

业绩低于预期，专业市场业务拖累营收

——海宁皮城(002344.SZ) 2019年中报点评

公司简报

◆公司1H2019 营收同比减少3.81%，归母净利润同比减少11.17%

1H2019 实现营业收入7.70亿元，同比减少3.81%；实现归母净利润2.06亿元，折合成全面摊薄EPS为0.16元，同比减少11.17%；实现扣非归母净利润1.90亿元，同比减少14.86%，业绩低于预期。

单季度拆分来看，2Q2019 实现营业收入4.28亿元，同比增长7.70%；实现归母净利润1.08亿元，同比减少7.51%；实现扣非归母净利润1.01亿元，同比减少13.23%。

◆综合毛利率上升3.08个百分点，期间费用率下降3.00个百分点

1H2019 公司综合毛利率为55.46%，较上年同期上升3.08个百分点。

1H2019 公司期间费用率为14.03%，较上年同期下降3.00个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为6.61%/6.79%/0.55%，较上年同期分别变化-2.93/-0.54/0.38个百分点。销售费用率下降较多，主要系公司加强成本精细化管理，有效控制营销支出所致。

◆专业市场业务同降拖累营收，时尚小镇及医疗业务增长较好

报告期内公司收入同降，主要由于收入占比较高的物业租赁及管理业务受行业不景气影响，收入同比降低2.86%所致。此外公司商品销售业务因宏观经济原因缩减进出口业务规模，收入同降88.13%，餐饮业务因外包减少，同降38.86%。但公司时尚产业园及时尚小镇项目的厂房、商铺销售收入同增132.79%。医疗业务收入也有215.68%同比增长，但医疗业务规模较小，对整体营收影响有限。

◆下调盈利预测，维持“中性”评级

考虑到公司收入端受专业市场行业不景气拖累，我们下调对公司19-21年全面摊薄EPS的预测至0.26/0.26/0.26元(之前为0.30/0.31/0.32元)，公司主业增长受制约，新业务尚需时间培育，维持“中性”评级。

◆风险提示：

商业地产行业供大于求，租金下行压力超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,869	1,703	1,644	1,637	1,658
营业收入增长率	-13.82%	-8.92%	-3.42%	-0.48%	1.31%
净利润(百万元)	301	364	332	327	332
净利润增长率	-45.22%	20.90%	-8.98%	-1.33%	1.47%
EPS(元)	0.23	0.28	0.26	0.26	0.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.11%	4.88%	4.26%	4.07%	3.99%
P/E	18	15	17	17	17
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年08月21日

中性(维持)

当前价：4.33元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

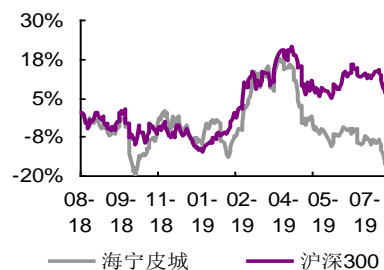
总股本(亿股)：12.83

总市值(亿元)：55.54

一年最低/最高(元)：3.93/5.92

近3月换手率：25.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.57	-12.02	-26.63
绝对	-5.26	-7.49	-10.89

资料来源：Wind

相关研报

业绩略超预期，业务多元化稳步推进——海宁皮城(002344.SZ) 2018 年年报点评
2019-04-21
 业绩符合预期，关注业务多元化进展——海宁皮城(002344.SZ) 2018 年三季报点评
2018-10-25

图表 1: 公司 2019Q2 归母净利润同降 7.51%, 扣非归母净利润同降 13.23%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2017	8872.84	-38.11	0.07	7949.66	-34.51	0.06	923.18
2Q2017	12016.20	-50.13	0.09	9614.04	-58.45	0.07	2402.17
3Q2017	4789.13	-54.12	0.04	4311.50	-43.75	0.03	477.64
4Q2017	4594.31	-25.03	0.04	4185.80	46.69	0.03	408.51
1Q2018	11570.16	30.40	0.09	10723.81	34.90	0.08	846.34
2Q2018	11651.43	-3.04	0.09	11594.56	20.60	0.09	56.86
3Q2018	6492.44	35.57	0.05	2499.01	-42.04	0.02	3993.43
4Q2018	6708.22	46.01	0.05	5196.33	24.14	0.04	1511.89
1Q2019	9851.30	-14.86	0.08	8939.93	-16.63	0.07	911.37
2Q2019	10776.07	-7.51	0.08	10060.91	-13.23	0.08	715.16
TTM	33828.02	3.75	0.26	26696.17	-13.37	0.21	7131.85

