

定增百亿打造首家黄金珠宝互联网平台，创新转型再造“新豫园”

■公司发布定增预案，打造国内首家黄金珠宝互联网平台。公司发布定增预案，拟每股13.87元定向增发7.21亿股，募集资金100亿，其中80.28亿投向“黄金珠宝全产业链互联网平台”，提升产业链整体效率，进一步扩充黄金珠宝销售渠道，提升公司综合竞争力；20亿补充流动资金，扩充公司资金实力。本次发行完成后，复星产投和复星集团合计持有股份低于26.45%，仍不足支配上市公司股份表决权超过30%，公司仍不存在控股股东和实际控制人。

■迎合“互联网+”，为黄金珠宝量身打造全产业链互联网平台（5大平台+1个中心）。15年3月5日李克强总理首提“互联网+”，结合黄金产业链，公司积极探索打造了国内首例黄金珠宝互联网平台，突破了传统商业模式的瓶颈。平台将在产业链的产品设计、加工和销售环节分别搭建对应的设计平台，加工商管理展示平台，O2O销售平台，全产业链信息在数据中心整合，实现各环节信息流通；另外平台中加入全产业链金融支持平台，提供供应链金融服务，增强上下游企业融资能力；加入贵重商品物流平台提高物流安全性还搭建了。

■黄金主业创新转型，迪士尼开园成短期催化，异地复制再造“新豫园”。1.深挖“老庙”、“亚一”历史积淀，推进黄金主业的差异化发展路径。2.迪士尼16年春季正式开园，餐饮旅游如沐春风。3.异地复制经典项目+巨资打造新豫园，共同增值商旅文平台。

■维持盈利预测，上调评级至买入-A。维持盈利预测，预计公司15-17年EPS为0.74元、0.85元、0.98元，当前股价对应PE分别为27倍、23倍、20倍，上调评级至买入-A。

■风险提示：平台搭建、异地复制项目经营存不确定性。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,522.8	19,152.9	21,164.0	23,703.6	26,548.1
净利润	980.8	1,003.0	1,061.1	1,219.3	1,413.7
每股收益(元)	0.68	0.70	0.74	0.85	0.98
每股净资产(元)	4.57	5.22	7.63	8.52	9.54
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	28.9	28.1	26.6	23.1	20.1
市净率(倍)	4.3	3.8	2.6	2.3	2.1
净利润率	4.4%	5.2%	5.0%	5.1%	5.3%
净资产收益率	14.5%	12.8%	9.5%	9.8%	10.1%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	22.0%	22.8%	20.0%	16.4%	18.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

调高评级

6个月目标价

23.58元

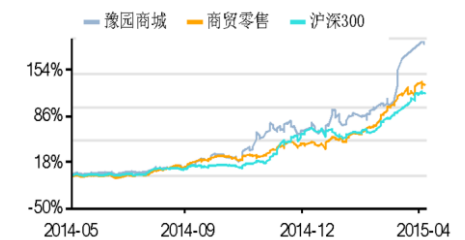
股价(2015-05-04)

19.65元

交易数据

总市值(百万元)	28,243.38
流通市值(百万元)	28,243.38
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	7.13/21.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	13.86	50.75
绝对收益	8.86	54.60	172.54

