



批零贸易业/可选消费品

豫园商城 (600655)

## 纵享迪斯尼盛宴

	瞿猛 (分析师)	林浩然 (分析师)	童兰 (分析师)
	021-38676442	021-38674763	021-38676430
	ziming@gjtjas.com	linhaoran@gjtjas.com	tonglan@gjtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880514070005	S0880514030009

## 本报告导读:

近期上海迪斯尼工程竣工及全国宣传有望启动,使得第 II 波题材股行情可能开启。

豫园近期公告启动外延扩张计划,顺周期运营值得看好,上调目标价至 20 元、增持。

## 投资要点:

- **投资建议:** 上海迪斯尼呼之欲出,第 II 波行情近期有望开启。行业可比公司目前平均 23XPE,考虑迪斯尼题材热络给予一定估值溢价,上调 2015 年 PE 至 25X、上调目标价至 20 元,增持评级。豫园商城充分受益迪斯尼集客溢出效应,已成为迪斯尼题材龙头。作为 2015 标志性主流事件,结合近期市场风格迪斯尼题材有望再次获市场青睐。新豫园项目将于近期启动,我们认为公司顺周期扩张值得期待,项目后续亦不排除融资或引入战略投资者。此外,自 2014 年 11 月至今金价已大幅反弹 15%,此前经销商库存大多处于低位,金价反弹使得经销商拿货意愿可能增强,届时将有力增厚公司业绩。
- **迪斯尼行情第 II 波有望开启。**根据赢商网信息,上海迪斯尼项目施工将于 1 月 30 日完成并进行设备调试,园区目前已涉及 10 套大型游乐设施,随后可能将启动全国宣传,结合当前市场风格我们判断迪斯尼行情近期可能重启。据历史经验,2015 年迪斯尼行情预计仍将持续并取得明显超额收益,项目进展及旅游相关政策可能成为催化剂。
- **巨资再造新豫园,顺周期扩张值得看好,后续不排除融资或引入战投。**新项目有望于迪斯尼成熟期交付使用(2019 年底),融合外滩及老城厢多元文化,致力于打造上海中央文化旅游区,从商圈稀缺性及公司战略判断均值得看好。此外,由于项目投资额较大,我们判断后续公司不排除通过股权融资或引入战投等方式缓解资产负债表压力。根据公告项目可能于 2016 年启动,我们维持 2014-2016 年 EPS 预测 0.7/0.79/0.95 元不变。
- **催化剂:** 迪士尼乐园进展及旅游利好政策颁布。
- **风险提示:** 新项目不能按时竣工;外延扩张影响公司业绩。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	20,298	22,523	23,434	25,720	30,170
(+/-)%	22%	11%	4%	10%	17%
经营利润 (EBIT)	561	568	1,275	1,391	1,589
(+/-)%	-22%	1%	124%	9%	14%
净利润	968	981	1,005	1,143	1,361
(+/-)%	13%	1%	2%	14%	19%
每股净收益 (元)	0.67	0.68	0.70	0.79	0.95
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	2.8%	2.5%	5.4%	5.4%	5.3%
净资产收益率 (%)	16.6%	14.9%	13.8%	14.0%	14.8%
投入资本回报率 (%)	24.4%	24.9%	53.3%	40.2%	43.3%
EV/EBITDA	18.7	20.1	9.3	8.6	7.0
市盈率	12.0	11.8	11.5	10.1	8.5
股息率 (%)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 15.00

当前价格: 13.61

2015.01.29

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.00-13.98
总市值 (百万元)	19,562
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,437/1,437
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	26.86
日均成交值 (百万元)	315.50

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,998
每股净资产	4.87
市净率	2.8
净负债率	-17.80%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.14	0.12
Q2	0.23	0.11
Q3	0.12	0.18
Q4	0.20	0.29
全年	0.68	0.70

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	57%	85%
相对指数	10%	10%	21%

## 相关报告

《承接迪斯尼集客, 巨资再造新豫园》  
2015.01.13

《尽享迪斯尼集客溢出效应》2014.11.07

《业绩超预期, 有望迎来“迪士尼行情”》  
2014.10.29

《市值严重低估, 多因素共振促市值提升》  
2014.09.27

《平台价值显现, 未来整合空间可期》

模型更新时间: 2015.01.28

**股票研究**

可选消费品  
批零贸易业

**豫园商城 (600655)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 20.00**

上次预测: 15.00

**当前价格: 13.61**

公司网址

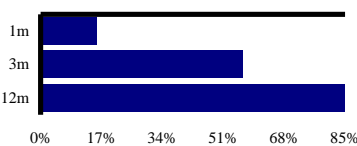
www.yuyuantm.com.cn

**公司简介**

公司地处上海中心商业区,是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体,多元化发展的国内一流的综合性商业集团。

