

## 豫园商城 (600655)

### 招金矿业收益大降，珠宝主业盈利回升

#### 推荐 (维持)

现价: 7.61 元

#### 主要数据

行业	平安商贸
公司网址	www.yuyuantm.com.cn
大股东/持股	上海复星产业投资有限公司/17.26%
实际控制人/持股	郭广昌/7.92%
总股本(百万股)	1,437
流通 A 股(百万股)	1,437
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	115.13
流通 A 股市值(亿元)	115.13
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	46.9

#### 行情走势图



#### 证券分析师

##### 耿邦昊

投资咨询资格编号  
S1060512070001  
0755-22625433  
gengbanghao458@pingan.com.cn

##### 徐 问

投资咨询资格编号  
S1060513050003  
0755-22622625  
xuwen007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

**事项:** 豫园商城 3 月 24 日公布 2013 年年报, 全年实现收入 225.2 亿元, 增 10.96%; 实现净利润 9.8 亿元或 EPS=0.68 元, 增 1.34%, 略低于市场预期。

#### ■ 黄金珠宝零售收入增 26%, 净利率大幅回升

公司全年收入 225.2 亿元, 其中黄金珠宝业务收入 205.7 亿元, 较去年同期增 14%(剔除黄金交易所交易业务, 黄金珠宝零售收入 189.6 亿, 同比增 26.4%), 其中 4Q 单季收入及净利润均较去年同期下滑约 40%。由于去年金价快速下跌近 30%, 公司全年黄金珠宝零售业务毛利率下滑 0.47 个百分点至 5.36%。年内公司加大套期保值比例, 由于黄金租赁归还时价格与租赁价的差异和黄金 T+D 空单收益大幅增加, 公司实现金价对冲相关收益 6.57 亿元, 全年黄金主业净利润大幅增至 6.29 亿元, 净利率较去年同期升 1.8 个百分点至 3.1%。截至 13 年底公司共有珠宝销售网点 1689 家, 今年将保持 100-200 家的扩张速度。公司 2014 年计划实现收入 247 亿元, 营业成本 221 亿元, 三项费用 15 亿元。

#### ■ 其他业务经营稳定, 人力费用小幅增长

公司餐饮、食品、医药、百货等围绕豫园商圈的其他业务保持了稳定增长, 收入分别增 10.1%、8.2%、0.1%、9.9%, 其他业务毛利率小幅提升至 66.2%。由于人力费用率增加了 0.14 个百分点等因素, 去年销售费用率较去年同期增 0.3 个百分点至 2.57%, 管理费用率降 0.14 个百分点至 2.25%。去年公司调整了融资结构, 缩减短、长期借款规模, 发行债券, 有效降低了财务费用水平, 三费率合计 5.74%, 较去年同期仅略升 0.2 个百分点。

#### ■ 招金矿业投资收益大幅下滑, 拖累全年业绩

受金价大跌、毛利空间缩窄影响, 公司持有 26% 股权的招金矿业去年净利润下滑 58% 至 7.34 亿元, 归属公司的投资收益仅 1.86 亿, 较去年 5.96 亿下滑 70%。招金利润贡献由去年同期的 62% 降至 19%, 成为拖累全年业绩的主要因素。在金价保持目前水平的预期下, 招金业绩或持续低迷, 公司投资收益将大幅减少。

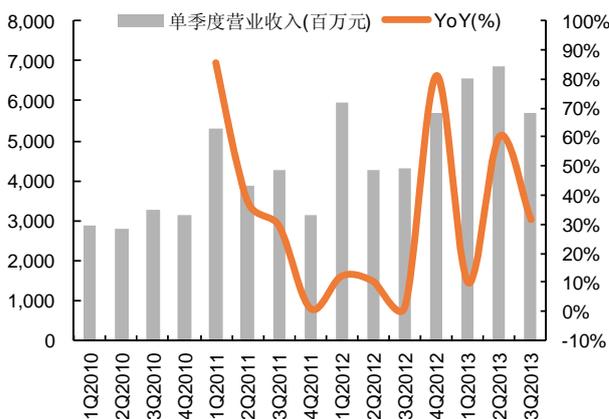
#### ■ 降低 14-15EPS 至 0.71、0.78 元, 维持“推荐”评级

