

## 豫园商城 (600655)

# 黄金主业下滑和重资产商业项目拖累短期业绩

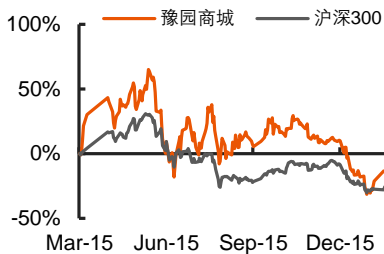
### 推荐 (维持)

现价: 12.69 元

#### 主要数据

行业	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 /17.24%
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)	182.40
流通 A 股市值(亿元)	182.40
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	50.90

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《豫园商城\*600655\*大股东商业资源对接, 拓展成长空间》 2015-07-10

#### 证券分析师

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:** 豫园商城发布 2015 年年报, 全年实现收入 175.5 亿元, 同比下滑 8.36%, 实现净利润归属于母公司所有者的净利润为 8.07 亿元, 较上年同期减 19.52%, 低于市场预期。拟每 10 股派息 1.7 元。

#### 平安观点:

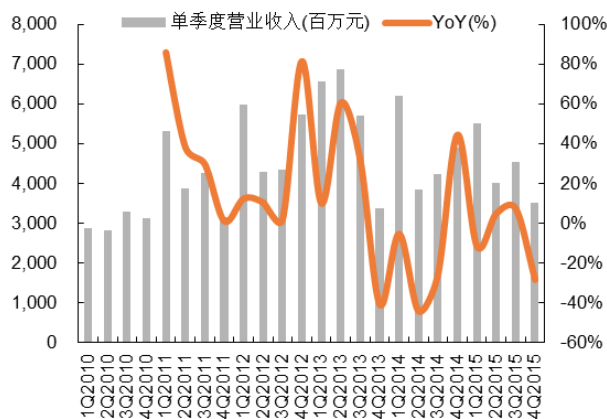
- **黄金主业仍在调整换档期, 收入同比下滑 9.4%。** 公司黄金珠宝业务整合推进, 遭遇行业景气度下行, 全年黄金首饰零售收入 158.7 亿元, 同比下滑 9.4%, 毛利率小幅提升 0.89 个百分点。黄金珠宝连锁网点 1816 家 (净增加 7 家), 其中 214 个直营网点, 1602 家加盟店和经销网点。我们预计近 1-2 年黄金零售将维持目前规模, 难有亮点。设计师 O2O 平台等互联网珠宝业务尚在规划中, 公司转型意愿明确, 但仍需要前期投入和培育。
- **重资产商业项目推进, 加大短期资本和财务费用压力。** 去年末, 历经四年建设的沈阳“豫珑城”建成开业, 定位为集文化演艺、餐饮美食、黄金珠宝、城市市集、儿童游乐、互动体验等主力业态为一体的城市综合体, 由于前期投入大, 我们预计该项目需要较长培育期。同时公司积极推进了上海豫泰确诚商业广场 (豫园二期) 项目开发, 后续仍需大额资本投入, 将给未来几年带来较大财务费用压力, 定增落地将一定程度缓解。
- **投资业务亮点频现, 未来将稳定贡献投资收益:** 在大股东复星的资源嫁接下, 去年公司投资业务硕果累累。收购日本星野度假村项目, 预计明年开始将稳定贡献业绩 (2015 年收入 3 亿, 净利润约 3000 万), 未来计划通过嫁接中国消费者、增加非旺季客流等手段, 提升业务规模和盈利能力。此外间接获得加拿大国宝太阳马戏团 3% 左右的股权。公司传统投资业务线业绩贡献下滑, 招金应占利润 7970 万, 较去年减少约 4000 万。
- **与复星投资布局联动, 豫园商圈受益迪斯尼将迎来游客大幅增长。** 围绕中产阶级消费需求, 嫁接全球资源和中国动力是大股东复星的大战略, 豫园是复星旗下唯一 A 股商业文化板块上市公司, 未来会继续寻找新的经济增

