

2015年03月04日

豫园商城 (600655.SH)

14Q4 业绩改善显著，迪士尼+外延扩张打开未来发展空间

■14年净利润同比增长2.1%，符合预期。公司公告业绩快报，14年实现营收191.5亿，同比下降15.0%，归母净利润10.0亿，同比增长2.1%，EPS为0.7元，符合预期；加权平均ROE为14.4%，较去年同期减少1.7个百分点。其中，14Q4实现营收48.9亿，同比增长44.4%（14Q1-Q3同比增长-5.5%、-44.3%、-25.8%），净利润4.2亿，同比增长46.8%（14Q1-Q3同比增长-15.8%、-49.7%、45.9%）。

■金价有望企稳回升，盈利能力逐渐提升。第一，公司收入90%以上来自黄金珠宝，14年国际金价连续下滑创新低加之13年高基数原因，本期收入下滑15.0%，符合预期。考虑到下半年金价企稳促进黄金珠宝消费，14Q3、Q4分别实现收入42.3亿、48.9亿，同比增长-25.8%、44.4%。三季度降幅收窄，四季度业绩转增，黄金珠宝业务逐步好转。第二，扣除医药板块因关闭门店造成损失的影响，其他板块（餐饮、食品等）业绩平稳增长，发展势头良好。第三，本期实现净利润10.0亿，其中5.3亿来自商业，同比下降29.3%，4.7亿来自投资收益，同比增长104.3%。

■迪士尼开园利好餐旅消费，豫珑城开业打开长期发展空间。第一，黄金珠宝企稳回升。公司实行“老庙黄金”和“亚一金店”双品牌运作模式，强化优势业务——黄金饰品；深入产品结构调整。未来金价回升加速主营业务发展。第二，上海迪士尼乐园开业将利好本地龙头消费旅游公司。我们认为，其一，地处上海市四大景区之一，公司将受益于迪士尼开园增加的大量客流；其二，作为上海本土优秀品牌，公司或将布局迪士尼园区内餐饮旅游产业。第三，经典项目异地复制打开后续发展空间。沈阳豫珑城是公司外延扩张的第一站，该项目位于沈阳市商业中心，占地面积3.2万平方米，建筑面积16.2万平方米。集黄金珠宝、餐饮、创意百货、特色零售、名优特产、文化演艺六大业态于一体，提供一站式购物体验，预计2015年下半年开业，扩张成功将打开公司长期发展空间。

■维持盈利预测，维持增持-A评级。公司坐拥豫园商圈内10万平方米自有物业，具有难以复制的区位优势和商业物业价值；旗下驰名品牌和中华老字号数十个，是上海本土优秀品牌，综合实力占优。此外，公司拥有招金矿业等股权投资，收益稳定且具向上空间。我们预计公司15-16年EPS为0.74元、0.85元，当前股价对应PE分别为17倍、15倍，维持盈利预测，维持增持-A评级。

■风险提示：异地复制项目经营存不确定性，或影响业绩。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	20,297.7	22,522.8	19,152.9	21,642.8	24,023.5
净利润	967.9	980.8	1,001.4	1,062.9	1,219.6
每股收益(元)	0.67	0.68	0.70	0.74	0.85
每股净资产(元)	4.05	4.57	7.25	8.03	8.92
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	19.2	19.0	18.4	17.4	15.2
市净率(倍)	3.2	2.8	1.8	1.6	1.5
净利润率	4.8%	4.4%	5.2%	4.9%	5.1%
净资产收益率	15.7%	14.5%	9.3%	8.8%	9.1%
股息收益率	1.6%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.6%	22.0%	22.0%	23.7%	18.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

18.69元

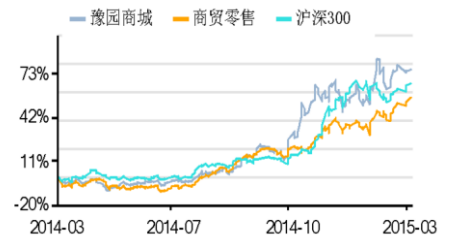
股价(2015-03-03)

12.89元

交易数据

总市值(百万元)	18,527.08
流通市值(百万元)	18,527.08
总股本(百万股)	1,437.32
流通股本(百万股)	1,437.32
12个月价格区间	7.08/13.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.55	-10.61	3.01
绝对收益	-2.50	7.60	63.16

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

豫园商城：短期业绩有保障 2010-08-05
长期增长有潜力：报告关键点：
豫园商城：主业发展平稳 2007-08-20
投资收益贡献大：豫园商城
2007年中报点评

