

# 豫园商城 (600655)

## 黄金量增价跌，全年收入增速将大幅收敛

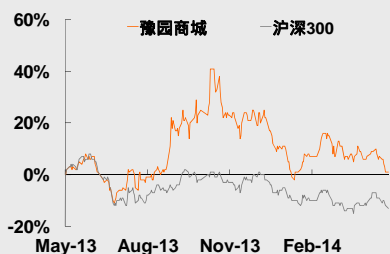
### 推荐 (维持)

现价：7.24 元

#### 主要数据

行业	平安商贸零售
公司网址	www.yuyuanm.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/11.46%
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)	104.06
流通 A 股市值(亿元)	104.06
每股净资产(元)	4.57
资产负债率(%)	48.1

#### 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。

### 投资要点

**事项：**豫园商城 4 月 29 日晚公布 2014 年一季报，单季实现收入 62.09 亿元，同比降 5.46%；净利润 1.67 亿元或 EPS=0.12 元，同比降 15.8%，扣除套期保值等非经常性损益后净利润为 1.59 亿，同比增 4.86%，基本符合市场预期。

#### 平安观点：

#### ■ 量增价跌，全年黄金销售增速将大幅收敛

由于 1Q 平均金价较去年同期下跌近 20%，虽然销售量同比上升（今年春季订货会在 1Q，去年在 2012 年 4Q），但销售额小幅下降 5.46%。受益金价上升，黄金珠宝零售业务毛利率同比提高 2.95 个百分点至 10.54%。由于去年高基数原因，全年黄金珠宝主营业务公司增速将大幅收敛。考虑大牌公司将保持 100-200 家的门店扩张速度，加上豫园商圈餐饮、百货、医药、租赁等业务的稳定收入贡献，我们预计全年收入增速在 10% 左右。

#### ■ 套期收益大幅减少，期间费用率平稳，

由于 1Q 金价小幅上行，公司套期保值实现投资亏损，且招金矿业的投资收益贡献也大幅减少，1Q 公司投资收益为-7600 万元，较去年同期的 1.8 亿大幅下降，同期公允价值变动损益仅 162 万，较去年年底大幅下滑。公司进一步加大了黄金租赁比例，借金占存货的比例达 67.8%，审慎的对冲策略有利于抵御金价波动对主营业务的影响。1Q 期间费用率平稳，销售费用率增 0.3 个百分点至 2.22%，管理费用率降 0.3 个百分点至 1.74%，财务费用率也小幅下降 0.03 个百分点。

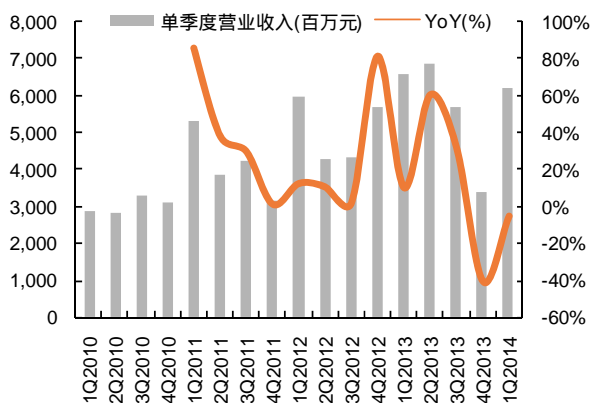
#### ■ 预测 14-15EPS 至 0.71、0.78 元，维持“推荐”评级

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%。考虑到豫园商圈业务收入和利润率稳定、黄金主业收入增速下滑和招金矿业投资收益可能继续减少，预计 14-15 年 EPS 为 0.71、0.78 元，对应 PE=10.1X 和 9.3X。我们看好豫园商圈的稳定经营收益、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：豫园商圈人流大幅下降；黄金消费需求进一步下滑；招金矿业业绩大幅波动。

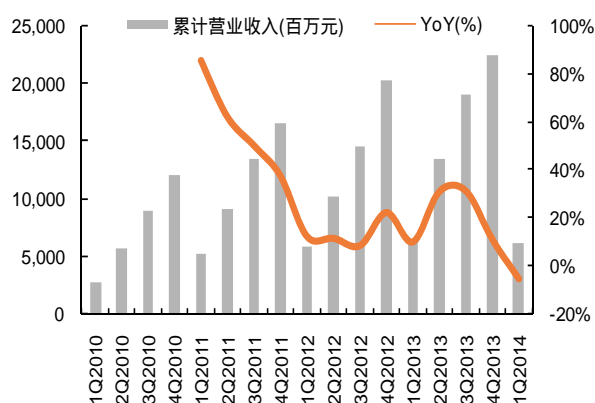
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	16,604	20,298	22,523	24833	27756
YoY(%)	37.6	22.2	11.0	10.3	11.8
净利润(百万元)	855	968	981	1026	1121
YoY(%)	27.1	13.2	1.3	4.6	9.3
毛利率(%)	11.0	8.2	8.4	9.8	9.7
净利率(%)	5.1	4.8	4.4	4.1	4.0
ROE(%)	16.8	16.6	14.9	13.5	12.9
EPS(摊薄/元)	0.59	0.67	0.68	0.71	0.78
P/E(倍)	12.0	10.8	10.6	10.1	9.3
P/B(倍)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.1