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19153	17551	18692	19347	20024
YoY(%)	-15.0	-8.4	6.5	3.5	3.5
净利润(百万元)	1003	807	1000	1142	1206
YoY(%)	2.3	-19.5	23.9	14.2	5.7
毛利率(%)	10.3	11.5	12.1	12.2	12.4
净利率(%)	5.2	4.6	5.3	5.9	6.0
ROE(%)	13.4	10.1	11.2	11.4	10.7
EPS(摊薄/元)	0.70	0.56	0.70	0.79	0.84
P/E(倍)	18.2	22.6	18.2	16.0	15.1
P/B(倍)	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5

长点和并购机会，希望长远做到黄金珠宝和其他业务各贡献 50% 的收入份额。复星旗下优质旅游、商业资产丰富，包括地中海俱乐部（92%）、太阳马戏团（25%）、FolliFolli 时尚珠宝（20%）等，未来进一步收购或注入的预期较强。公司的豫园商圈作为上海独特景点和商业街区，将持续受益上海迪斯尼开园对游客和盈利能力的拉动，在黄金珠宝主业维持稳定的前提下，我们预计今明两年公司业绩将迎来稳步回升。

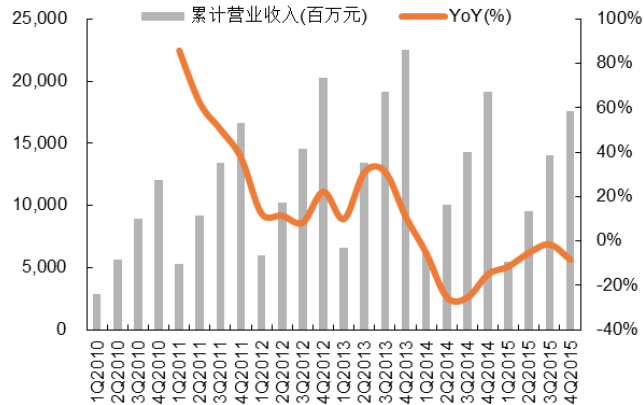
- **调低 16-17 年盈利预测至 0.70/0.79 元，维持“推荐”评级。**由于黄金珠宝行业短期仍较低迷，公司重资产商业项目投入拉高财务费用，星野度假村今年开始贡献利润，我们将 16 年 EPS 预测由 0.79 调低至 0.70 元，预测 17-18 年 EPS=0.79、0.84 元，对应增速 23.9%、14.2%、5.7%。考虑到投资业务的成长性，和迪斯尼对本地旅游和上海本地股的提振作用，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**再融资项目不确定性；商业地产项目投入高于预期，建设周期大幅拉长。

图表1 公司季度营业收入及增速



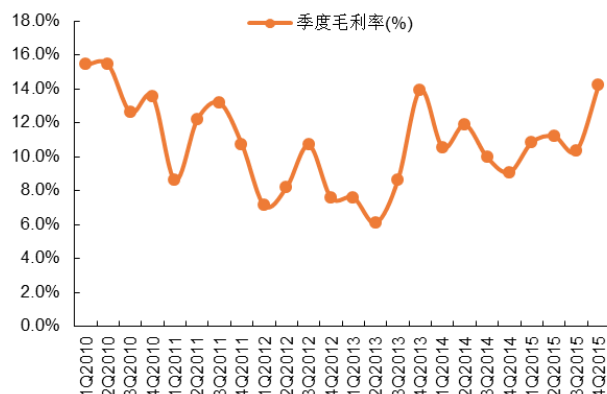
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



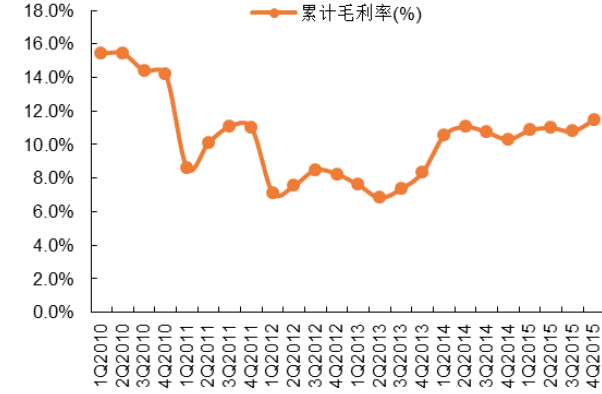
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



