

## 豫园商城 (600655)

### 关注黄金珠宝集团整合及业务外延扩张

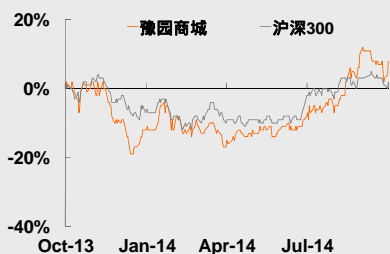
#### 推荐 (维持)

现价：9.56 元

#### 主要数据

行业	平安商贸零售
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/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)	137.41
流通 A 股市值(亿元)	137.41
每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	40.6

#### 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 10 月 29 日晚发布 2014 年三季报，前 3Q 实现营业收入 142.7 亿元，同比降 25.3%；归属上市公司净利润 5.84 亿元或 EPS=0.41 元，同比降 16.4%，扣非后净利润 4.83 亿，同比增 32.5%，符合市场预期。

#### 平安观点：

■ **3Q 销售依旧低迷，经营毛利率显著提升：**黄金珠宝销售 3Q 依旧低迷，但行业增速好于 2Q。公司 3Q 单季度实现收入 42.3 亿元，同比下滑 25.8%。年内金价较平稳，珠宝业务毛利率提升明显，一方面由于产品结构调整，去年金条比重占到 15%，今年以来降至 10%不到；另一方面去年金价大幅下跌压缩毛利空间，今年回升至正常水平。公司 3Q 单季净利润 2.53 亿元，同比提升 46%，由于对冲业务实现收益较去年大幅减少，前 9 月净利润下滑 16.4%，但扣非后净利润增长 32.5%，符合市场预期。

■ **黄金珠宝集团整合进行时，加大品牌推广力度：**今年是原老庙、亚一珠宝整合为豫园黄金珠宝集团后，完整运营的第一年，公司重点在产品、品牌提升，区域架构调整和精细化销售管理能力方面提升内功。年内老庙、亚一分别签约代言人孙俪、全智贤，品牌宣传力度显著加大；深圳、上海原创珠宝设计室组建中，为一线城市直营店输送高端、个性化定制产品；加大一级代理平台开发，有利于加快周转、缩短补货间隔。集团整合和品牌提升短期内可能加大费用压力，但是长远转型、提升竞争力的必须。

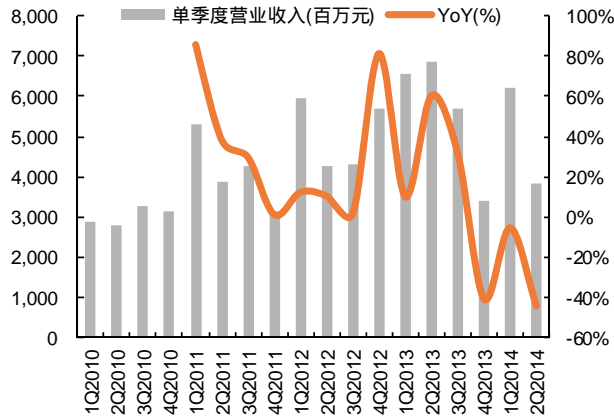
■ **大股东增持，业务外延空间大：**年内公司大股东复星增持股份至 29.9%，未来双方在商旅文地产开发、主业资源嫁接方面的合作或加速。公司业务多元，内部整合及外延扩张空间大，包括沈阳商业地产项目、豫园商圈的进一步开发、业务进驻上海迪斯尼商圈等。

■ **维持 14-16 年 EPS=0.64、0.74 元、0.82 元，现价对应 14 年动态估值为 14.9X，维持推荐评级。**考虑到豫园商圈业务收入和利润率稳定、黄金主业去年高基数及对冲收益大降，维持 14-16 年 EPS=0.64、0.74、0.82 元，对应 PE=14.9、12.9、11.6X。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，及与大股东资源嫁接方面、业务外延扩张的后续进展，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**金价剧烈波动；招金矿业投资收益大降。