张龙

分析师

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

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

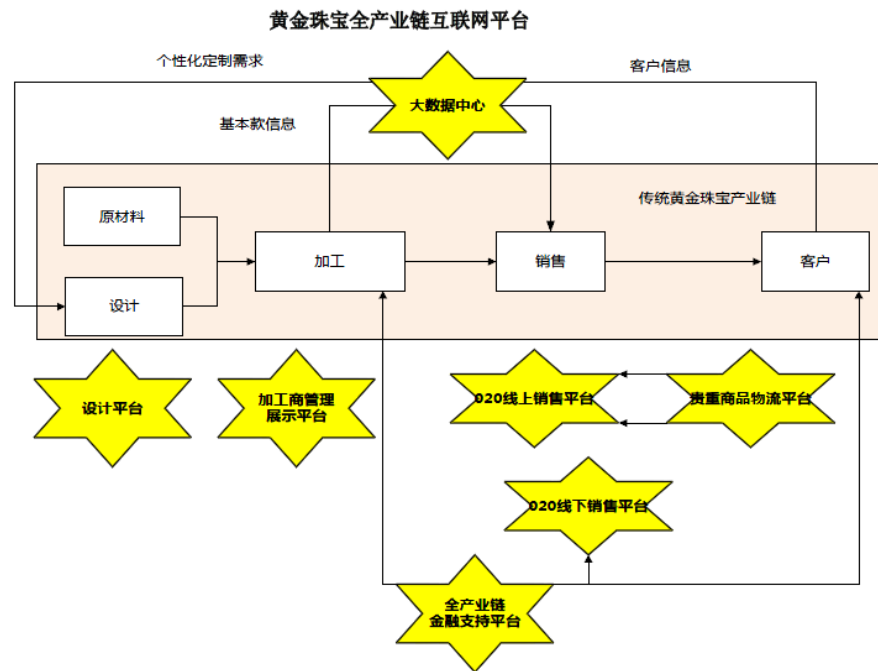
- 14Q4 业绩改善显著，迪士尼+外延扩张打开未来发展空间 2015-03-04
- 豫园商城：短期业绩有保障 长期增长有潜力：报告关键点： 2010-08-05
- 豫园商城：主业发展平稳 投资收益贡献大：豫园商城 2007-08-20
- 2007 年中报点评

公司发布定增预案,打造国内首家黄金珠宝互联网平台。公司发布定增预案,拟每股 13.87 元定向增发 7.21 亿股,募集资金 100 亿,其中 80.28 亿投向“黄金珠宝全产业链互联网平台”,提升产业链整体效率,进一步扩充黄金珠宝销售渠道,提升公司综合竞争力;20 亿补充流动资金,扩充公司资金实力。本次发行完成后,复星产投和复星集团合计持有股份低于 26.45%,仍不足支配上市公司股份表决权超过 30%,公司仍不存在控股股东和实际控制人。

黄金珠宝消费空间巨大,行业发展迅速,现存商业模式亟待调整。1.信息封闭导致产品同质化严重。国内黄金珠宝品牌与国际一线 Cartier、Tiffany 相比差距明显,消费者对材质的要求大于设计款式,导致品牌附加值较低);2.电商崛起致消费习惯改变,实体门店客流量减少。近年来电商迅速崛起冲击百货零售业,传统黄金珠宝店往往位于百货商场内部或周边,进店客流受电商分流影响较大;3.行业资金需求大且周转慢致规模扩张缓慢。黄金珠宝行业的交易规模大、周转缓慢,对资金需求量大且不平滑,众多的小型加工商和分销商从银行融资难度大,规模扩张缓慢。传统模式难以打破行业固有格局,互联网的兴起带来战略性机遇。

迎合“互联网+”,为黄金珠宝量身打造全产业链互联网平台(5大平台+1个中心)。15年3月5日李克强总理首提“互联网+”,结合黄金产业链,公司积极探索打造了国内首例黄金珠宝互联网平台,突破了传统商业模式的瓶颈。平台将在产业链的产品设计、加工和销售环节分别搭建对应的设计平台,加工商管理展示平台,O2O销售平台,全产业链信息在数据中心整合,实现各环节信息流通;另外平台中加入全产业链金融支持平台,提供供应链金融服务,增强上下游企业融资能力;加入贵重商品物流平台提高物流安全性还搭建了。5个平台+1个中心的建设将提升产业链整体效率,实现商流、物流、资金流和信息流的高效整合。豫园商城将依托自身品牌、门店规模以及融资渠道三大优势,为全行业建立一个成熟的产业链大平台。利用平台进行资源整合,形成以大数据为核心,互联网为桥梁,线上、线下有机结合的O2O商业模式,这种模式既可以解决单一线上电商所存在的真实性、信誉度、物流配送安全性以及售后服务问题,同时线下端可以将消费体验做到极致;此外借助互联网大数据功能通过C2B将信息传递给上游,实现上下游信息流通,提供供应链金融、贵重商品专属物流等增值服务,打造黄金珠宝行业专属的全产业链互联网平台。

