

豫园商城 (600655.SH)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

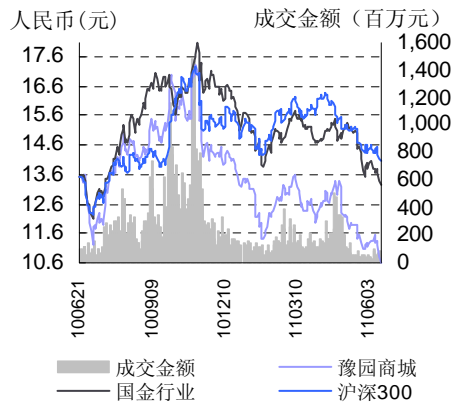
市价(人民币): 10.60元

目标(人民币): 15.76元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,437.32
总市值(百万元)	15,235.61
年内股价最高最低(元)	17.34/10.60
沪深300指数	2892.16
上证指数	2642.82



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.603	0.468	0.559	0.689	0.854
每股净资产(元)	4.99	3.18	3.61	4.17	4.89
每股经营性现金流(元)	0.73	0.39	0.54	0.54	0.33
市盈率(倍)	17.58	22.65	18.98	15.39	12.41
行业优化市盈率(倍)	59.57	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	46.54%	39.72%	19.34%	23.29%	24.08%
净资产收益率(%)	12.08%	14.72%	15.48%	16.53%	17.47%
总股本(百万股)	798.51	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 全国第二大黄金珠宝公司并持有招金股权, 黄金产业贡献公司未来三年总收入和净利润 80%以上的增长。2011年以来, 受益通胀环境和消费升级, 社消品中黄金珠宝零售一直保持在 40%以上的高增速 (MoM), 预计公司黄金饰品板块 2011E-2013E 将维持 33.2%的复合收入增速; 受益黄金价格不断上涨和产量上升, 公司持股 26.18%的全国第四大金矿企业招金矿业未来三年净利润复合增速预计达 26.2% (且招金盈利预测并未计入未来收购带来的外延增长)。豫园商城将最大程度地受益金价上涨和消费多元化。
- 豫园商圈升级、旅游客流旺盛保证其他商旅业务的平稳运行。除餐饮板块 2011年受世博高基数影响有所倒退外, 豫园其他商旅板块增长平稳。南翔馒头是今年公司连锁扩张亮点, 公司将使用外部团队运营老字号, 预计 2011年门店将有 200%的增长, 新店在开店当年可实现盈亏平衡, 于 2012年开始贡献利润, 且由于餐饮板块的高毛利, 未来收入占比的提高会使公司综合毛利率得以提升。
- 基于复星集团强大的项目承揽能力和自身充沛现金, 进行与主业相关投资具天时地利。公司 2009年、2010年连续 2年每年发行 5亿元公司债, 使 2010年底账上现金创新高达 25.1亿。过去 8年间, 公司几乎每年都会跟随复星投资优质项目 (如招金矿业、婺源), 未来继续跟投高回报项目、并购主业相关资产实现外延扩张具有天时地利。
- 价值饱满提供充足安全边际, 价值相对总市值溢价 48.7%。公司拥有全国第二大黄金珠宝产业、盈利能力最强的四大金矿之一招金矿业 26.18%的股权、豫园核心商圈 10万平米自有物业 (未按重估价值计算), 直接或间接持有上市、准备上市或有上市潜力的友谊股份、上海银行、婺源旅游、克莉斯汀等股权投资。以分部估值法严格计算公司总价值 226.6亿人民币, 比公司目前 152.4亿人民币溢价 48.7%。

## 估值和投资建议

- 我们用分部估值法计算公司价值 226.6亿, 相对目前 152.4亿市值有 48.7%的溢价。以此计算公司目标价 15.76元, 相当于 2011E 28.2x PE、2012E 22.9x PE, 2013E 18.4x PE。给予买入评级, 目标价格相对现价有 48.7%的上涨空间。