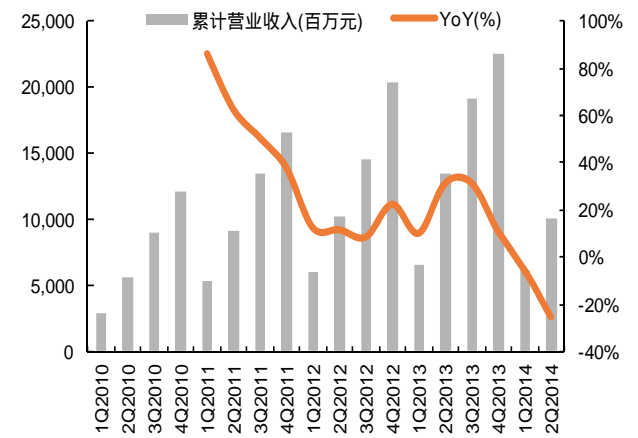
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	22,523	21101	23990	25909
YoY(%)	11.0	-6.3	13.7	8.0
净利润(百万元)	981	925	1062	1180
YoY(%)	1.3	-5.7	14.8	11.1
毛利率(%)	8.4	10.4	10.4	10.5
净利率(%)	4.4	4.4	4.4	4.6
ROE(%)	14.9	12.3	12.4	12.1
EPS(摊薄/元)	0.67	0.64	0.74	0.82
P/E(倍)	14.0	14.9	12.9	11.6
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3

图表1 公司季度营业收入及增速



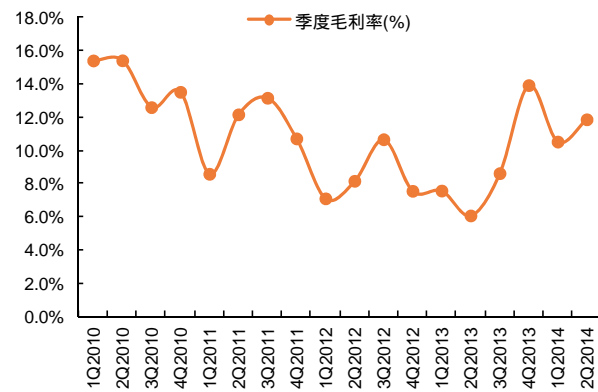
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



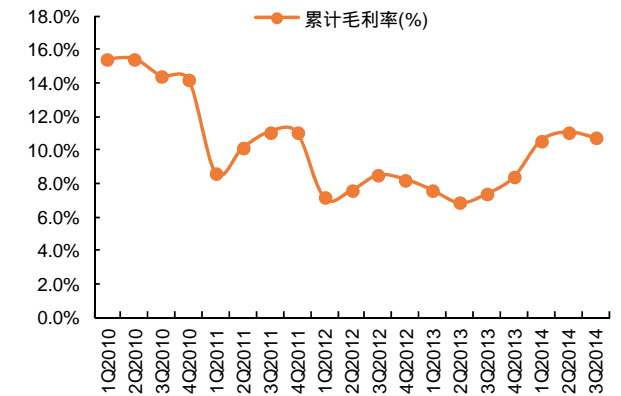
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



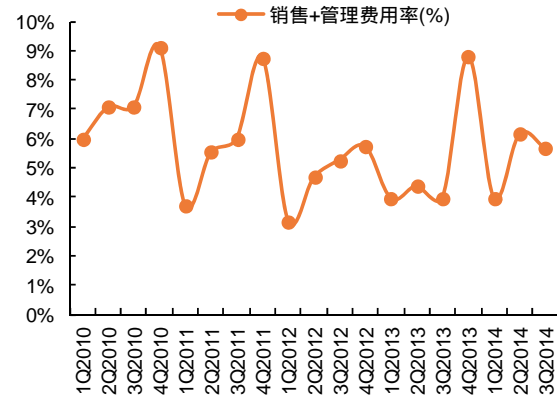
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



