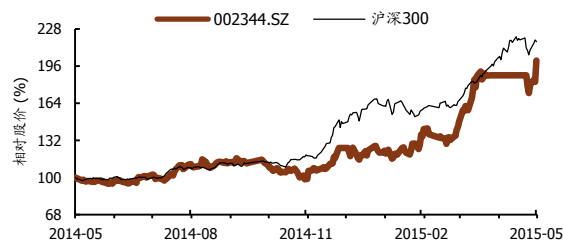
分析师
junhao.fan@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080513080004
SFC CE Ref: BDO986

郭海燕

分析师
haiyan.guo@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080511080006
SFC CE Ref: AIQ935

维持推荐

股票代码	002344.SZ
最新收盘价	人民币 25.92
目标价	人民币 33.00
52 周最高价/最低价	人民币 25.92~12.14
总市值(亿)	人民币 290
30 日日均成交额(百万)	人民币 808.22
发行股数(百万)	1,120
其中: 自由流通股(%)	32
30 日日均成交量(百万股)	34.06
主营业务	零售



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,933	2,439	2,792	3,105
增速	29.7%	-16.8%	14.5%	11.2%
归属母公司净利润	1,039	936	1,082	1,202
增速	47.5%	-9.9%	15.6%	11.1%
每股净利润	0.93	0.84	0.97	1.07
每股净资产	3.40	4.09	4.98	5.97
每股股利	0.15	0.12	0.14	0.15
每股经营现金流	1.21	0.61	0.52	1.32
市盈率	27.9	31.0	26.8	24.1
市净率	7.6	6.3	5.2	4.3
EV/EBITDA	17.6	19.2	16.8	14.8
股息收益率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
平均总资产收益率	15.1%	11.6%	12.1%	12.1%
平均净资产收益率	30.9%	22.3%	21.3%	19.6%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	2,933	2,439	2,792	3,105	营业收入	29.7%	-16.8%	14.5%	11.2%
营业成本	831	750	757	810	营业利润	45.5%	-9.7%	17.1%	11.7%
营业税金及附加	604	278	419	466	EBITDA	40.8%	-6.2%	15.3%	11.5%
营业费用	121	155	134	158	净利润	47.5%	-9.9%	15.6%	11.1%
管理费用	84	84	89	112	盈利能力				
财务费用	-35	-28	-25	-25	毛利率	71.6%	69.3%	72.9%	73.9%
其他	2	14	14	14	营业利润率	45.5%	49.4%	50.5%	50.8%
营业利润	1,335	1,205	1,411	1,577	EBITDA 利润率	54.0%	60.9%	61.3%	61.5%
营业外收支	85	97	79	79	净利率	35.4%	38.4%	38.8%	38.7%
利润总额	1,402	1,284	1,484	1,650	偿债能力				
所得税	351	325	375	417	流动比率	1.14	1.05	1.18	1.33
少数股东损益	12	23	26	30	速动比率	0.64	0.66	0.61	0.75
归属母公司净利润	1,039	936	1,082	1,202	现金比率	0.38	0.27	0.18	0.35
EBITDA	1,583	1,485	1,712	1,909	资产负债率	47.7%	44.7%	37.1%	34.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,286	820	475	1,016	回报率分析				
应收账款及票据	151	210	107	119	总资产收益率	15.1%	11.6%	12.1%	12.1%
预付款项	21	14	38	43	净资产收益率	30.9%	22.3%	21.3%	19.6%
存货	1,686	1,183	1,520	1,705	每股指标				
其他流动资产	684	986	986	986	每股净利润 (元)	0.93	0.84	0.97	1.07
流动资产合计	3,828	3,212	3,125	3,869	每股净资产 (元)	3.40	4.09	4.98	5.97
固定资产及在建工程	393	634	859	1,069	每股股利 (元)	0.15	0.12	0.14	0.15
无形资产及其他长期资产	3,301	4,836	5,289	5,727	每股经营现金流 (元)	1.21	0.61	0.52	1.32
非流动资产合计	3,694	5,470	6,148	6,796	估值分析				
资产合计	7,522	8,682	9,274	10,664	市盈率	27.9	31.0	26.8	24.1
短期借款	4	3	3	3	市净率	7.6	6.3	5.2	4.3
应付账款及票据	616	645	595	637	EV/EBITDA	17.6	19.2	16.8	14.8
其他流动负债	2,748	2,412	2,045	2,259	股息收益率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
流动负债合计	3,368	3,060	2,642	2,899					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	217	819	802	802					
负债合计	3,585	3,879	3,444	3,700					
股东权益合计	3,808	4,577	5,578	6,682					
少数股东权益	128	225	252	282					
负债及股东权益合计	7,522	8,682	9,274	10,664					
现金流量表									
净利润	1,039	936	1,082	1,202					
折旧和摊销	146	174	203	234					
营运资本变动	214	145	-676	55					
其他	-46	-570	-21	-17					
经营活动现金流	1,353	686	588	1,474					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	0	0	0	0					
投资活动现金流	-1,280	-1,474	-859	-859					
股权融资	0	74	74	74					
银行借款	0	16	8	25					
其他	5	365	0	0					
筹资活动现金流	-135	322	-73	-73					
汇率变动对现金的影响	-4	1	0	0					
现金净增加额	-62	-467	-345	541					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

