

证券研究报告

平安商贸

推荐 (维持)

证券分析师

徐问

投资咨询资格编号 S1060513050003

0755-22622625

xuwen007@pingan.com.cn

研究助理

王晴

一般从业资格编号 S1060114080032

0755-22628888-101020

wangqing944@pingan.com.cn

豫园商城 (600655)

大股东商业资源对接，拓展成长空间

- **黄金珠宝消费环境仍待恢复，主业增长平稳。**近期我们调研豫园商城，了解公司经营动态和发展战略。公司 1H 珠宝业务增长平稳，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。整体来看，在行业低迷、黄金集团整合、内功打造阶段，我们预计全年公司珠宝主业收入将与去年持平，集团整合和品牌提升短期内可能加大费用压力，使得珠宝业务难有亮眼业绩表现。
- **拟增发投入渠道和互联网平台建设，启动供应链金融业务。**利用资本市场时间窗口，豫园拟以 13.66 元/股价格筹集资金 100 亿元，用于品牌/新品/渠道建设、互联网平台搭建及其他外延扩张。若增发顺利实施，将大大满足未来 3-5 年的资金需求，巩固行业地位。公司投入 3200 万元合资设立“广州复星云通小额贷款有限公司（占比 16%）”，拟涉足基于珠宝产业链的供应链金融业务。我们看好公司供应链融资支持下，珠宝加盟业务规模的增长提速，老庙/亚一在珠宝行业的龙头地位、丰富的产业链资源也有助于供应链金融业务在风险可控的基础上向更广泛的产业链参与者扩张，提升金融业务规模和利润贡献。
- **无可替代的豫园商圈优势，受益规模拓展、提档升级和迪斯尼开业。**公司多年来深耕豫园内圈商业，形成了以黄金珠宝为主业，餐饮、医药、食品、百货、工艺品、商业地产等产业协同发展的业务格局，及丰富、特色的品牌资源。豫园商圈本身具有难以复制的区位优势和商业物业价值，未来提档升级及品牌外扩潜力较大，计划明年年初开业的上海迪斯尼对于上海旅游消费业有巨大拉动效应，豫园商圈也将持续受益。上海豫泰确诚商业广场项目的投建，将伴随原豫园商圈的业态调整升级，有利于大幅提升豫园商圈的经营规模、促进原有商圈的内生增长和经营能力提升，更好地将商业资产、旅游客流转化为经济效益。
- **联合复星投资太阳马戏团，大股东商业资源对接拓展成长空间。**公司联合复星收购加拿大太阳马戏团 25% 股权（公司出资 2000 万美元，对应 2.828%）。后者是全球最大的戏剧制作公司，代表了世界舞台表演艺术的最顶尖水平。按照复星“中国动力嫁接全球资源”的投资理念，“太阳马戏团”演出极有可能大举引入国内，并与豫园及复星旗下其他旅游和商业资源结合，大大提升“太阳马戏团”的演出频次和盈利能力。作为复星唯一持有的 A 股品牌零售企业，股东旗下丰富的商业、旅游和文化产业项目未来极有可能通过资产注入、联合收购及业务合作等方式与公司实现资源对接，拓展公司的对外合作、外延扩张空间。
- **调低 2015-16 年 EPS 预测至 0.73、0.79 元，维持“推荐”评级。**公司黄金珠宝业务、豫园商圈经营平稳，通过短融、贷款解决商业地产资本需求，财务费用可控，增发投入渠道建设、打造珠宝互联网平台及供应链金融业务，拓展主业创新、成长空间，对接大股东复星旗下商旅文资源，未来整合、合作值得期待。考虑到黄金消费需求未恢复及短期资本投入增加，将 15-16 年 EPS 预测由 0.74、0.82 调低至 0.73、0.79 元（暂不考虑增发摊薄），现价对应 PE=18.3X、16.9X。目前股价超跌（低于定增价格 13.66 元），给予目标价 20 元（对应 16 年 25XPE），维持“推荐”评级。
- **风险提示：**再融资项目不确定性；商业地产项目投入高于预期，建设周期大幅拉长。

黄金珠宝主业增长平稳，年内难有亮眼表现

前期黄金珠宝需求透支及金价持续低迷下，目前珠宝消费市场依然难恢复 13 年以前的旺盛水平，今年以来限额以上黄金珠宝零售额回落至 6%，但钻石、翡翠、彩宝等非黄金产品需求仍在提速。公司 1H 珠宝业务增长平稳，旗下老庙、亚一正处于加盟商/直营渠道扩张、加大品牌建设，巩固行业龙头地位阶段。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。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。