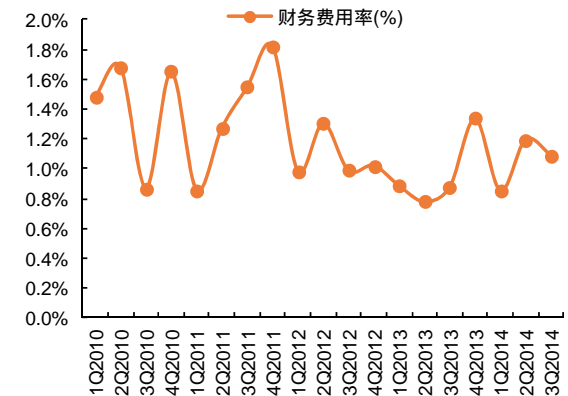
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度销售+管理费用率



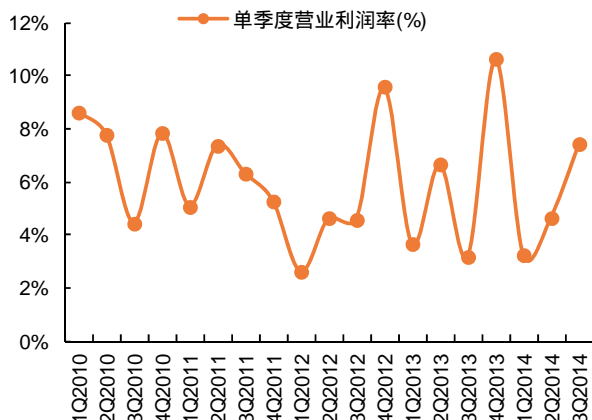
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度财务费用率



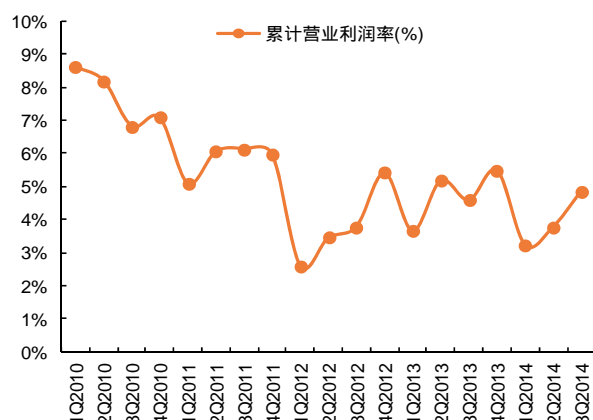
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度营业利润率



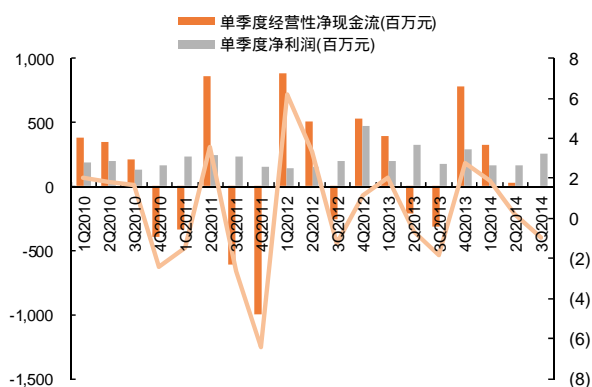
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度累计营业利润率



