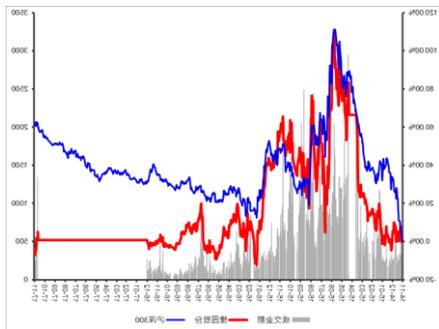


商贸零售

报告原因：事件点评

2017年11月21日

豫园股份近期市场表现



市场数据：2017年11月20日

收盘价(元):	10.79
年内最高/最低(元):	12.45/10.32
流通 A 股 / 总股本 (亿):	14.37/14.37
流通 A 股市值(亿元):	150
总市值(亿元):	150

基础数据：2017年9月30日

每股净资产(元):	7.67
每股资本公积(元):	0.69
每股未分配利润(元):	4.35

分析师：张旭

执业证书编号：S07605111010001

Tel: 0351-8686835

E-mail: zhangxu@sxzq.com

联系人：谷茜

Tel: 0351-8686775

E-mail: guqian@sxzq.com

张湃

E-mail: zhangpai@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

豫园股份 (600655)

资产重组，战略升级

首次

增持

公司研究/点评报告

事件追踪：

➢ 公司发生重大资产重组，引入复星快乐、时尚的投资理念。公司拟向浙江复星、复地投资管理 17 名对象发行股份，购买其持有的上海星泓、闵祥地产等 28 家公司的全部或部分股权。同时，上市公司拟向黄房公司发行股份，购买黄房公司持有的新元房产 100% 股权。本次交易不会导致上市公司控制权发生变化。

事件分析：

➢ **核心业务持续成长，实现产业升级。**公司依托于深厚的文化底蕴，拥有一批颇负盛名的老牌产业资源，品牌优势明显。依托于上海豫园商圈内圈的区位优势，黄金饰品、餐饮、医药、商业、旅游等多业态协同，商业服务链完善。黄金珠宝饰品业务方面突出“老庙黄金”和“亚一珠宝”的品牌优势，以零售批发为主要经营模式，拓展连锁网络，实现产业升级。

➢ **优化改造模式拓展，实现三四线城市渠道下沉。**近年来，公司围绕“豫园商城”的商业旅游文化品牌，对豫园内圈的经营进行了物业改造、商业调整、服务升级等整合发展的系统工程，在文化传承的基础上，针对不同品牌走特色化经营的道路。同时，公司将豫园的商旅文模式拓展到沈阳，建造开发了沈阳豫珑城项目，通过将成型的经营模式向外复制拓展，有效实现了向三四线城市的渠道下沉。此外，公司正在积极推动上海豫园商圈二期项目的投资开发。

➢ **抓住经济全球化契机，积极拓展海外旅游业务。**公司通过在日本的全资子公司株式会社新雪收购了日本星野 100% 股权，并与 Club Med 进行合作积极推动海外旅游业务。同时，公司通过控股孙公司裕吉实业有限公司投资了韩国株式会社普光的股权，积极拓展了海外旅游业务的版图，也推进了豫园商城商旅文联动发展。

➢ **秉承快乐、时尚的投资理念，收购复星“蜂巢城市”复合功能地产业务资产和黄浦区国资委拥有的豫园商圈毗邻核心业务。**“蜂巢城市”是复星为新型城镇化发展，量身定制的“产城一体”的新兴城市建设模式。本次交易完成后，上海星泓、闵祥地产等 28 家房地产项目公司将成为上市公司的控股或参股公司，新元房产持有的核心商圈物业也将成为上市公司的重要资产为公司注入优质资产的同时也为公司的主营业务注入了新的元素，有助于实现“快乐、时尚”业务的战略升级，完善复星“健康、快乐、富足”业务逻辑下的整体架构。

盈利预测与投资建议：

➤ **盈利预测及投资建议。**公司是一家综合性商业集团，通过发展黄金饰品、餐饮、医药、商业 旅游等多个产业，满足了消费者的多种消费需求。为了适应消费的不断升级，公司对豫园内圈的经营进行了发展整合，在传承传统品牌的同时，走特色化经营道路，并抓住经济全球化契机，积极拓展海外业务。本次收购为公司引入“蜂巢城市”复合功能地产业务，有助于实现“快乐、时尚”的战略升级。我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.45 元、0.54 元、0.69 元。首次覆盖给予公司“增持”评级。

