

2015年3月26日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn
目标价(元) 18

豫园商城 (600655. SH)

Buy 买入

黄金销售有望回稳，豫园扩建及异地复制是未来看点

结论与建议：

2014年公司主业利润下降符合行业整体趋势，2015年黄金销售有望回稳。未来豫园扩建项目及沈阳豫珑城商业广场开业为公司零售餐饮业务增长打开空间，维持买入的投资建议。

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2015/3/26)	14.32
上证综指(2015/3/26)	3682.10
股价 12 个月高/低	15.08/7.08
总发行股数(百万)	1437.32
流通 A 股数(百万)	1437.32
A 股总市值(亿元)	205.82
主要股东	上海复星产业投资有限公司 (17.24%)
每股净值(元)	5.22
股价/账面净值	2.74
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.5 25.8 91.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-2-12	13.31	买入

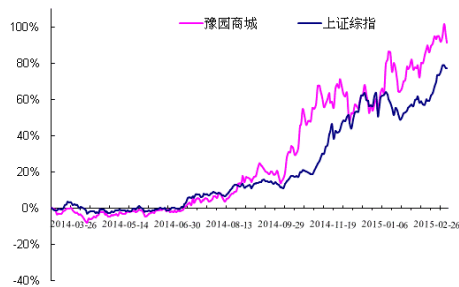
产品组合

黄金珠宝	91.48%
餐饮	3.05%
医药	2.54%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	30.6%

股价相对大盘走势



■ **公司介绍：**公司 2014 年实现营业收入 191.53 亿元，YOY 减少 14.96%，盈利 10.03 亿元，EPS 为 0.698 元，其中武汉中北房产的结算利润 3.26 亿元，扣除该影响后主业利润下降约 28%。4 季度公司实现营收 48.8 亿元，YOY 增长 44.4%，净利润 4.19 亿元，YOY 增长 47.5%，增长主要来源于地产结算收入。

■ **公司经营：黄金业务：**2014 年公司黄金珠宝网点净增 105 个至 1809 个，受黄金销售行业整体下降影响，该业务年营收 175.21 亿元，YOY 下降 14.91%。受益金条销售减少及镶嵌类占饰品销售提高，毛利率同比提高 1.72 个百分点至 6.68%。自 2014 年 10 月起，国内黄金销售已经开始由负转正，预计公司黄金业务收入在内生和外延共同作用下，全年增速有望恢复至 10% 左右的水平。**景区餐饮业务：**营收 5.86 亿元，YOY 增长 4.87% 和，毛利率比上年同期提高 0.2 个百分点至 66.37%。**医药业务：**营收 4.87 亿元，YOY 下降 2.84%，毛利率比上年下降 0.47 个百分点 17.44%。

■ **未来看点：豫泰确诚项目：**公司计划投资 67 亿元建设豫泰确诚商业广场，面积接近原豫园商业区，将承接游客增长所带来的餐饮和消费需求，预计成熟后年贡献利润超过到 1 亿元。**沈阳豫珑城项目：**距离沈阳故宫 400 米的豫珑城商业广场项目将在 2015 年下半年开业，为公司首次尝试异地复制，由于旅游行业发展迅速，相关综合体增长相对确定，为公司长期发展打开空间。

■ **迪斯尼影响：**上海迪斯尼将在 2016 年春开业，按照世博会经验，迪斯尼将给豫园 2016 和 2017 年带来游客增量 700 和 1000 万人次，园区游客增速将达到 20% 以上，配合豫泰确诚广场开业，公司盈利能力将明显提升。

■ **盈利预测：**预计 2015 和 2016 年公司实现净利润 10.37 和 12.86 亿元，YoY 增长 3.37% 和 24%，EPS 分别为 0.72 和 0.89 元，对应动态 P/E 为 19.8 和 16 倍，维持买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	855	968	981	1003	1037	1286
同比增减	%	27.09%	13.21%	1.34%	2.25%	3.37%	23.99%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.595	0.673	0.682	0.698	0.721	0.894
同比增减	%	27.09%	13.21%	1.34%	2.25%	3.37%	23.99%
A 股市盈率 (P/E)	X	24.07	21.27	20.98	20.52	19.85	16.01
股利 (DPS)	RMB 元	0.01	0.20	0.21	0.22	0.22	0.25
股息率 (Yield)	%	0.05%	1.42%	1.47%	1.54%	1.54%	1.75%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业额	16604	20298	22523	19153	21451	24454
经营成本	14775	18627	20641	17178	19092	21324
营业税金及附加	169	164	227	179	204	232
销售费用	433	461	579	557	619	734
管理费用	511	485	507	505	524	562
财务费用	218	216	207	189	181	220
营业利润	992	1099	1237	1115	1318	1583
营业外收入	67	51	49	61	40	60
营业外支出	13	15	17	9	8	3
税前利润	1047	1135	1269	1168	1350	1640
所得税	141	136	241	141	270	328
少数股东权益	51	31	48	23	43	26
净利润	855	968	981	1003	1037	1286

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	1514	2007	1774	1868	1986	2207
存货净额	5094	3312	4737	2931	2990	3140
应收帐款净额	1014	646	587	599	659	725
流动资产合计	7690	6018	8621	6365	7235	7671
长期投资净额	3301	3807	3780	4641	4733	4828
固定资产合计	907	922	990	953	1143	1715
在建工程	126	152	1	1266	3797	6075
其他非流动资产合计	234	255	306	607	620	632
非流动资产合计	4569	5136	5076	7466	10293	13250
资产总计	12259	11154	13697	13831	17528	20921
流动负债合计	4569	2643	4489	3999	5827	7730
长期负债合计	2349	2156	2093	1801	2341	2810
负债合计	6918	4800	6582	5800	8168	10539
少数股东权益	250	526	544	522	565	591
归属于母公司所有者权益	5091	5828	6572	7509	8230	9199
股东权益合计	5340	6354	7116	8031	8795	9790
负债和股东权益总计	12259	11154	13697	13831	17528	20921

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	-1088	1658	649	354	371	390
投资活动产生的现金流量净额	-63	136	-623	-41	-61	-73
筹资活动产生的现金流量净额	155	-1299	-259	-213	-192	-96
现金及现金等价物净增加额	-997	494	-233	99	118	221

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。