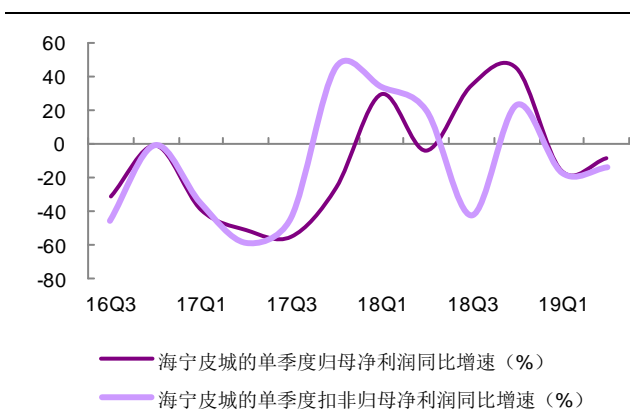
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司 2019Q2 毛利率较上年同期上升 3.08 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	净利率 (%)	净利率 较上年同期变动 (百分点)	毛利率 (%)	毛利率较上年同期 变动(百分点)	期间费用率 (%)
1Q2017	38270.23	-11.59	23.18	-9.93	53.47	-13.56	19.41
2Q2017	51326.65	-17.60	23.41	-15.27	49.34	-18.27	15.68
3Q2017	34410.73	-22.40	13.92	-9.62	43.29	-2.95	22.29
4Q2017	62769.38	-6.28	7.32	-1.83	49.27	-5.42	18.43
1Q2018	40342.30	5.41	28.68	5.50	53.71	0.24	18.81
2Q2018	39756.72	-22.54	29.31	5.90	51.03	1.68	15.23
3Q2018	31856.22	-7.42	20.38	6.46	38.48	-4.81	14.89
4Q2018	58306.65	-7.11	11.51	4.19	46.21	-3.06	22.77
1Q2019	34231.38	-15.15	28.78	0.10	57.15	3.44	17.86
2Q2019	42818.18	7.70	25.17	-4.14	54.11	3.08	10.97
TTM	167212.43	-5.68	20.23	1.84	49.00	-0.51	17.24

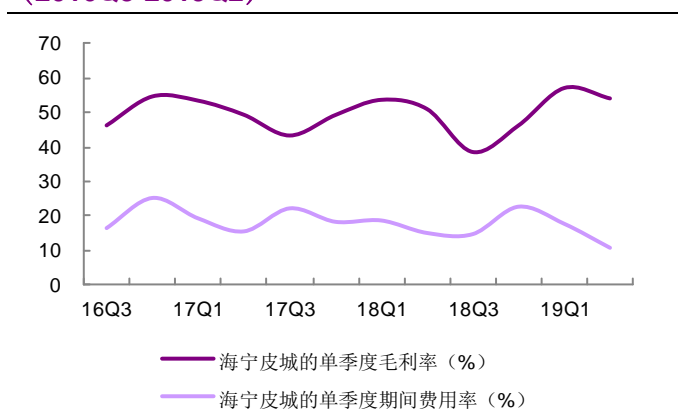
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司单季度归母净利润增速 (2016Q3-2019Q2)

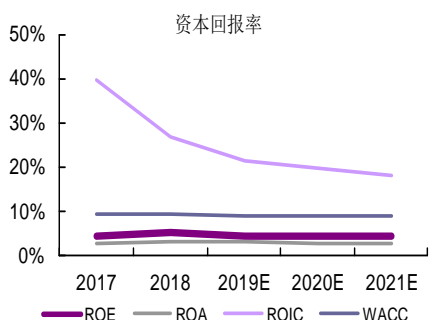
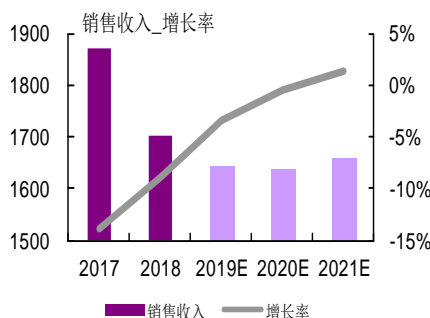
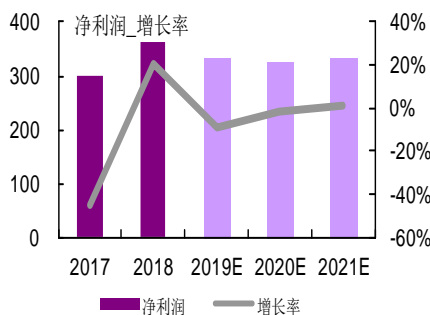
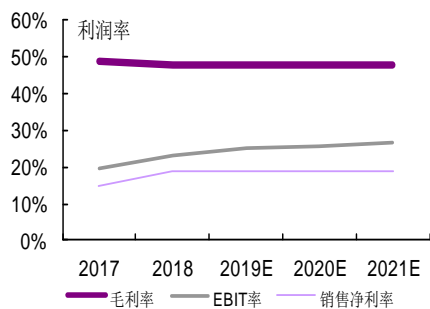