公司旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号、上海市著名商标和百年老店等为核心的产业品牌资源,包括"老庙黄金"、"亚一金店"、"南翔小笼"等。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

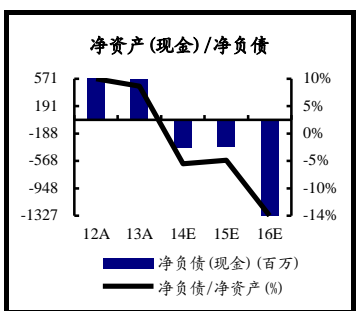
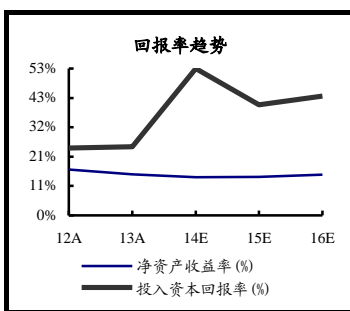
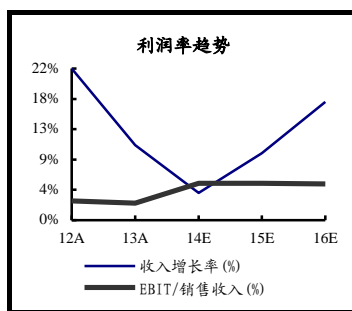
7.00-13.98

市值 (百万)

19,562

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	20,298	22,523	23,434	25,720	30,170
营业成本	18,626	20,641	20,829	22,874	26,890
税金及附加	164	227	236	259	304
销售费用	461	579	591	643	754
管理费用	485	507	504	553	634
EBIT	561	568	1,275	1,391	1,589
公允价值变动收益	-55	32	-140	-150	-150
投资收益	800	855	250	288	331
财务费用	216	207	185	158	130
营业利润	1,099	1,237	1,199	1,369	1,637
所得税	136	241	185	210	251
少数股东损益	31	48	42	49	58
净利润	968	981	1,005	1,143	1,361
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	2,059	3,297	4,769	476,878	5,725
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,807	3,780	3,780	3,780	3,780
固定资产合计	1,074	991	862	714	566
无形及其他资产	82	95	87	87	84
资产合计	11,154	13,697	14,101	15,429	16,678
流动负债	2,643	4,489	3,520	3,941	4,056
非流动负债	2,156	2,093	2,707	2,709	2,712
股东权益	5,828	6,572	7,288	8,143	9,217
投入资本(IC)	2,022	1,846	2,032	2,939	3,117
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	494	461	1,084	1,183	1,351
折旧与摊销	91	113	88	92	97
流动资金增量	1,589	-825	482	-1,056	-332
资本支出	-119	-62	83	89	87
自由现金流	2,054	-313	1,736	307	1,202
经营现金流	1,658	649	1,749	254	1,168
投资现金流	136	-623	193	226	267
融资现金流	-1,299	-259	-471	-480	-479
现金流净增加额	496	-233	1,472	0	957
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	22.2%	11.0%	4.0%	9.8%	17.3%
EBIT 增长率	-21.8%	1.3%	124.4%	9.1%	14.2%
净利润增长率	13.2%	1.3%	2.5%	13.7%	19.1%
利润率					
毛利率	8.2%	8.4%	11.1%	11.1%	10.9%
EBIT 率	2.8%	2.5%	5.4%	5.4%	5.3%
净利润率	4.8%	4.4%	4.3%	4.4%	4.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	16.6%	14.9%	13.8%	14.0%	14.8%
总资产收益率(ROA)	8.7%	7.2%	7.1%	7.4%	8.2%
投入资本回报率(ROIC)	24.4%	24.9%	53.3%	40.2%	43.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	82	71	75	74	74
应收账款周转天数	4	3	3	3	3
总资产周转天数	211	201	216	210	194
净利润现金含量	1.71	0.66	1.74	0.22	0.86
资本支出/收入	1%	0%	0%	0%	0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.0%	48.1%	44.2%	43.1%	40.6%
净负债率	9.8%	8.5%	-5.2%	-4.6%	-14.4%
<b>估值比率</b>					
PE	12.0	11.8	11.5	10.1	8.5
PB	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	18.7	20.1	9.3	8.6	7.0
P/S	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		