我们预计 14-15 年公司分别实现收入 248 和 277 亿元, 其中黄金珠宝零售业务增速分别为 9.5%、12.4%。综合各项业务的净利润及投资收益贡献, 我们将公司 14-15 年 EPS 由原来的 0.77、0.83 降低至 0.71、0.78 元, 对应 PE=10.7X 和 9.8X。公司估值大幅低于 A 股同业平均水平, 我们看好豫园商圈内的商业经营和公司黄金珠宝业务的长期成长性, 且目前市场并未充分反映公司的旗下丰富的资产价值, 维持“推荐”评级。

#### ■ 风险提示: 豫园商圈客流出现大幅下滑; 招金矿业业绩大幅波动。

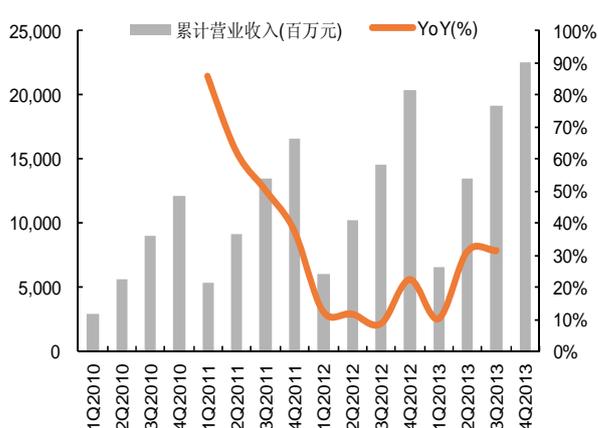
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	16,604	20,298	22,523	24,833	27,756
YoY(%)	37.6	22.2	11.0	10.3	11.8
净利润(百万元)	855	968	981	1,026	1,121
YoY(%)	27.1	13.2	1.3	4.6	9.3
毛利率(%)	11.0	8.2	8.4	9.8	9.7
净利率(%)	5.1	4.8	4.4	4.1	4.0
ROE(%)	16.8	16.6	14.9	13.5	12.9
EPS(摊薄/元)	0.59	0.67	0.68	0.71	0.78
P/E(倍)	13.5	11.4	11.2	10.7	9.8
P/B(倍)	2.3	1.7	1.5	1.3	1.2

图表1 公司季度营业收入及增速



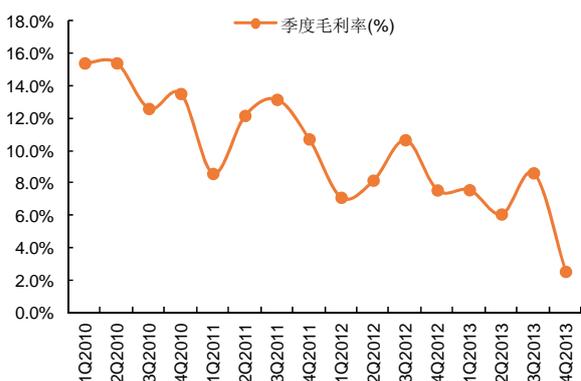
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



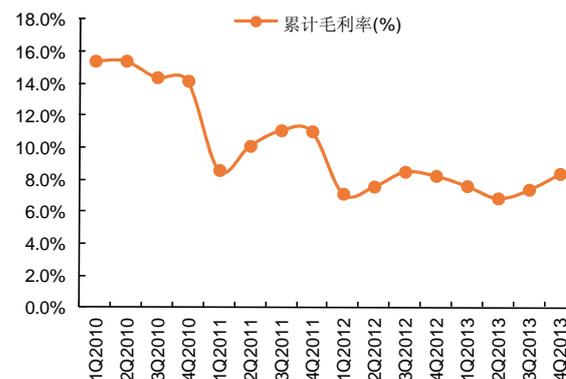
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