海宁皮城是一家集商贸、金融、信息服务等为一体的全国最大的皮革专业市场之一，是华东地区最大的箱包交易区，市场内的皮革服装交易辐射全国和海外市场。公司主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的销售、租赁，始终致力于整合皮革产业价值链的上下游，在皮革制品生产、营销和交易等环节。海宁皮革产业集群已形成了以皮革服装、沙发套和成品沙发、制革为主体，以皮革票夹、皮革化工、箱包及五金配件和皮革手套等小制品为辅的较为完整的产业体系。

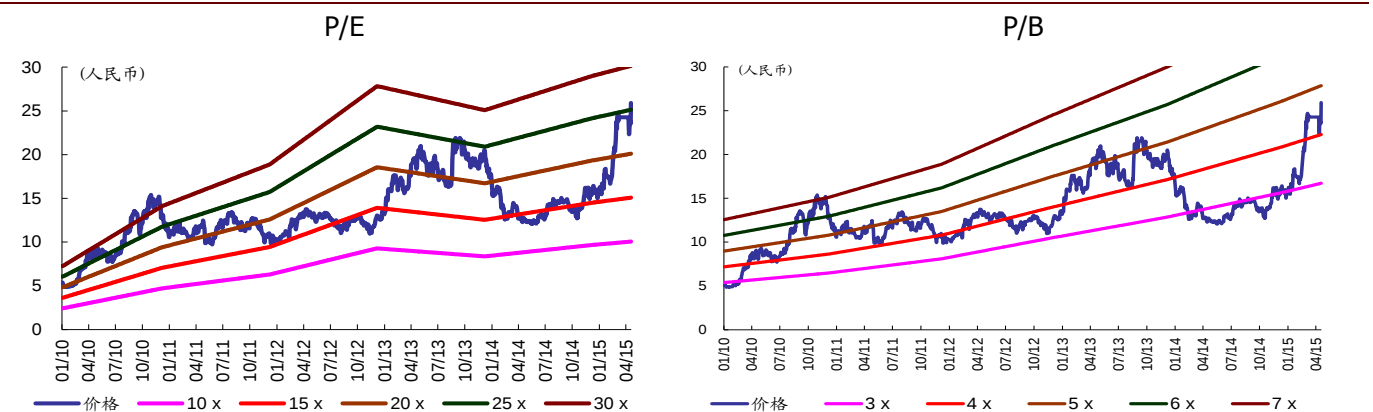


图表 1: 可比公司估值表

代码			公司	股价	总市值		净利润 (百万元)						每股净利润			市盈率			14年底-16年底		PEG
						(百万元)	2014A	YoY	2015E	YoY	2016E	YoY	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	净利润 CAGR		
百货和购物中心																					
跨区域发展	600694.SH	大商股份	58.78	17,265	1,228	4.1%	1,320	7.5%	1,404	6.3%	4.18	4.49	4.78	14.1	13.1	12.3	6.9%	2.0			
	600859.SH	王府井	29.87	13,823	636	-8.4%	669	5.2%	729	8.8%	1.37	1.45	1.57	21.7	20.7	19.0	7.0%	3.1			
	600778.SH	友好集团	12.18	3,794	92	-68.5%	84	-9.0%	101	21.3%	0.29	0.27	0.33	41.3	45.4	37.4	5.1%	8.1			
中西部和东北	600729.SH	重庆百货	32.71	13,298	492	-39.9%	522	6.2%	567	8.6%	1.21	1.28	1.40	27.0	25.5	23.4	7.4%	3.7			
	000417.SZ	合肥百货	11.34	8,844	366	-16.4%	419	14.5%	462	10.2%	0.47	0.54	0.59	24.2	21.1	19.2	12.3%	2.0			
	600697.SH	欧亚集团	34.52	5,492	299	21.8%	344	15.1%	403	17.2%	1.88	2.16	2.53	18.4	16.0	13.6	16.1%	1.1			
	002277.SZ	友阿股份	19.19	10,852	352	-14.4%	351	-0.4%	376	7.0%	0.62	0.62	0.66	30.8	30.9	28.9	3.3%	9.4			
	000501.SZ	鄂武商A	21.13	11,178	660	41.8%	712	7.9%	814	14.4%	1.25	1.35	1.54	16.9	15.7	13.7	11.1%	1.5			
	600785.SH	新华百货	22.00	4,964	194	2.6%	219	13.1%	256	16.6%	0.86	0.97	1.13	25.6	22.6	19.4	14.8%	1.7			
	600858.SH	银座股份	13.51	7,026	181	-32.4%	395	118.7%	436	10.4%	0.35	0.76	0.84	38.9	17.8	16.1	55.4%	0.7			
长三角地区	600827.SH	百联股份	22.08	38,033	1046	1.0%	1,233	17.9%	1,396	13.2%	0.61	0.72	0.81	36.3	30.8	27.2	15.5%	2.3			