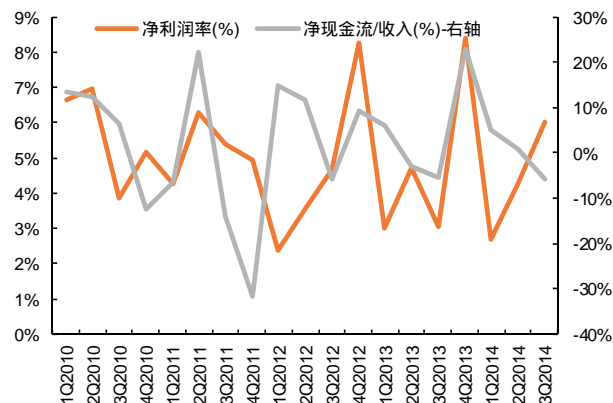
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6018	10083	11393	12094
现金	2007	3225	3344	5415
应收账款	195	211	480	259
其他应收款	105	211	240	259
预付账款	345	378	645	464
存货	3312	4535	5160	4174
其他	53	1523	1523	1523
<b>非流动资产</b>	5136	5106	5129	5051
长期投资	3553	3502	3502	3502
固定资产	922	973	953	883
无形资产	70	65	63	63
其他非流动资产	591	567	611	603
<b>资产总计</b>	11154	15190	16521	17145
<b>流动负债</b>	2643	4551	4776	5170
短期借款	72	0	0	0
应付账款	304	378	430	464
其他流动负债	2267	4173	4346	4706
<b>非流动负债</b>	2156	2562	2562	1562
长期借款	281	175	175	175
其他非流动负债	1	1	2	3
<b>负债合计</b>	4800	7113	7337	6732
少数股东权益	526	582	626	675
股本	1437	1437	1437	1437
资本公积	553	607	607	607
留存收益	3837	5451	6513	7693
归属母公司股东权益	6354	8077	9184	10413
<b>负债和股东权益</b>	11154	15190	16521	17145

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1658	829	-89	2594
净利润	968	925	1062	1180
折旧摊销	91	97	105	70
财务费用	216	195	190	105
投资损失	-800	-245	-276	-308
营运资金变动	1190	-163	-1200	1505
其他经营现金流	-6	19	29	41
<b>投资活动现金流</b>	136	331	384	574
资本支出	-490	-135	-135	0
长期投资	0	8	8	8
其他投资现金流	626	459	511	566
<b>筹资活动现金流</b>	-1299	291	-175	-1097
短期借款	72	0	0	0
长期借款	0	0	1	2
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-129	0	0	0
其他筹资现金流	-1242	291	-176	-1099
<b>现金净增加额</b>	496	1451	119	2071

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	22523	21101	23990	25909
营业成本	20641	18897	21501	23188
营业税金及附加	227	190	216	259
营业费用	579	522	591	648
管理费用	507	463	524	570
财务费用	207	195	190	105
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	-32	0	0	0
投资净收益	855	245	276	308
<b>营业利润</b>	1237	1079	1244	1446
营业外收入	32	35	35	0
营业外支出	0	0	1	2
<b>利润总额</b>	1269	1114	1280	1448
所得税	241	150	173	217
<b>净利润</b>	1028	964	1108	1231
少数股东损益	48	39	44	49
<b>归属母公司净利润</b>	981	925	1062	1180
EBITDA	1205	1079	1244	1446
EPS (元)	0.68	0.64	0.74	0.82

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.2%	-6.3%	13.7%	8.0%
营业利润	22.8%	-12.8%	15.3%	16.2%
归属于母公司净利润	13.2%	-5.7%	14.8%	11.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.2%	10.4%	10.4%	10.5%
净利率	4.8%	4.4%	4.4%	4.6%
ROE	16.6%	12.3%	12.4%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.0%	46.8%	44.4%	39.3%
净负债比率	-25.8%	-37.6%	-34.4%	-50.2%
流动比率	2.28	2.22	2.39	2.34
速动比率	1.02	1.22	1.30	1.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.7	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	96.7	106.4	69.5	70.1
应付账款周转率	59.8	48.9	59.4	58.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.67	0.64	0.74	0.82
每股经营现金流	1.2	0.6	-0.1	1.8
每股净资产	4.4	5.6	6.4	7.2
<b>估值比率</b>				
P/E	14.0	14.9	12.9	11.6
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	29.2	16.1	15.0	12.0

## 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	