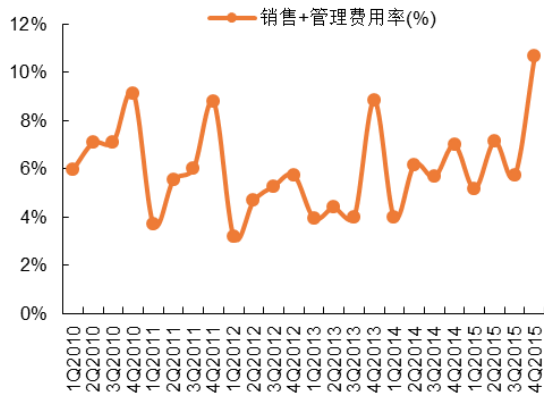
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



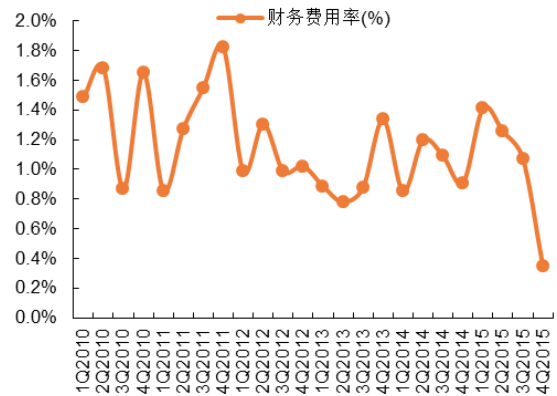
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度销售+管理费用率



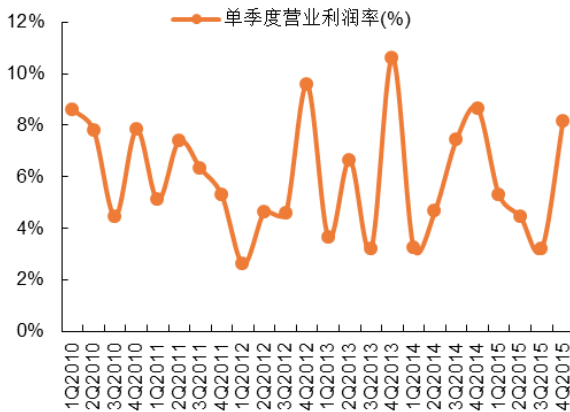
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度财务费用率



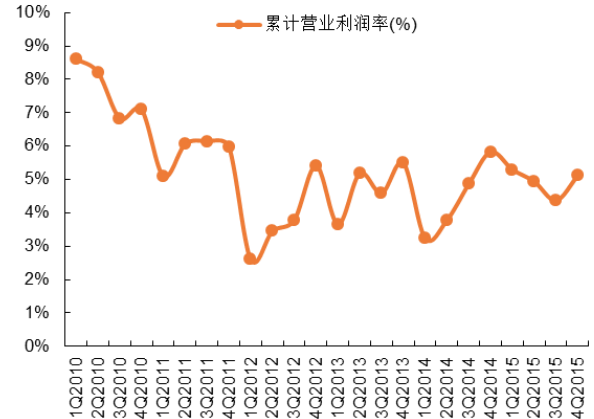
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度营业利润率



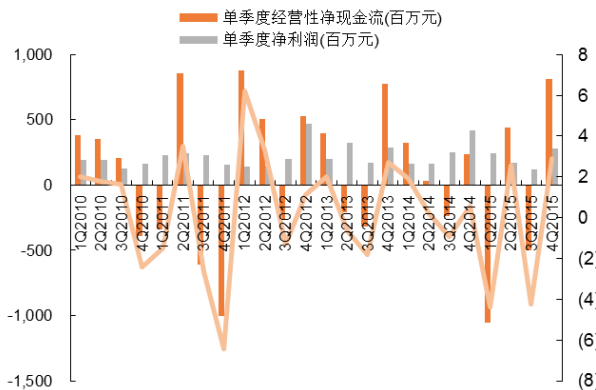
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度累计营业利润率