## 风险

- 黄金价格大幅下跌; 珠宝连锁和餐饮连锁外部扩张不达预期; 经济下滑。

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

文瑶

联系人  
(8621)61038260  
wenyao@gjzq.com.cn

## 内容目录

投资要点:	4
参股大型金矿的全国第二大珠宝企业, 全面受益金价上涨	4
品牌资源强大开始连锁扩张, 打造“商旅文”结合的综合商业平台	4
借力复星集团强大项目承揽能力, 积极参与与主业相关的股权投资	4
价值饱满提供充足安全边际, 价值相对总市值溢价 48.7%以上	4
估值和投资建议:	5
盈利预测假设	5
估值和投资建议: 价值饱满提供充足安全边际, 给予公司买入评级	7
豫园商城简介: 上海之根福泽之地, 以黄金为首聚集多个强势品牌	9
一、黄金产业(黄金珠宝业和招金矿业)引领收入和净利润高成长	10
黄金珠宝业: 行业增速强劲, 凭借品牌和商旅结合实现高速扩张	11
金银珠宝类零售额增速远超社零增速, 行业提供基本增长保障	11
规模和品牌推动渠道建设, 产品结构升级是未来发展方向	12
黄金资源业: 招金矿业第二大股东, 同步享受量价齐升	16
国内第四大黄金生产商, 四大金矿企业中盈利能力最强, 资源储量不断提升	16
二、其他商旅板块增长稳定, 其中餐饮连锁扩张打开利润率空间	19
餐饮业务: 经典餐饮品牌深入人心, 低基数构建未来高成长基础	19
医药业务: 挖掘“童涵春堂”品牌价值, 瞄准品类扩充和社区药店	21
依托旅游客流的板块: 商圈不断升级, 旅游商业维持稳定增长	21
三、以复星为主导围绕公司主业进行股权投资, 做大做强零售平台	24
附录: 财务分析: 成长稳健现金流充沛, 杠杆合理资金运用恰当	25
附录: 三张报表预测摘要	27

## 图表目录

图表 1: 黄金珠宝收入高增长, 金条高占比拉低 2011E 毛利率(百万)	5
图表 2: 2011E-2013E 黄金板块高增长, 其他板块增长平稳(百万)	6
图表 3: 豫园商城分部估值, 总价值相对公司市值溢价 42%(百万)	7
图表 4: 豫园商城 2011E-2013E 盈利预测(单位: 百万)	8
图表 5: 豫园商城孕育于上海传统商品交易市场老城隍庙地区	9
图表 6: 公司是复兴国际打造的“商旅文”上市平台	9
图表 7: 黄金珠宝业对收入增长的贡献程度稳定在 75%以上	10
图表 8: 黄金珠宝和招金矿业对净利润增长的贡献度稳定在 70%以上	10
图表 9: 03 年来珠宝零售增速大多时间超过社零(%)	11
图表 10: 连续 8 个月保持在 40%以上的高增速(亿)	11
图表 11: CPI 上涨对黄金珠宝消费刺激作用明显(%)	11