图表1 公司季度营业收入及增速



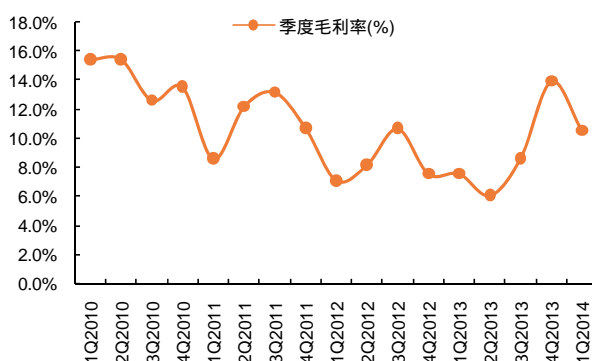
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



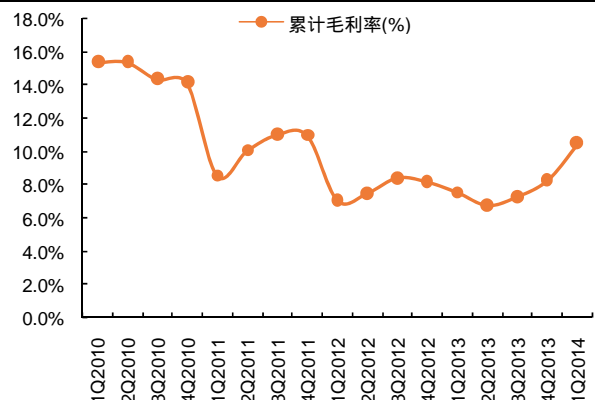
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



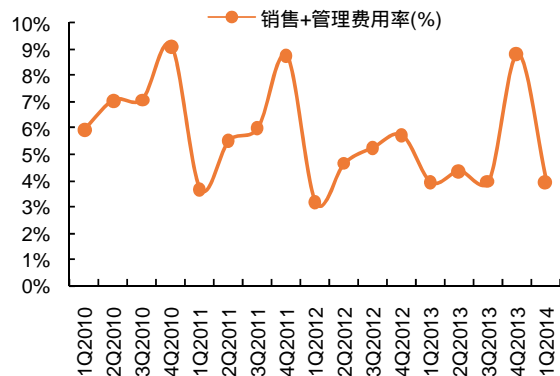
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



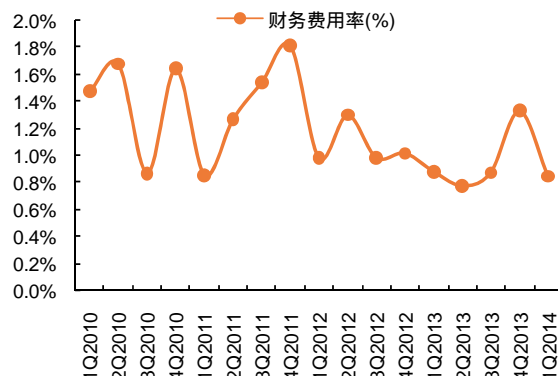
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度销售+管理费用率



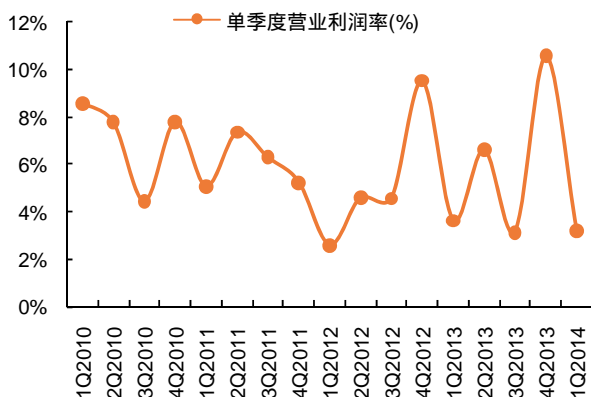
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度财务费用率