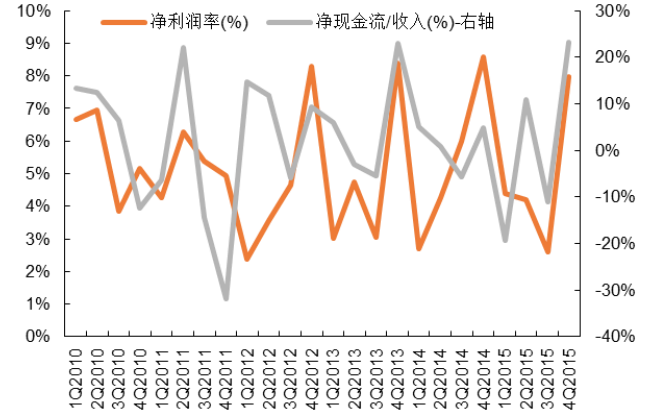
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	6365	7440	5720	5316
现金	1868	2025	1495	967
应收账款	200	214	187	193
其他应收款	46	43	187	193
预付账款	352	356	329	340
存货	2931	4220	2957	3058
其他流动资产	966	582	564	564
<b>非流动资产</b>	7466	9712	10642	12172
长期投资	3946	4058	4058	4058
固定资产	953	3248	3678	3908
无形资产	66	545	545	545
其他非流动资产	2502	1861	2361	3661
<b>资产总计</b>	13831	17152	16362	17488
<b>流动负债</b>	3999	6613	5860	6822
短期借款	600	1780	1154	1863
应付账款	301	255	329	340
其他流动负债	3098	4578	4377	4619
<b>非流动负债</b>	1792	2100	1100	100
长期借款	446	734	734	734
其他非流动负债	1	2	3	4
<b>负债合计</b>	5791	8712	6960	6921
少数股东权益	522	473	493	517
股本	1437	1437	1437	1437
资本公积	872	832	832	832
留存收益	5134	5640	6639	7781
<b>归属母公司股东权益</b>	8031	8440	9402	10567
<b>负债和股东权益</b>	13831	17152	16362	17488

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	354	-307	1609	750
净利润	1003	807	1000	1142
折旧摊销	106	126	70	70
财务费用	189	189	182	180
投资损失	-628	-504	-500	-600
营运资金变动	1034	-536	878	-77
其他经营现金流	-1350	-390	-20	36
<b>投资活动现金流</b>	-41	-954	-313	-795
资本支出	-488	-487	-1000	-1100
长期投资	0	0	0	-500
其他投资现金流	447	-467	687	805
<b>筹资活动现金流</b>	-213	1403	-1826	-483
短期借款	600	1780	1154	1863
长期借款	0	1	2	3
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	265	-40	0	0
其他筹资现金流	-1078	-338	-2982	-2349
<b>现金净增加额</b>	100	142	-530	-528

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	19153	17551	18692	19347
营业成本	17178	15539	16431	16986
营业税金及附加	179	205	187	193
营业费用	557	632	654	658
管理费用	505	572	598	619
财务费用	189	189	182	180
资产减值损失	39	1	0	0
公允价值变动收益	18	19	0	0
投资净收益	628	504	500	600
<b>营业利润</b>	1115	899	1140	1310
营业外收入	52	68	60	60
营业外支出	0	1	2	3
<b>利润总额</b>	1168	967	1202	1373
所得税	141	153	180	206
<b>净利润</b>	1026	815	1022	1168
少数股东损益	23	7	20	23
<b>归属母公司净利润</b>	1003	807	1000	1142
EBITDA	1134	918	1140	1310
EPS (元)	0.70	0.56	0.70	0.79

主要财务比率

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-15.0%	-8.4%	6.5%	3.5%
营业利润(%)	-9.8%	-19.4%	26.9%	14.9%
归属于母公司净利润(%)	2.3%	-19.5%	23.9%	14.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	10.3%	11.5%	12.1%	12.2%
净利率(%)	5.2%	4.6%	5.3%	5.9%
ROE(%)	13.4%	10.1%	11.2%	11.4%
ROIC(%)				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.9%	50.8%	42.5%	39.6%
净负债比率(%)	-10.2%	5.8%	4.2%	15.4%
流动比率	1.59	1.13	0.98	0.78
速动比率	0.86	0.49	0.47	0.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	99.2	84.7	93.2	101.7
应付账款周转率	48.8	63.2	64.1	57.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.56	0.70	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	-0.2	1.1	0.5
每股净资产(最新摊薄)	5.6	5.9	6.5	7.4
<b>估值比率</b>				
P/E	18.2	22.6	18.2	16.0
P/B	2.3	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	27.6	37.7	27.1	25.7

## 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±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±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 2016 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