整体来看，在行业低迷、黄金集团整合、内功打造阶段，我们预计全年公司珠宝主业收入将与去年持平，集团整合和品牌提升短期内可能加大费用压力，使得珠宝业务难有亮眼业绩表现。

打造豫泰确诚商业地产项目，丰富豫园商圈旅游文化资源

公司多年来深耕豫园内圈商业，形成了以黄金珠宝为主业，餐饮、医药、食品、百货、工艺品、商业地产等产业协同发展的业务格局，及丰富、特色的品牌资源。餐饮、医药、食品等非黄金业务为公司带来了稳定的收入和利润贡献。豫园商圈本身具有难以复制的区位优势和商业物业价值，未来提档升级及品牌外扩潜力较大，计划明年年初开业的上海迪斯尼对于上海旅游消费业有巨大拉动效应，豫园商圈也将持续受益。

今年 1 月公司受让获得“侯家路 38-II”地块占地面积 11125 平方米土地（可建面积约 4 万平米），这是继招金矿业、沈阳豫珑城、复星豫园商旅文产业基金之后，大股东向公司注入或双方合作的又一项目，将公司已有商业业态、物业资源与大股东旗下土地资源强强联合，实现豫园商圈的延伸和升级。我们认为上海豫泰确诚商业广场项目的投建，将伴随原豫园商圈的业态调整升级，有利于大幅提升豫园商圈的经营规模、促进原有商圈的内生增长和经营能力提升，更好地将商业资产、旅游客流转化为经济效益。

该项目总投资 67 亿元，由于涉及拆迁、建设和招商等诸多事项，预计于 2019 年建成使用。项目资金来源包括自有资金、政府补助、银行贷款及短期融资工具，分批投入，财务成本可控，未来建成项目可能部分出售，加快现金流回收。

拟增发投入品牌/渠道、互联网平台建设，启动供应链金融业务

黄金珠宝是典型的重资产、资金密集型行业，准入门槛高、渠道投入大，规模积累相对缓慢。无论是渠道拓展、产品调整、品牌升级还是并购扩张，都需要强劲的资本实力作为后盾。近年来，周大福、六福、潮宏基等上市珠宝企业通过低成本的股权融资工具，加快渠道/品牌建设及行业并购，迅速拉开与同业的差距。利用资本市场良好的时间窗口，豫园今年 5 月初发布了再融资方案，以 13.66 元/股价格，计划筹集资金 100 亿元，用于品牌/新品/渠道建设、互联网平台搭建及其他外延扩张需要。

若公司定向增发顺利实施，将大大满足未来 3-5 年的资金需求，包括终端渠道建设（新开直营门店、旧门店升级改造、铺货等）、扩充存货、品牌投入、IT 后台建设、珠宝 O2O 平台及互联网金融业务扩张等。公司近期投入 3200 万元，与复星南方投资管理有限公司、上海星鑫投资管理有限公司、上海遇志投资管理有限公司、上海钢联电子商务股份有限公司共同设立“广州复星云通小额贷款有限公司（占比 16%），拟涉足基于珠宝产业链的供应链金融业务，作为珠宝互联网平台项目的重要环节。

珠宝行业重资产、存货评估难以标准化，融资难一直是珠宝加工、批发、零售企业的扩张瓶颈。多年来，公司与加盟商一直采取现款现货的加盟模式，一定程度上制约了加盟商数量的增加和业务规模扩张。公司拟打造的珠宝产业链金融支持平台将充分挖掘公司已有的上下游客户资源，为加工商、加盟零售商提供融资服务，进而提升产业链整体效率。我们看好公司供应链融资支持下，珠宝加盟

业务规模的增长提速，老庙/亚一在珠宝行业的龙头地位、丰富的产业链资源也有助于供应链金融业务在风险可控的基础上向更广泛的产业链参与者扩张，从而提升金融业务规模和利润贡献。

投资入股加拿大“太阳马戏团”，对接复星旗下商旅文资源

除了黄金珠宝主业、豫园商圈经营、房地产等其他业务，依托复星集团的强大资产管理背景，公司积极参与股权及二级市场投资，旗下积累了数十亿规模的投资资产。长期股权投资包括招金矿业（01818.hk）、友谊复星（间接持有友谊股份）、上海银行等，股权投资收益是公司重要的利润补充。