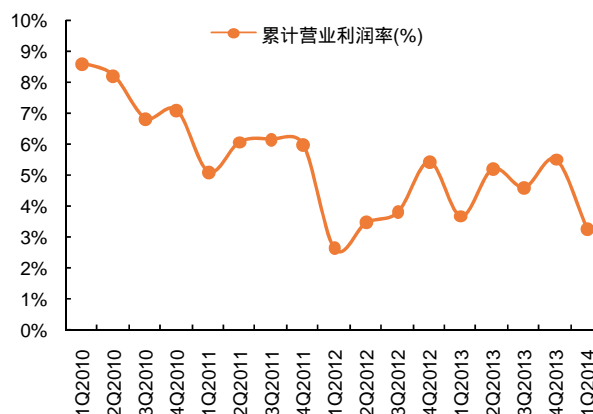
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度营业利润率



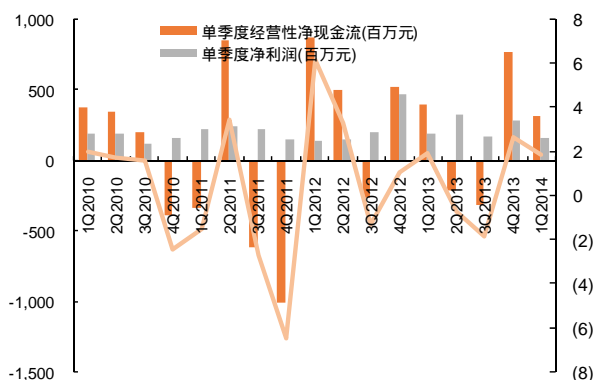
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度累计营业利润率



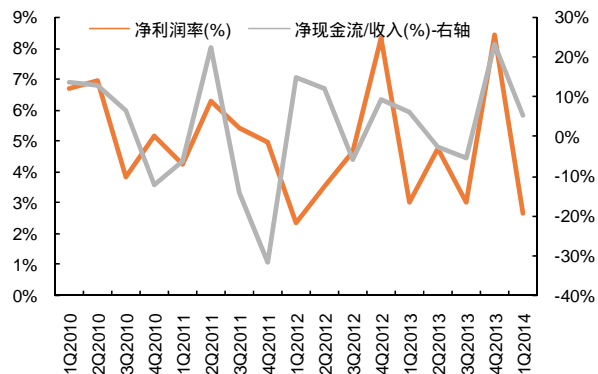
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6018	8621	10474	11896	<b>营业收入</b>	20298	22523	24833	27756
现金	2007	1774	2633	2776	营业成本	18626	20641	22388	25052
应收账款	195	186	248	555	营业税金及附加	164	227	223	250
其他应收款	105	53	248	278	营业费用	461	579	608	676
预付账款	345	347	448	752	管理费用	485	507	539	600
存货	3312	4737	5373	6013	财务费用	216	207	181	178
其他	53	1525	1523	1523	资产减值损失	-8	12	0	0
<b>非流动资产</b>	5136	5076	5106	5129	公允价值变动收益	55	-32	-20	-20
长期投资	3553	3502	3502	3502	投资净收益	800	855	245	276
固定资产	922	990	973	953	<b>营业利润</b>	1099	1237	1158	1297
无形资产	70	68	65	63	营业外收入	36	32	50	45
其他非流动资产	591	516	567	611	营业外支出	0	0	0	1
<b>资产总计</b>	11154	13697	15580	17024	<b>利润总额</b>	1135	1269	1208	1343
<b>流动负债</b>	2643	4489	4848	5125	所得税	136	241	151	174
短期借款	72	0	0	86	<b>净利润</b>	999	1028	1057	1168
应付账款	304	484	448	501	少数股东损益	31	48	32	47
其他流动负债	2267	4004	4400	4537	<b>归属母公司净利润</b>	968	981	1026	1121
<b>非流动负债</b>	2156	2093	2562	2562	EBITDA	1154	1205	1138	1277
长期借款	281	206	175	175	EPS (元)	0.67	0.68	0.71	0.78
其他非流动负债	1	1	1	2					
<b>负债合计</b>	4800	6582	7409	7686	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	526	544	575	622	<b>会计年度</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	1437	1437	1437	1437	<b>成长能力</b>				
资本公积	553	607	607	607	营业收入	22.2%	11.0%	10.3%	11.8%
留存收益	3837	4526	5551	6672	营业利润	22.8%	12.6%	-6.4%	11.9%
归属母公司股东权益	6354	7116	8171	9338	归属于母公司净利润	13.2%	1.3%	4.6%	9.3%
<b>负债和股东权益</b>	11154	13697	15580	17024	<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	10.8	10.6	10.1	9.3
					P/B	1.6	1.5	1.3	1.1
					EV/EBITDA	20.1	24.1	13.4	12.8

## 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

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	