

豫园股份(600655)

收盘价(元): 10.86

目标价(元): 13.72

收购复星旗下商业地产，期待战略转型前景

分析日期 2017年11月21日

投资评级: 增持/首次

证券分析师: 江迎若

执业证书编号: S0630517040001

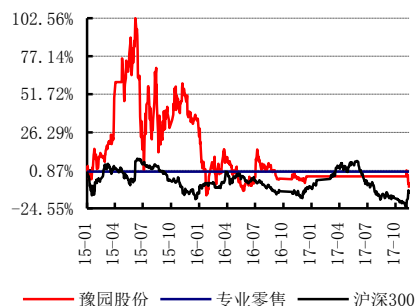
电话: 20333452

邮箱: jianglu@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	143,732
流通A股/B股(万股)	143,732/0
资产负债率(%)	52.59%
每股净资产(元)	7.67
市净率(倍)	1.32
净资产收益率(加权)	3.59
12个月内最高/最低价	11.80/10.44

股价走势图



相关研究报告

◎ 事项:

上市公司拟向浙江复星、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 26 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。股票发行价格为 9.98 元/股，向浙江复星、复地投资管理 17 名对象发行 24.28 亿股，向黄房公司发行 1.62 亿股，总计 25.90 亿股，交易总价为 258.48 亿元。本次交易构成重大资产重组，不导致上市公司控制权发生变化。

◎ 主要观点:

◆ **拟注入商业地产，复星集团和国资协力参与。**这次重组分为两部分，最大的一部分资产是作价 241.60 亿元的复星旗下的包括商业、住宅、办公多业态的地产，这些地产多分布在北京、上海、香港、南京、武汉等一二线城市，注入到上市公司中将会增加上市公司的业务范围和地区分布，分散目前公司过于集中单一产业和地域的风险；另一部分是作价 16.08 亿元的黄浦区国资委旗下的豫园周边的核心物业资产，这将与上市公司现有的豫园商圈产生良性互动，在更广阔的地理空间内升级豫园的商业模式，进行资源的高效率整合再利用。这次重组复星集团和黄浦区国资委都参与其中，充分显示双方对豫园股份在未来各自战略中的重要地位，也是二者协力合作的印证。

◆ **承诺三年 70 亿净利润，快乐板块大平台启航。**在这次重组预案中，复星承诺注入上市公司的 22 家公司 18-20 年的净利润不低于 70 亿元，这将为上市公司带来充足的现金流。此前复星集团多次表示要将豫园打造成快乐业务旗舰平台，这次重组则可以视为整个平台搭建的关键一步。复星旗下共有三大板块，分别是健康、快乐和富足三大主题，在快乐时尚板块中，除了豫园股份，还有 Club Med(90.1%)、Thomas Cook(11.16%)、亚特兰蒂斯(99.98%)等优质资产，在整个消费升级的浪潮下，豫园若能够进一步的整合协同整个集团的商业资源，迎合时代发展升级改造商业模式，上市公司的核心竞争力将会得到长足提升。

◆ **传统业务回暖，未来有望保持平稳增长。**公司目前的主要业务仍以黄金珠宝为主体，拥有“老庙黄金”和“亚一珠宝”两大黄金珠宝品牌，最新报告期内黄金珠宝门店总数达到了 1929 家。14-16 年由于受到整体经济环境的影响，特别是与公司经营业态密切相关的消费品零售行业增速近年一直下降，导致了公司业绩不断滑坡。随着中高端消费需求已经起稳回暖，公司在内部治理和产品服务各方面不断推陈出新，业绩在 17 年已经实现复苏，最新报表显示 17 年 1-3 季度，公司营收为 135.54 亿元，同比增长 9.14%，归母净利润为 4.77 亿元，同比增长 12.63%。在整体国民经济运行平稳增长的大前提下，以中产阶级和新生代消费群体崛起为代表的消费升级时代已经来临，那么作为中高端消费之一的黄金珠宝品类有望在此基础上继续回暖升温，也给公司的传统业务平稳增长提供了有力支撑。

◆ **盈利预测及建议。**不考虑注入资产，由于消费回暖，预计主业业绩将会持续回暖，我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.49、0.56 和 0.67，参考市场上同类型公司的市盈率 (TTM)：老凤祥 18.8，通灵珠宝 30.1，周大生