复星入股多家海内外上市公司，除了财务投资收益，也通过合作成立产业基金、资产注入及全面合作等方式，帮助上市公司进行投资管理和外延扩张。7月8日，豫园公告与拟联合复星、中国动力基金共同出资1.7675亿美元，通过投资CMF Circus进而收购加拿大太阳马戏团25%股权。其中豫园出资2000万美元，中国动力基金出资1亿美元，复星国际出资5675万美元，收购完成后，豫园将间接持有加拿大太阳马戏团相对应的2.828%股权（美国股权投资基金TPG持有65%，创始人持有10%）。

“太阳马戏团”总部位于加拿大蒙特利尔，是全球最大的戏剧制作公司，代表了世界舞台表演艺术的最顶尖水平，被誉为加拿大的“国宝”。按照复星“中国动力嫁接全球资源”的投资历年，“太阳马戏团”演出极有可能大举引入国内，并与豫园及复星旗下其他旅游和商业资源相结合，大大提升“太阳马戏团”的演出频次和盈利能力。

图表1 复星国际持股上市公司及收购项目合作

上市公司	持股比例	收购项目	合作详情
南钢股份	60%		
复星医药	39.83%	收购美国Saladax	主要由复星医药牵头发起收购
		收购以色列Alma Laser	主要由复星医药牵头发起收购，主要是复星集团和保德信金融集团组建的私募股权公司
豫园商城	29.91%	合作收购加拿大太阳马戏团	复星国际出资5675万美元，豫园商城出资2000万美元
招金矿业	11.25%		
复星国际	79.60%		
海南矿业	54%		
博纳影业	17.98%		
完美世界	11.05%		
Folli Follie	9.96%		
中山公用	13%		
复星葡萄牙保险	80%	合作收购德国时尚品牌Tom Tailor	葡萄牙保险收购Tom Tailor 15.51%股份，葡萄牙保险下属公司收购7.65%合计23.16%
		收购葡萄牙医疗服务商ESS	由葡萄牙保险发起要约收购总计4.51亿元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

目前复星旗下拥有包括希腊Folli Follie时尚首饰品牌、法国地中海俱乐部、英国休闲旅游集团Thomas Cooks等的优质海外商业资产，作为复星唯一持有的A股品牌零售企业，股东旗下丰富的商业、旅游和文化产业项目未来极有可能通过资产注入、联合收购及业务合作等方式与公司实现资源对接，使得公司成为复星成为全球顶级商业资源的国内推动渠道之一。大股东资源对接和商业合作是公司未来的重要成长看点。

图表2 复星旗下海外收购资产

标的	行业	时间	状态	规模	金额
希腊时尚品牌集团Folli Follie	服装零售	2011.05.19	完成	9.50%	8458.8万欧元
美国专注于个性化药物剂量诊断化验的Saladax	生物/医药	2013.03.06	完成	30%	2250万美元
以色列阿尔玛激光有限公司Alma Laser	医疗器械	2013.05.29	完成	95.60%	2.2亿美元
美国高端女装品牌St. John	服装零售	2013.06.20	完成	27.20%	5500万美元
意大利高端定制男装Caruso	服装零售	2013.09.11	完成	35%	不超过500万欧元
美国Studio 8 公司	电影与娱乐	2014.06.23	完成	不详	15000万美元
博纳影业集团	电影与娱乐	2014.07.15	完成	19.30%	0.72亿美元
德国时尚生活品牌TOM TALLOR Holding AG	服装零售	2014.08.01	进行中	23.16%	不详
葡萄牙医疗服务商ESS	保健护理设施	2014.09.23	进行中	收购	4.51亿欧元
法国旅游休闲酒店地中海俱乐部	旅游休闲	2015.02.11	完成	92.80%	9.4亿欧元
Cook	休闲旅游/酒店	2015.03.06	完成	5%	9180万英镑
加拿大太阳马戏团	文化/教育/娱乐	2015.04.20	完成	25%	5675万美元
英国New Look Group Inc.	消费品	2015.04.21	谈判中	不详	不详
美国创新生物制药Ambrx	生物/医药	2015.05.22	进行中	所有股份	不详
英国高档婴儿车制造商Silver Cross	婴幼儿用品	2015.07.06	进行中		5000万英镑