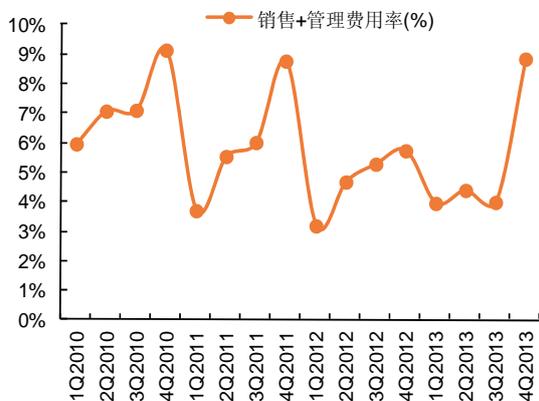
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



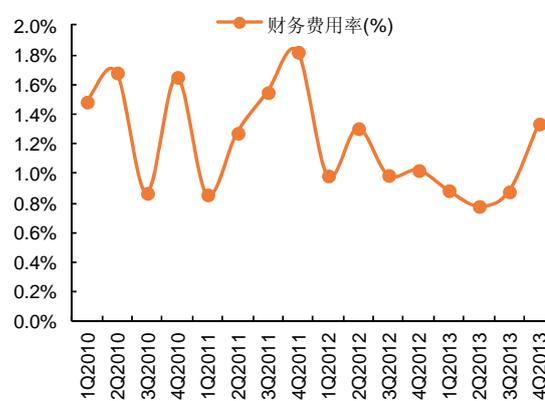
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度销售+管理费用率



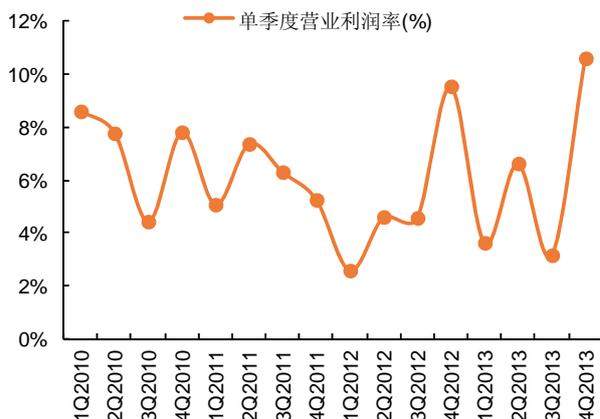
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度财务费用率



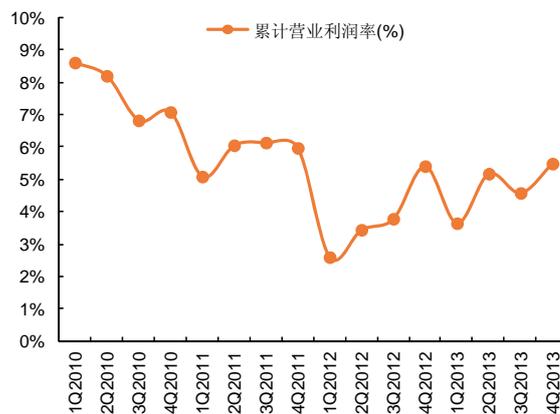
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度营业利润率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度累计营业利润率