25.8，刚泰控股 34.2，考虑到其市值偏大，资产注入预期强烈，我们给予其 28 倍的估值，17 年目标价为 13.72 元，首次覆盖，给予增持评级。

◆风险提示。1、重组方案审批风险；2、上市公司与标的公司的业务整合风险；3、区域经营及区域扩张风险

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	764.03	171.57	184.29	197.24
应收和预付款项	757.84	462.00	846.14	550.60
存货	3253.58	3477.65	3730.88	3949.92
其他流动资产	927.15	927.15	927.15	927.15
长期股权投资	3847.87	3847.87	3847.87	3847.87
投资性房地产	7716.65	7716.65	7716.65	7716.65
固定资产和在建工	1452.71	1203.51	954.31	705.11
无形资产和开发支	829.41	771.64	713.87	656.10
其他非流动资产	2032.03	2030.10	2028.17	2028.17
资产总计	21581.29	20608.15	20949.34	20578.81
短期借款	2680.00	3635.44	2864.58	2563.30
应付和预收款项	1837.01	1249.82	1928.92	1342.20
长期借款	3402.71	3402.71	3402.71	3402.71
其他负债	2718.32	997.52	997.52	997.52
负债合计	10638.04	9285.49	9193.73	8305.73
股本	1437.32	1437.32	1437.32	1437.32
资本公积	919.16	919.16	919.16	919.16
留存收益	8215.19	8644.42	9134.23	9719.66
归属母公司股东权益	10571.67	11000.90	11490.71	12076.14
少数股东权益	366.37	316.54	259.69	191.74
股东权益合计	10938.04	11317.44	11750.40	12267.87
负债和股东权益合计	21576.08	20602.93	20944.13	20573.60

现金流量表

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	272.91	806.34	1468.00	1032.36
投资性现金净流量	-2133.72	-1720.79	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1624.88	322.00	-1455.29	-1019.41
现金流量净额	-233.89	-592.46	12.71	12.96

利润表

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15643.05	17157.30	18428.66	19724.19
减:营业成本	13177.65	13857.95	14840.60	15812.88
营业税金及附加	171.12	187.68	201.59	215.76
营业费用	712.78	781.77	839.70	898.74
管理费用	1000.31	1097.14	1178.44	1261.28
财务费用	116.35	353.15	364.57	335.81
资产减值损失	3.82	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	-172.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	193.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	481.76	879.60	1003.76	1199.71
加:其他非经营损益	234.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	716.41	879.60	1003.76	1199.71
减:所得税	271.19	219.90	250.94	299.93
净利润	445.22	659.70	752.82	899.78
减:少数股东损益	-33.62	-49.82	-56.85	-67.95
归属母公司股东净利	478.84	709.53	809.67	967.74

主要财务比率

	2016A	2017E	2018E	2019E
收益率				
毛利率	15.76%	19.23%	19.47%	19.83%
三费/销售收入	11.69%	13.01%	12.93%	12.65%
EBIT/销售收入	6.12%	7.18%	7.42%	7.78%
EBITDA/销售收入	7.43%	8.99%	9.10%	9.34%
销售净利率	2.85%	3.85%	4.09%	4.56%
资产获利率				
ROE	4.53%	6.45%	7.05%	8.01%
ROA	4.43%	5.98%	6.53%	7.46%
ROIC	2.23%	5.98%	6.54%	7.50%
增长率				
销售收入增长率	-10.87%	9.68%	7.41%	7.03%
EBIT 增长率	-18.50%	28.80%	11.00%	12.22%
EBITDA 增长率	-10.64%	32.62%	8.79%	9.85%
净利润增长率	-45.29%	48.17%	14.11%	19.52%
总资产增长率	30.82%	-4.51%	1.66%	-1.77%
股东权益增长率	32.95%	4.06%	4.45%	5.09%
经营营运资本增长率	-38.83%	25.94%	-1.13%	20.54%
资本结构				
资产负债率	49.29%	45.06%	43.89%	40.36%
投资资本/总资产	71.67%	76.13%	73.28%	75.65%
带息债务/总负债	57.18%	75.80%	68.17%	71.83%
流动比率	0.84	0.92	1.06	1.26
速动比率	0.32	0.23	0.31	0.31
股利支付率	51.03%	39.51%	39.51%	39.51%
收益留存率	48.97%	60.49%	60.49%	60.49%

资料来源：WIND，东海证券研究所

分析师简介:

江迎若: 伦敦大学学院硕士, 具有两年以上行业研究经验。主要跟踪覆盖休闲服务、商业贸易、食品饮料行业超过二十家主要上市公司的经营动态和定向增发项目。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089