	600280.SH	中央商场	22.84	13,114	408	-28.5%	514	26.0%	545	6.1%	0.71	0.89	0.95	32.2	25.5	24.1	15.6%	2.1			
北京和广州地区	000882.SZ	华联股份	6.34	14,113	74	13.1%	259	248.2%	332	28.1%	0.03	0.12	0.15	189.9	54.5	42.6	111.2%	1.7			
	600723.SH	首商股份	10.92	7,190	335	1.7%	358	6.8%	377	5.5%	0.51	0.54	0.57	21.5	20.1	19.1	6.1%	3.5			
超市类公司																					
	601933.SH	永辉超市	11.26	45,800	852	18.2%	1,163	36.6%	1,406	20.9%	0.21	0.29	0.35	53.8	39.4	32.6	28.5%	1.9			
	000759.SZ	中百集团	10.64	7,246	186	9.0%	180	-3.2%	201	11.7%	0.27	0.26	0.30	38.9	40.2	36.0	4.0%	9.8			
	600361.SH	华联综超	10.11	6,731	102	152.6%	61	-40.5%	69	12.6%	0.15	0.09	0.10	65.7	110.3	98.0	-18.1%	-3.6			
	002251.SZ	步步高	32.42	22,959	345	-16.9%	460	33.2%	505	9.8%	0.49	0.65	0.71	66.5	49.9	45.4	21.0%	3.2			
电子商务公司																					
	002024.SZ	苏宁云商	20.00	147,661	867	133.2%	-115	-113.3%	119	203.6%	0.12	-0.02	0.02	170.3	-	-	-	-			
	300413.SZ	快乐购	66.57	26,695	154	-16.6%	186	20.9%	247	32.7%	0.38	0.46	0.62	173.2	143.3	108.0	26.6%	6.5			
专业市场经营者																					
	002344.SZ	海宁皮城	25.92	29,030	936	-9.9%	1082	15.6%	1202	11.1%	0.84	0.97	1.07	31.0	26.8	24.1	13.3%	2.3			
	000861.SZ	海印股份	17.44	20,651	282	-29.0%	395	39.9%	482	22.2%	0.24	0.33	0.41	73.2	52.3	42.8	30.7%	2.4			
	600415.SH	小商品城	14.86	80,886	409	-42.2%	742	81.4%	1,453	95.7%	0.08	0.14	0.27	197.8	109.0	55.7	88.5%	2.2			
	600790.SH	轻纺城	15.73	12,669	330	-9.6%	364	10.2%	452	24.2%	0.41	0.45	0.56	38.4	34.8	28.0	17.0%	2.3			

资料来源: Wind, 中金公司研究部 注: *公司盈利预测使用 Wind 一致预期。

图表 2: P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