资料来源: 公司公告

图表 4: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q3-2019Q2)



资料来源: 公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,869	1,703	1,644	1,637	1,658
营业成本	952	891	860	852	865
折旧和摊销	326	344	260	318	380
营业税费	169	81	82	82	83
销售费用	217	194	179	173	166
管理费用	118	124	113	106	103
财务费用	13	-1	45	56	72
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	19	45	5	5	5
营业利润	423	480	378	372	374
利润总额	418	476	433	427	433
少数股东损益	-20	-39	-20	-20	-20
归属母公司净利润	301	364	332	327	332

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,597	11,030	11,232	11,389	11,533
流动资产	2,057	2,543	2,532	2,507	2,431
货币资金	949	920	822	818	829
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	16	15	22	22	22
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	54	117	115	115	116
存货	547	1,193	1,333	1,321	1,211
可供出售投资	35	28	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	361	119	119	119	119
固定资产	378	417	482	450	449
无形资产	17	21	19	17	15
总负债	3,192	3,525	3,424	3,337	3,230
无息负债	2,924	2,877	2,490	2,302	2,050
有息负债	268	648	934	1,035	1,180
股东权益	7,405	7,505	7,808	8,053	8,303
股本	1,283	1,283	1,283	1,283	1,283
公积金	2,248	2,195	2,229	2,261	2,295
未分配利润	3,798	3,999	4,270	4,502	4,740
少数股东权益	77	46	26	6	-14

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	546	409	270	510	590
净利润	301	364	332	327	332
折旧摊销	326	344	260	318	380
净营运资金增加	222	468	414	162	180
其他	-304	-768	-735	-297	-302
投资活动产生现金流	-44	-927	-590	-495	-595
净资本支出	-681	-554	-350	-300	-400
长期投资变化	361	119	0	0	0
其他资产变化	276	-492	-240	-195	-195
融资活动现金流	-1,514	-26	223	-19	15
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-220	381	286	101	146
无息负债变化	-2,521	-48	-387	-188	-252
净现金流	-1,012	-543	-97	-4	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-13.82%	-8.92%	-3.42%	-0.48%	1.31%
净利润增长率	-45.22%	20.90%	-8.98%	-1.33%	1.47%
EBITDA 增长率	-29.71%	6.85%	-8.37%	9.18%	10.98%
EBIT 增长率	-46.80%	8.17%	5.52%	1.13%	4.41%
估值指标					
PE	18	15	17	17	17
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1	-1
EV/EBIT	-3	-2	-2	-2	-2
EV/NOPLAT	-4	-3	-3	-3	-3
EV/Sales	-1	0	0	-1	-1
EV/IC	-2	-1	-1	-1	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	49.09%	47.66%	47.70%	47.93%	47.83%
EBITDA 率	37.06%	43.47%	41.24%	45.25%	49.56%
EBIT 率	19.59%	23.27%	25.42%	25.83%	26.62%
税前净利润率	22.37%	27.95%	26.31%	26.06%	26.13%
税后净利润率 (归属母公司)	16.12%	21.39%	20.16%	19.99%	20.02%
ROA	2.66%	2.95%	2.77%	2.70%	2.70%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.11%	4.88%	4.26%	4.07%	3.99%
经营性 ROIC	39.74%	26.78%	21.15%	19.41%	18.01%
偿债能力					
流动比率	0.79	0.86	0.87	0.89	0.90
速动比率	0.58	0.45	0.41	0.42	0.45
归属母公司权益/有息债务	27.37	11.50	8.33	7.78	7.05
有形资产/有息债务	38.80	16.75	11.97	10.96	9.73
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.28	0.26	0.26	0.26
每股红利	0.12	0.02	0.05	0.05	0.05
每股经营现金流	0.43	0.32	0.21	0.40	0.46
每股自由现金流(FCFF)	-0.22	-0.30	-0.16	0.12	0.09
每股净资产	5.71	5.81	6.07	6.27	6.48
每股销售收入	1.46	1.33	1.28	1.28	1.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