图 1: 平台介绍



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

未来平台 GMV 将占据行业交易总额 50%，三年后 GMV 将超 550 亿。全产业链互联网平台的搭建，一方面可以巩固线下传统市场的优势，提高老庙和亚一珠宝的市场占有率；另一方面设计平台、加工商管理展示平台和 O2O 销售平台将引入其他品牌商家，促成交易，打造黄金珠宝行业的专业点上平台，提高平台的交易额，预测未来平台交易总额将占据行业交易总额的 50%。此外，五大平台还将为公司带来新的收入来源：设计平台上将会产生设计方案的交易收入；加工商管理平台可降低采购成本；全产业链金融平台通过为加工商提供金融支持扩大利润空间，通过为下游客户提供金融支持获得额外收益。预计平台建成并投入运营 3 年后，平台年交易总额将超过 550 亿。

黄金主业创新转型,迪士尼开园成短期催化,异地复制再造“新豫园”。1.深挖“老庙”、“亚一”历史积淀，推进黄金主业的差异化发展路径。14 年是豫园黄金珠宝集团整合后完整运营的第一年受高基数和金价持续走低影响，收入并不乐观，但我们认为未来通过深入产品结构调整，并借力金价企稳之势头，将实现经营大幅改善。2.迪士尼 16 年春季正式开园，餐饮旅游如沐春风。其一，作为上海的城市名片，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，受益客流消费带来的经济效益。3.异地复制经典项目+巨资打造新豫园，共同增值商旅文平台。其一，沈阳豫珑城（位于沈阳市商业中心，占地面积 3.2 万平米，建筑面积 16.2 万平米，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）是公司在省外投资的第一个大型商旅文地产项目，打响了外延扩张第一枪，我们认为这是公司建设商旅文综合平台的关键之举，此次扩张成功将打开公司长期发展空间。其二，公司斥资 67 亿建设上海豫泰确诚商业广场，融合上海老城厢历史文化打造具有国际地标意义的商旅文综合体，强化豫园商圈在上海的地位和形象，提升发展空间。该工程将于 2016 年开工，但我们看好公司未来规划布局。