段落正文，段落正文段落正文，段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文
段落正文段落正文

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月04日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	20,297.7	22,522.8	19,152.9	21,642.8	24,023.5	成长性					
减:营业成本	18,626.5	20,641.1	17,178.2	19,754.9	21,927.9	营业收入增长率	22.2%	11.0%	-15.0%	13.0%	11.0%
营业税费	164.2	226.7	178.9	189.9	198.5	营业利润增长率	10.7%	12.6%	-9.9%	7.3%	14.0%
销售费用	461.3	579.3	556.6	532.4	556.1	净利润增长率	13.2%	1.3%	2.1%	6.1%	14.7%
管理费用	484.9	507.4	505.4	499.2	504.0	EBITDA 增长率	8.1%	9.5%	-9.4%	6.9%	11.0%
财务费用	215.8	206.8	189.1	203.9	199.9	EBIT 增长率	8.6%	9.8%	-9.7%	7.4%	11.7%
资产减值损失	-8.3	11.6	39.2	14.2	21.7	NOPLAT 增长率	10.5%	1.1%	-5.5%	7.4%	12.8%
加:公允价值变动收益	-54.8	31.9	-18.4	-13.8	-0.1	投资资本增长率	-19.4%	-5.5%	-0.2%	46.3%	-10.4%
投资和汇兑收益	800.3	855.1	626.9	760.8	747.6	净资产增长率	19.0%	12.0%	54.1%	10.2%	10.6%
营业利润	1,098.8	1,236.9	1,114.0	1,195.3	1,362.9	利润率					
加:营业外净收支	36.0	32.0	52.2	40.1	41.5	毛利率	8.2%	8.4%	10.3%	8.7%	8.7%
利润总额	1,134.7	1,268.9	1,166.2	1,235.4	1,404.4	营业利润率	5.4%	5.5%	5.8%	5.5%	5.7%
减:所得税	135.7	240.6	141.2	172.5	184.8	净利润率	4.8%	4.4%	5.2%	4.9%	5.1%
净利润	967.9	980.8	1,001.4	1,062.9	1,219.6	EBITDA/营业收入	6.9%	6.8%	7.2%	6.8%	6.8%
						EBIT/营业收入	6.5%	6.4%	6.8%	6.5%	6.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	16	15	18	14	12
货币资金	2,007.4	1,774.1	4,405.2	4,977.8	5,525.4	流动营业资本周转天数	38	23	16	18	20
交易性金融资产	51.7	1,523.2	1,553.7	1,584.7	1,616.4	流动资产周转天数	122	117	175	188	185
应收帐款	299.3	238.4	500.1	222.5	544.9	应收帐款周转天数	7	4	7	6	6
应收票据	1.8	1.8	2.5	1.1	2.9	存货周转天数	75	64	73	71	70
预付帐款	345.0	346.6	505.6	357.0	570.1	总资产周转天数	208	199	305	340	333
存货	3,312.4	4,736.9	2,993.3	5,510.1	3,775.2	投资资本周转天数	106	83	94	103	104
其他流动资产	-	-	8.3	2.8	3.7	投资回报率					
可供出售金融资产	90.5	71.4	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	15.7%	14.5%	9.3%	8.8%	9.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	7.5%	5.5%	4.8%	5.5%
长期股权投资	3,553.4	3,501.8	3,501.8	3,501.8	3,501.8	ROIC	17.6%	22.0%	22.0%	23.7%	18.3%
投资性房地产	163.6	206.6	206.6	206.6	206.6	费用率					
固定资产	922.4	990.4	910.8	831.2	751.6	销售费用率	2.3%	2.6%	2.9%	2.5%	2.3%
在建工程	151.6	0.5	926.9	1,853.3	2,316.5	管理费用率	2.4%	2.3%	2.6%	2.3%	2.1%
无形资产	69.7	67.8	65.7	63.6	61.5	财务费用率	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.7%	5.7%	6.5%	5.7%	5.2%
资产总额	11,153.9	13,697.3	18,666.5	22,265.6	22,094.1	偿债能力					
短期债务	72.0	-	1,502.3	3,333.1	2,365.2	资产负债率	43.0%	48.1%	41.3%	45.7%	39.5%
应付帐款	675.9	916.1	485.8	1,058.4	673.9	负债权益比	75.5%	92.5%	70.3%	84.3%	65.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.28	1.92	1.79	1.61	1.74
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.02	0.87	1.25	0.91	1.19
长期借款	281.3	206.3	418.2	504.5	-	利息保障倍数	6.09	6.98	6.89	6.86	7.82
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	4,799.7	6,581.8	7,703.7	10,181.5	8,730.8	DPS(元)	0.20	0.21	-	-	-
少数股东权益	526.2	543.5	543.5	543.5	543.5	分红比率	30.1%	30.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,437.3	1,437.3	1,437.3	1,437.3	1,437.3	股息收益率	1.6%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	4,389.7	5,132.8	8,982.1	10,103.4	11,382.6						
股东权益	6,354.2	7,115.6	10,962.9	12,084.2	13,363.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.67	0.68	0.70	0.74	0.85
净利润	999.0	1,028.4	1,001.4	1,062.9	1,219.6	BVPS(元)	4.05	4.57	7.25	8.03	8.92
加:折旧和摊销	90.7	112.5	81.7	81.7	81.7	PE(X)	19.2	19.0	18.4	17.4	15.2
资产减值准备	-8.3	11.6	-	-	-	PB(X)	3.2	2.8	1.8	1.6	1.5
公允价值变动损失	54.8	-31.9	-18.4	-13.8	-0.1	P/FCF	36.8	12.1	7.2	30.0	31.4
财务费用	206.3	202.8	189.1	203.9	199.9	P/S	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
投资损失	-802.4	-854.4	-626.9	-760.8	-747.6	EV/EBITDA	7.0	6.3	9.5	9.7	7.5
少数股东损益	31.1	47.5	-	-	-	CAGR(%)	2.1%	5.8%	4.2%	2.1%	5.8%
营运资金的变动	1,930.7	115.3	818.5	-1,530.7	1,093.1	PEG	9.2	3.3	4.4	8.3	2.6
经营活动产生现金流量	1,658.2	649.4	1,445.4	-956.8	1,846.6	ROIC/WACC	1.8	2.3	2.3	2.5	1.9
投资活动产生现金流量	136.5	-623.4	-3,052.8	-196.4	238.9	REP	1.0	0.8	1.2	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	-1,298.9	-259.1	4,238.5	1,725.8	-1,537.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

