

2014年10月30日

# 豫园商城 (600655)

——14Q3 业绩反转，迪士尼长期利好公司发展

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据:	2014年10月29日
收盘价(元)	9.56
一年内最高/最低(元)	9.8/6.75
上证指数/深证成指	2373/8091
市净率	2.0
息率(分红/股价)	2.20
流通A股市值(百万元)	13741

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	4.87
资产负债率%	40.61
总股本/流通A股(百万)	1437/1437
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《豫园商城(600655)——黄金销售承压,公允价值变动损益致中报净利润同比下降36.84%》 2014/08/25

《豫园商城(600655)2013年报点评:黄金珠宝增收+金价风险规避,驱动业绩稳定增长》 2014/03/25

### 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

### 联系人

马晓天  
(8621)23297646  
maxt@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号  
电话:(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	22,52	11	981	1	0.68	8.4	14.9	14	17
14Q1-Q3	14,26	-26	584	-16	0.41	10.7	8.3		
2014E	1801	-20	687	-30	0.48	8.5	10.2	20	24
2015E	1946	8	714	4	0.50	8.5	10.8	19	23
2016E	2121	9	750	5	0.52	8.4	11	18	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE;

### 投资要点:

- **公司业绩超出预期。**公司前三季度实现收入142.68亿,同比下降25.45%;归母净利润5.84亿,同比下降16.2%;扣非后归母净利润4.83亿,同比增长32.5%;加权平均ROE为8.60%,较去年同期减少2.77个百分点, EPS为0.406元,超出预期12%。其中14Q3实现收入42.3亿,同比下降25.82%;归母净利润2.53亿,同比增长45.93%。
- **黄金高基数影响渐弱, 14Q3收入降幅收窄。**前三季度实现收入142.68亿,同比下降25.45%。各业务板块中黄金饰品同比下降25%;餐饮和医药收入微增4%;房地产收入确认放缓,同比下降30%;旅游商业收入增长4%。此外,公司今年关停进出口业务,收入减少2.43亿。分季度看,14Q1-Q3收入分别为62.09亿、38.29亿、42.3亿,同比下降5.46%、44.26%、25.82%。黄金消费高基数影响渐弱,14Q3收入降幅收窄,9月单月黄金首饰销售收入同比增长20%以上。
- **毛利率改善, 费用率高企。**公司1-9月综合毛利率为10.73%,同比增加3.36个百分点。14年上半年金价阶段性反弹,同时餐饮业务推进集约化采购,助力毛利率。公司1-9月期间费用率为6.07%,同比增加1.1个百分点。其中销售费用率2.69%,同比增加0.6个百分点;管理费用率2.36%,同比增加0.33个百分点;财务费用率1.01%,同比增加0.17个百分点。老庙和亚一分别签约一线明星代言,并配合传统节日举办多项文化促销活动,导致公司期间费用率高企。
- **14Q3投资收益增长, 提振利润水平。**为保证黄金饰品原材料的来源稳定,公司除从上海黄金交易所购入现货黄金外,同银行开展黄金租赁业务。公司黄金租赁购金同时开T+D多单,14H1国际金价短期反弹造成投资损失,14Q3国际金价再次下行增厚投资收益。14Q1、14Q2、14Q3的投资收益分别为-0.76亿、0.81亿、1.68亿,致14Q3归母净利润2.53亿,同比增长45.93%。1-9月公司前三季度净利率4.09%,同比增加0.49个百分点。

- **迪士尼开业在即提振旅游消费，沈阳豫珑城项目顺利推进。**2015年底上海迪士尼乐园即将开业，利好上海本地龙头消费旅游公司。我们认为，一方面迪士尼可带动旅游人口进入上海，豫园作为上海市区必到景点之一将直接受益；另一方面公司作为上海本土的强势品牌，或布局迪士尼园区周边文化餐饮旅游产业。同时，公司重点项目沈阳“豫珑城”项目已于2014年6月26日封顶并全方位展开招商策划，项目毗邻故宫、大帅府，再创“商旅文”地产经典项目，为公司外延文化扩张的第一站。我们认为迪士尼长期利好公司，优质储备项目蓄势待发，公司品牌价值得以彰显。
- **维持盈利预测，维持增持投资评级。**公司坐拥豫园商圈内10万㎡的自有物业，区位优势明显；品牌历史悠久，驰名商标和中华老字号数十个，品牌价值达259.62亿，综合实力占优。公司还拥有招金矿业、上海银行等股权投资，收益稳定且具向上空间。四季度金价走势尚不明朗，故维持盈利预测，我们预公司14-16年EPS为0.48元、0.50元、0.52元，当前股价对应PE分别为20倍、19倍和18倍，维持增持。

#### 合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	20,298	22,523	18,018	19,460	21,211
营业总成本	19,944	22,173	17,777	19,116	20,863
营业成本	18,626	20,641	16,487	17,806	19,429
营业税金及附加	164	227	180	195	213
销售费用	461	579	468	483	530
管理费用	485	507	464	468	511
财务费用	216	207	200	170	176
资产减值损失	(8)	12	(21)	(5)	3
公允价值变动损益	(55)	32	(392)	(128)	(163)
投资收益	800	855	870	646	695
营业利润	1,099	1,237	719	862	881
营业外收支	36	32	0	20	28
利润总额	1,135	1,269	719	882	909
所得税	136	241	0	137	124
净利润	999	1,028	719	745	784
少数股东损益	31	48	32	30	34
归属于母公司所有者的净利润	968	981	687	714	750

资料来源:申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。