



上市公司季报点评

研究报告
批发和零售贸易

中性 维持

海宁皮城 (002344)

2010 年 4 月 22 日

10 年一季度实现每股收益 0.03 元，同比大幅增长

2010 年 4 月 21 日收盘于 35.25 元
6 个月目标价: 27.30 元

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

公司今日 (2010年4月22日) 发布2010年一季度报。2010年一季度公司实现营业总收入1.06亿元, 同比增长52.44%; 实现利润总额1105万元, 同比增长401.59%; 实现归属于上市公司股东的净利润892万元, 同比增长828.60%; 实现摊薄每股收益0.032元; 实现每股经营性现金流为0.14元, 同比下降33.33% (主要是报告期内在建项目预付工程款增加额大于预售房款及预收租金增加额所致)。

简评和投资建议。公司报告期内收入增加3647万元, 增幅为52.44%, 主要来源于商铺和厂房租金收入增加, 及进出口公司商品销售收入增加。商铺租金增加, 也带动了公司综合毛利率也同比提升了5.66个百分点至43.01%。费用率方面, 公司一季度销售费用率为20.40%, 同比上升8.28个百分点, 主要是期内对现有商铺加大了广告营销投入; 管理费用率为8.21%, 同比下降6.26个百分点, 主要是公司将部分工资奖金在2009年底已经进行了计提发放, 而不是放在2010年一季度发放, 管理费用同比净下降了136万元; 财务费用率为-2.49%, 同比下降了3.46个百分点, 主要是报告期内归还部分流动资金借款, 发行股票收到投资款、银行存款利息增加所致。公司总体期间费用率略下降1.44个百分点。

公司一季报业绩仅0.032元, 但同比增速较高 (828.60%), 这一方面与去年同期较低的收入基数有关, 另一方面也含有专业市场经营较高毛利率和费用率弹性因素。

公司同时公告了预计的 2010 年上半年经营业绩: “预计归属于上市公司股东的净利润同比增长 120%-150%之间”。按此测算, 公司 2010 年上半年可实现归属于上市公司股东的净利润约 1.15 亿元-1.31 亿元, 折每股收益约 0.411-0.467 元。我们推测公司更多的租金收入和商铺销售收入将在二季度确认。

我们维持对公司 2010 年全年 0.61 元的每股收益预测, 同比增长 76.61%; 预测公司 2011 年 EPS 为 1.18 元, 同比增长 91.54%, 其中商铺租赁业务贡献 0.54 元, 商铺销售业务贡献 0.35 元, 地产业务贡献 0.29 元。另外, 若公司能够在 2010 年-2011 年间成功完成收购或新建市场, 或者佟二堡项目 2011 年租赁单价提幅明显超预期 (大部分为 1 年签), 将构成我们调整 2011 年盈利预测的因素。从业绩趋势上, 未来 3-年左右时间内, 公司具备内涵提升和外延扩张共同驱动的业绩高成长性。

我们仍旧认可公司的业态发展和拓展能力, 并对公司之后的外延扩张抱以积极的预期。估值上, 我们依然强调此前的分业务 PE 方法以及长期内的 DCF 估值方法, 其中前者推导的目标价值约 27.3 元, 而按照 DCF 估值方法, 其内含价值也约在 28 元左右, 公司短期估值偏高, 维持“中性”评级。

市场对该公司的异地扩张能力给予了高度认同, 并对后续期间的业绩释放持续抱以乐观情绪。我们也建议投资者从业绩和扩张的可持续性角度, 更多的观察公司佟二堡项目未来的运营情况, 以及在其他外延扩张项目的进展。若能得到良好确认, 将支撑其当前较高估值。

更多的分析, 敬请参阅我们的调研报告 (佟二堡和四期项目招商或超预期, 外延扩张支撑业绩增长, 维持增持 20100322) 以及 2009 年季报点评 (业绩高成长性和持续外延扩张能力值得肯定, 但短期估值偏高, 维持中性 20100416)

表 1 (下页) 是我们对公司 2010-11 年合并损益表基本指标的预测。

表 1 海宁皮城合并损益表及预测（2007-2011E，2010 年 4 月 15 日更新）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	64734	64586	55966	86135	145521
同比增长 (%)	48.57	-0.23	-13.35	53.91	68.95
营业总成本(万元)	54417	51272	44961	63090	99156
营业成本(万元)	42983	38601	33044	47155	75360
营业成本/营业收入 (%)	66.40	59.77	59.04	54.75	51.79
营业税金及附加(万元)	4370	4915	5015	7278	11642
营业税金及附加/营业收入(%)	6.75	7.61	8.96	8.45	8.00
销售费用(万元)	4521	2926	2507	3704	5966
销售费用/营业收入(%)	6.98	4.53	4.48	4.30	4.10
管理费用(万元)	2044	3074	3602	4737	6185
管理费用/营业收入(%)	3.16	4.76	6.44	5.50	4.25
财务费用(万元)	811	1811	652	215	3
资产减值损失(万元)	-313	-57	142	0	0
非经营性净收益(万元)	1501	-372	4	0	0
营业利润(万元)	11819	12942	11008	23044	46365
同比增长 (%)	118.45	9.50	-14.94	109.34	101.20
营业外收入(万元)	693	589	2417	500	500
营业外支出(万元)	85	115	77	150	150
利润总额(万元)	12428	13415	13348	23394	46715
同比增长 (%)	111.93	7.95	-0.50	75.27	99.68
所得税费用(万元)	4151	3670	3496	5849	11679
有效所得税率 (%)	33.40	27.36	26.19	25.00	25.00
净利润(万元)	8276	9745	9852	17546	35036
同比增长 (%)	107.08	17.75	1.09	78.10	99.68
净利润率 (%)	12.78	15.09	17.60	20.37	24.08
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8090	8463	9736	17195	32935
同比增长 (%)	128.01	4.61	15.04	76.61	91.54
少数股东损益(万元)	186	1282	116	351	2101
基本每股收益(元)	0.289	0.302	0.348	0.614	1.176

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

海宁皮城 2009 年报点评：业绩高成长性和持续外延扩张能力值得肯定，但短期估值偏高,维持中性 20100416

海宁皮城公告点评：佟二堡招商超预期得到确认，后续关注四期项目招商和外延扩张进展，虽中长期看好公司，但因估值原因下调评级到中性）201003

海宁皮城调研简报：佟二堡和四期项目招商或超预期，外延扩张支撑业绩增长，维持增持，20100322

海宁皮城 2009 年业绩快报点评：09 年业绩符合预期，未来两年业绩增长潜力较大，维持增持，20100225

海宁皮城公告点评：超募资金用于主业发展，增厚业绩，首次给予“增持”评级，20100202

海宁皮城跟踪报告：高PE发行，未来期间业绩增长潜力较大，20100125

海宁皮城新股询价建议：内涵提升与外延扩张并举的皮革市场龙头，20100105

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通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。海通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，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。