投资风险：

➤ 1) 下游需求不达预期的风险；2) 市场竞争加剧；3) 海外投资风险。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,009	8,916	9,215	8,915	营业收入	15,643	17,234	19,847	23,074
现金	1,916	1,413	1,364	1,707	营业成本	13,178	15,293	17,685	20,635
应收账款	335	1,524	1,334	1,233	营业税金及附加	171	200	222	249
其他应收款	101	263	276	321	销售费用	713	710	699	591
预付账款	423	458	499	546	管理费用	1,000	867	949	1,091
存货	3,268	4,161	4,601	4,032	财务费用	116	233	237	234
其他流动资产	967	1,096	1,141	1,076	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	16,170	14,430	14,995	16,256	公允价值变动收益	193	52	52	52
长期投资	3,848	4,050	3,985	3,961	投资净收益	(173)	559	608	608
固定资产	1,405	1,316	1,227	1,138	营业利润	482	559	711	930
无形资产	536	501	467	436	营业外收入	254	123	90	90
其他非流动资产	10,381	8,563	9,316	10,721	营业外支出	20	9	10	13
资产总计	23,179	23,346	24,210	25,171	利润总额	716	652	791	1,007
流动负债	7,121	6,725	7,247	7,517	所得税	271	0	0	0
短期借款	1,680	1,675	1,670	1,663	净利润	445	652	791	1,007
应付账款	442	276	372	454	少数股东损益	(34)	8	10	13
其他流动负债	4,999	4,775	5,206	5,400	归属母公司净利润	479	643	781	994
非流动负债	5,120	4,141	4,593	4,988	EBITDA	781	895	1,071	1,284
长期借款	2,903	2,903	2,903	2,903	EPS (元)	0.33	0.45	0.54	0.69
其他非流动负债									
负债合计	12,241	10,867	11,841	12,506					
少数股东权益	366	375	385	398					
股本	1,437	1,437	1,437	1,437					
资本公积	919	3,726	3,226	3,026					
留存收益	6,628	6,941	7,321	7,804					
归属母公司股东权益	10,572	12,104	11,984	12,267					
负债和股东权益	23,179	23,346	24,210	25,171					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	397	(3,146)	761	1,556
净利润	445	643	781	994
折旧摊销	205	125	122	120
财务费用	118	233	237	234
投资损失	172	(559)	(608)	(608)
营运资金变动	(375)	(3,652)	163	748
其他经营现金流	(169)	64	66	69
投资活动现金流	(2,134)	(2,692)	1,210	888
资本支出	0	0	0	0
长期投资	210	(202)	65	24
其他投资现金流	(2,344)	(2,490)	1,145	863
筹资活动现金流	1,625	2,115	(1,137)	(930)
短期借款	(100)	(5)	(5)	(6)
长期借款	2,169	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	87	2,807	(500)	(200)
其他筹资现金流	(531)	(687)	(631)	(724)
现金净增加额	(112)	(3,723)	835	1,514

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-10.87%	10.17%	15.16%	16.26%
营业利润	-46.39%	11.56%	32.33%	30.70%
归属于母公司净利润	-40.68%	34.36%	21.38%	27.25%
获利能力				
毛利率(%)	15.76%	11.26%	10.89%	10.57%
净利率(%)	3.06%	3.73%	3.93%	4.31%
ROE(%)	4.07%	5.22%	6.40%	7.95%
ROIC(%)	7.06%	20.66%	13.04%	17.50%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.81%	46.55%	48.91%	49.68%
净负债比率(%)	31.58%	41.43%	32.13%	36.35%
流动比率	0.98	1.33	1.27	1.19
速动比率	0.53	0.71	0.64	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.74	0.83	0.93
应收账款周转率	69.79	23.05	17.11	23.41
应付账款周转率	44.90	48.01	61.28	55.90
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.45	0.54	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	(2.19)	0.53	1.08
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.42	8.34	8.53
估值比率				
P/E	32.4	24.1	19.9	15.6
P/B	1.5	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	12.97	12.61	9.92	6.99

资料来源:公司公告,山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。