资料来源：公司公告，平安证券研究所

盈利预测及投资评级

公司黄金珠宝业务、豫园商圈经营平稳，通过短融、贷款解决商业地产资本需求，财务费用可控，增发投入渠道建设、打造珠宝互联网平台及供应链金融业务，拓展主业创新、成长空间，对接大股东复星旗下商旅文资源，未来整合、合作值得期待。考虑到黄金消费需求未恢复及短期资本投入增加，将15-16年EPS预测由0.74、0.82调低至0.73、0.79元（暂不考虑增发摊薄），现价对应PE=18.3X、16.9X。目前股价超跌（低于定增价格13.66元），给予目标价20元（对应16年25XPE），维持“推荐”评级。

风险提示

- 1、再融资项目监管审批、后续募金的不确定性；
- 2、商业地产项目投入高于预期，建设周期大幅拉长。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
流动资产	8621	6350	9016	9586	
现金	1774	1868	2617	4286	
应收账款	186	200	404	221	
其他应收款	53	46	202	221	
预付账款	347	352	544	396	
存货	4737	2931	4354	3567	
其他	1525	952	895	895	
非流动资产	5076	7466	6270	6192	
长期投资	3502	3946	3946	3946	
固定资产	990	953	953	883	
无形资产	68	66	63	63	
其他非流动资产	516	2502	1309	1301	
资产总计	13697	13816	15287	15779	
流动负债	4489	3999	3713	4027	
短期借款	0	600	0	0	
应付账款	484	301	363	396	
其他流动负债	4004	3098	3350	3631	
非流动负债	2093	1792	2521	1521	
长期借款	206	446	175	175	
其他非流动负债	1	1	2	3	
负债合计	6582	5791	6234	5548	
少数股东权益	544	522	565	612	
股本	1437	1437	1437	1437	
资本公积	607	872	872	872	
留存收益	4526	5134	6177	7308	
归属母公司股东权益	7116	8025	9052	10230	
负债和股东权益	13697	13816	15287	15779	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
经营活动现金流	649	354	-944	2120	
净利润	981	1003	1043	1131	
折旧摊销	113	106	96	70	
财务费用	207	189	193	106	
投资损失	-855	-628	-476	-458	
营运资金变动	-854	1034	-1766	1233	
其他经营现金流	1059	-1350	-34	37	
投资活动现金流	-623	-41	1139	645	
资本支出	-489	-488	459	0	
长期投资	0	0	41	8	
其他投资现金流	-134	447	639	637	
筹资活动现金流	-259	-213	554	-1097	
短期借款	0	600	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	54	265	0	0	
其他筹资现金流	-313	-1078	553	-1099	
现金净增加额	-233	100	749	1668	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
营业收入	22523	19153	20200	22115	
营业成本	20641	17178	18142	19819	
营业税金及附加	227	179	182	221	
营业费用	579	557	497	553	
管理费用	507	505	441	487	
财务费用	207	189	193	106	
资产减值损失	12	39	0	0	
公允价值变动收益	-32	18	0	0	
投资净收益	855	628	476	458	
营业利润	1237	1115	1221	1386	
营业外收入	32	52	35	0	
营业外支出	0	0	1	2	
利润总额	1269	1168	1257	1388	
所得税	241	141	170	208	
净利润	1028	1026	1087	1180	
少数股东损益	48	23	43	47	
归属母公司净利润	981	1003	1043	1131	
EBITDA	1205	1134	1221	1386	
EPS (元)	0.68	0.70	0.73	0.79	

主要财务比率					
会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入	11.0%	-15.0%	5.5%	9.5%	
营业利润	12.6%	-9.8%	9.4%	13.5%	
归属于母公司净利润	1.3%	2.3%	4.0%	8.5%	
获利能力					
毛利率	8.4%	10.3%	10.2%	10.4%	
净利率	4.4%	5.2%	5.2%	5.1%	
ROE	14.9%	13.4%	12.3%	11.8%	
偿债能力					
资产负债率	48.1%	41.9%	40.8%	35.2%	
净负债比率	-21.9%	-10.2%	-27.0%	-40.2%	
流动比率	1.92	1.59	2.43	2.38	
速动比率	0.87	0.85	1.26	1.49	
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.4	
应收账款周转率	118.5	99.2	66.8	70.8	
应付账款周转率	57.1	48.8	60.9	58.3	
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	0.70	0.73	0.79	
每股经营现金流	0.5	0.2	-0.7	1.5	
每股净资产	5.0	5.6	6.3	7.1	
估值比率					
P/E	19.4	19.0	18.3	16.9	
P/B	2.7	2.4	2.1	1.9	
EV/EBITDA	36.9	29.8	23.1	19.0	

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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层

邮编：100033