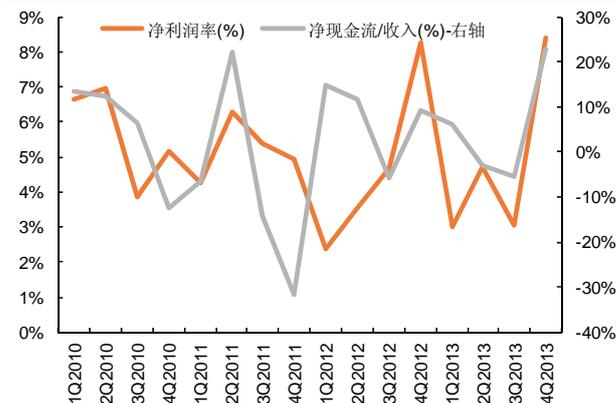
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司单季度经营性现金流与净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司净利润率、净现金/收入比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
<b>流动资产</b>	6018	8621	10474	11896	
现金	2007	1774	2633	2776	
应收账款	195	186	248	555	
其他应收款	105	53	248	278	
预付账款	345	347	448	752	
存货	3312	4737	5373	6013	
其他	53	1525	1523	1523	
<b>非流动资产</b>	5136	5076	5106	5129	
长期投资	3553	3502	3502	3502	
固定资产	922	990	973	953	
无形资产	70	68	65	63	
其他非流动资产	591	516	567	611	
<b>资产总计</b>	11154	13697	15580	17024	
<b>流动负债</b>	2643	4489	4848	5125	
短期借款	72	0	0	86	
应付账款	304	484	448	501	
其他流动负债	2267	4004	4400	4537	
<b>非流动负债</b>	2156	2093	2562	2562	
长期借款	281	206	175	175	
其他非流动负债	1	1	1	2	
<b>负债合计</b>	4800	6582	7409	7686	
少数股东权益	526	544	575	622	
股本	1437	1437	1437	1437	
资本公积	553	607	607	607	
留存收益	3837	4526	5551	6672	
归属母公司股东权益	6354	7116	8171	9338	
<b>负债和股东权益</b>	11154	13697	15580	17024	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
<b>经营活动现金流</b>	1658	649	217	-170	
净利润	968	981	1026	1121	
折旧摊销	91	113	97	105	
财务费用	216	207	181	178	
投资损失	-800	-855	-245	-276	
营运资金变动	1190	-854	-848	-1323	
其他经营现金流	-6	1059	7	26	
<b>投资活动现金流</b>	136	-623	351	404	
资本支出	-490	-489	-135	-135	
长期投资	0	0	8	8	
其他投资现金流	626	-134	479	531	
<b>筹资活动现金流</b>	-1299	-259	291	-91	
短期借款	72	0	0	86	
长期借款	0	0	0	1	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-129	54	0	0	
其他筹资现金流	-1242	-313	291	-178	
<b>现金净增加额</b>	496	-233	859	143	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
<b>营业收入</b>	20298	22523	24833	27756	
营业成本	18626	20641	22388	25052	
营业税金及附加	164	227	223	250	
营业费用	461	579	608	676	
管理费用	485	507	539	600	
财务费用	216	207	181	178	
资产减值损失	-8	12	0	0	
公允价值变动收益	55	-32	-20	-20	
投资净收益	800	855	245	276	
<b>营业利润</b>	1099	1237	1158	1297	
营业外收入	36	32	50	45	
营业外支出	0	0	0	1	
<b>利润总额</b>	1135	1269	1208	1343	
所得税	136	241	151	174	
<b>净利润</b>	999	1028	1057	1168	
少数股东损益	31	48	32	47	
<b>归属母公司净利润</b>	968	981	1026	1121	
<b>EBITDA</b>	1154	1205	1138	1277	
<b>EPS (元)</b>	0.67	0.68	0.71	0.78	

主要财务比率					
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.2%	11.0%	10.3%	11.8%	
营业利润	22.8%	12.6%	-6.4%	11.9%	
归属于母公司净利润	13.2%	1.3%	4.6%	9.3%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.2%	8.4%	9.8%	9.7%	
净利率	4.8%	4.4%	4.1%	4.0%	
ROE	16.6%	14.9%	13.5%	12.9%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.0%	48.1%	47.6%	45.1%	
净负债比率	-25.8%	-21.9%	-29.9%	-26.8%	
流动比率	2.28	1.92	2.16	2.32	
速动比率	1.02	0.87	1.05	1.15	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.8	1.7	1.7	
应收账款周转率	96.7	118.5	114.5	69.1	
应付账款周转率	59.8	57.1	53.3	58.5	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.67	0.68	0.71	0.78	
每股经营现金流	1.2	0.5	0.2	-0.1	
每股净资产	4.4	5.0	5.7	6.5	
<b>估值比率</b>					
P/E	11.4	11.2	10.7	9.8	
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2	
EV/EBITDA	20.9	24.9	13.8	13.2	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257