维持盈利预测，上调评级至买入-A。公司坐拥豫园商圈内 10 万平米自有物业，具有难以复制的区位优势和商业物业价值；旗下驰名商标和中华老字号数十个，是上海本土优秀

品牌，综合实力占优。本次定增打造国内首例黄金珠宝互联网平台，成功完成商业模式转变，引发市场想象，估值空间将得到提升。维持盈利预测，预计公司 15-17 年 EPS 为 0.74 元、0.85 元、0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 27 倍、23 倍、20 倍，上调评级至买入-A。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,522.8	19,152.9	21,164.0	23,703.6	26,548.1	成长性					
减:营业成本	20,641.1	17,178.2	18,947.6	21,221.3	23,767.8	营业收入增长率	11.0%	-15.0%	10.5%	12.0%	12.0%
营业税费	226.7	178.9	189.9	198.5	189.1	营业利润增长率	12.6%	-9.8%	36.7%	14.8%	15.3%
销售费用	579.3	556.6	532.4	556.1	548.4	净利润增长率	1.3%	2.3%	5.8%	14.9%	15.9%
管理费用	507.4	505.4	499.2	504.0	502.9	EBITDA 增长率	9.5%	-8.6%	30.5%	12.2%	13.0%
财务费用	206.8	189.1	203.9	199.9	197.6	EBIT 增长率	9.8%	-9.6%	32.5%	12.8%	13.7%
资产减值损失	11.6	39.3	14.2	21.7	25.1	NOPLAT 增长率	1.1%	-2.0%	6.4%	12.7%	13.5%
加:公允价值变动收益	31.9	-18.4	-13.8	-0.1	-10.8	投资资本增长率	-5.5%	21.3%	37.6%	-1.6%	28.4%
投资和汇兑收益	855.1	628.5	761.3	748.3	712.7	净资产增长率	12.0%	12.9%	43.4%	11.4%	11.7%
营业利润	1,236.9	1,115.4	1,524.3	1,750.4	2,019.0	利润率					
加:营业外净收支	32.0	52.2	40.1	41.5	44.6	毛利率	8.4%	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%
利润总额	1,268.9	1,167.6	1,564.4	1,791.9	2,063.6	营业利润率	5.5%	5.8%	7.2%	7.4%	7.6%
减:所得税	240.6	141.2	469.3	537.6	619.1	净利润率	4.4%	5.2%	5.0%	5.1%	5.3%
净利润	980.8	1,003.0	1,061.1	1,219.3	1,413.7	EBITDA/营业收入	6.8%	7.3%	8.6%	8.6%	8.7%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.8%	8.2%	8.2%	8.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	15	18	15	12	10
货币资金	1,774.1	1,868.0	4,867.7	5,451.8	6,106.1	流动营业资本周转天数	23	19	25	26	30
交易性金融资产	1,523.2	874.9	892.4	910.3	928.5	流动资产周转天数	117	141	155	171	172
应收账款	238.4	246.7	365.9	251.7	459.2	应收账款周转天数	4	5	5	5	5
应收票据	1.8	-	3.5	0.5	3.9	存货周转天数	64	72	69	68	70
预付帐款	346.6	352.1	418.4	393.9	554.2	总资产周转天数	199	259	308	340	330
存货	4,736.9	2,931.4	5,201.3	3,750.5	6,529.1	投资资本周转天数	83	104	123	126	128
其他流动资产	-	91.6	30.5	40.7	54.3	投资回报率					
可供出售金融资产	71.4	462.7	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	14.5%	12.8%	9.5%	9.8%	10.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	7.4%	4.9%	5.6%	5.4%
长期股权投资	3,501.8	3,945.9	3,945.9	3,945.9	3,945.9	ROIC	22.0%	22.8%	20.0%	16.4%	18.9%
投资性房地产	206.6	232.0	232.0	232.0	232.0	费用率					
固定资产	990.4	952.6	861.1	769.6	678.1	销售费用率	2.6%	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%
在建工程	0.5	1,265.6	2,192.0	3,118.4	3,581.6	管理费用率	2.3%	2.6%	2.4%	2.1%	1.9%
无形资产	67.8	66.1	64.2	62.3	60.4	财务费用率	0.9%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.7%	6.5%	5.8%	5.3%	4.7%
资产总额	13,697.3	13,830.9	22,304.5	22,250.8	26,560.8	偿债能力					
短期债务	-	600.0	4,124.7	4,097.3	5,726.9	资产负债率	48.1%	41.9%	48.4%	42.3%	46.0%
应付帐款	916.1	783.0	807.5	1,031.6	1,103.6	负债权益比	92.5%	72.2%	93.7%	73.4%	85.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.92	1.59	1.42	1.39	1.38
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.87	0.86	0.79	0.91	0.77
长期借款	206.3	446.3	756.9	-	74.0	利息保障倍数	6.98	6.90	8.48	9.76	11.22
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	6,581.8	5,799.8	10,787.1	9,420.7	12,226.6	DPS(元)	0.21	-	-	-	-
少数股东权益	543.5	521.8	555.8	590.8	621.6	分红比率	30.8%	0.0%	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	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	5,132.8	6,006.6	9,524.3	10,802.0	12,275.3						
股东权益	7,115.6	8,031.1	11,517.4	12,830.1	14,334.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,028.4	1,026.4	1,061.1	1,219.3	1,413.7	EPS(元)	0.68	0.70	0.74	0.85	0.98
加:折旧和摊销	112.5	105.5	93.4	93.4	93.4	BVPS(元)	4.57	5.22	7.63	8.52	9.54
资产减值准备	11.6	39.3	-	-	-	PE(X)	28.9	28.1	26.6	23.1	20.1
公允价值变动损失	-31.9	18.4	-13.8	-0.1	-10.8	PB(X)	4.3	3.8	2.6	2.3	2.1
财务费用	202.8	206.8	203.9	199.9	197.6	P/FCF	18.4	103.4	10.1	46.8	40.9
投资损失	-854.4	-633.3	-761.3	-748.3	-712.7	P/S	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
少数股东损益	47.5	23.4	34.0	35.0	30.8	EV/EBITDA	6.3	11.2	14.1	11.9	10.9
营运资金的变动	115.3	-669.5	-1,298.3	897.4	-2,051.2	CAGR(%)	6.8%	12.1%	3.1%	6.8%	12.1%
经营活动产生现金流量	649.4	353.6	-681.0	1,696.6	-1,039.2	PEG	4.3	2.3	8.6	3.4	1.7
投资活动产生现金流量	-623.4	-40.8	-2,530.8	-222.3	214.5	ROIC/WACC	2.3	2.4	2.1	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	-259.1	-213.0	6,211.5	-890.2	1,479.0	REP	0.8	1.1	1.5	1.7	1.2

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