图表 12: 中国黄金饰品消费渗透率低(克/人) .....	12
图表 13: 黄金珠宝销售全国排名第二(百万, RMB) .....	12
图表 14: 豫园商城收入增长基本同步于行业平均增速 .....	13
图表 15: 老庙黄金主要分布在上海和其他华东地区 .....	13
图表 16: 亚一金店主要分布在上海和其他华东地区 .....	13
图表 17: 老庙黄金和亚一金的品牌价值不断提升 .....	14
图表 18: 网点总数每年增加不少于 200 家, 直营店 15-20 家/年 .....	14
图表 19: 黄金 YoY 和 Ytd 的价格变动均对珠宝价格和消费有影响 (%) .....	15
图表 20: 金条销售情况是现阶段对毛利率影响最大的因素 .....	15
图表 21: 招金对豫园商城净利润贡献可观(2006-2010, 单位: 百万) .....	16
图表 22: 2006-2010 可采储量和资源量增长迅速 .....	16
图表 23: 2006-2010 年收入、利润迅速增长, 利润率高 .....	16
图表 24: 2007 年以来招金、豫园商城、老凤祥和实物金的投资回报情况 .....	17
图表 25: 招金矿业对金价和产量变动的敏感性分析(基准情况: 黄金销售价格提高 10%, 产量提高 15%) .....	17
图表 26: 招金矿业经营管理领先, 盈利能力居四大金矿企业之首, 估值合理 .....	18
图表 27: 日本、韩国、新加坡等海外的南翔馒头店 .....	19
图表 28: 老饭店日本名古屋店和绿波廊德国汉堡店 .....	19
图表 29: 南翔小笼和鼎泰丰的对比 .....	20
图表 30: 餐饮板块受益世博 2010 年增长显著(单位: 百万) .....	20
图表 31: 医药板块收入、利润均稳定增长(单位: 百万) .....	21
图表 32: 与传统景点结合, 百货及服务板块旗下集合多个业态 .....	22
图表 33: 2006-2010 豫园租金收入增长平稳, 利润率保持高位(单位: 百万) .....	22
图表 34: 食品板块和工艺品板块收入波动性较小(单位: 百万) .....	23
图表 35: 公司近几年的股权投资多为复星主导 .....	24
图表 36: 豫园商城收入增长稳定(单位: M) .....	25
图表 37: 净利润受投资扰动, 但整体保持高增速(M) .....	25
图表 38: 黄金珠宝业务毛利率降低拉低整体毛利率 .....	25
图表 39: 费用控制良好, 整体费用率不断下降 .....	25
图表 40: 净利润率受投资收益影响较大 .....	25
图表 41: 管理能力提升使公司营业周期稳中有降 .....	26
图表 42: 公司财务杠杆运用合理 .....	26
图表 43: 产品畅销现金流通畅 .....	26

## 投资要点:

### 参股大型金矿的全国第二大珠宝企业，全面受益金价上涨

豫园商城旗下的老庙黄金与亚一金店有一百多年的黄金珠宝经营历史，是仅次于老凤祥的全国第二大黄金珠宝企业，2010 全年黄金产品销售额约 92 亿。老庙和亚一目前在全国总计拥有 1341 家销售网点，主要集中在华东区域，在通胀和消费升级推动黄金珠宝旺销的行业背景下，公司销售网点能凭借品牌力量和商旅结合特色加速扩张，预计 2011-2013 年将每年新开 200 家以上网点，推动黄金珠宝板块未来 3 年 25% 以上的收入增长，2011E-2013E 净利润复合增长率达到 24.6%。

公司是黄金珠宝企业中唯一参股大型金矿的黄金珠宝零售企业，持有招金矿业 26.18% 的股权。招金矿业是全国第四大金矿企业，利润率水平位居四大金矿企业首位，黄金可采储量超过 250 吨，且并购小型金矿进行外延扩张迅速。公司作为招金矿业第二大股东，同步享受金价上涨以及招金过去 3 年复合 44% 以上的净利润增速。在金价上涨和产量不断提高的情况下，我们预计招金矿业未来三年净利润复合增速将达到 26%（盈利预测中未计入收购）。

### 品牌资源强大开始连锁扩张，打造“商旅文”结合的综合商业平台

豫园商城拥老庙黄金、亚一金店、南翔馒头、绿波廊、上海老饭店、童涵春堂多个“中国驰名商标”和“中华老字号”。目前，老庙黄金和亚一金店两个发源于老城隍庙地区的品牌已借助品牌力量成功实现连锁经营，公司准备开始使用外部团队承接其他老字号的外拓任务。南翔馒头是今年连锁扩张的重点，于 2012 年开始贡献利润后将改善公司毛利率和净利率。

盈利总计超过 2300 万的南翔馒头（2 家门店）今年在上海将实现 200% 的门店增长，基于南翔馒头吴江路店和海外 14 家连锁店的优异表现，我们认为公司 2011 年新开的 4 家门店会在当年实现盈亏平衡，并最晚于 2012 年开始贡献利润。2012-2014 年，南翔馒头每年新开店 2-3 家，复制鼎泰丰式高端小吃连锁拓张路线。按照老庙黄金、亚一金店发祥于老城隍庙地区走向全国的路径，我们认为南翔馒头会以强大的品牌资源支撑其全国范围内的扩张。

### 借力复星集团强大项目承揽能力，积极参与与主业相关的股权投资

复星集团强大的项目承揽能力使豫园商城的投资标选择、投资时机和成本都具有超越本身作为零售企业的能力。公司以黄金连锁为主的 8 大主营业务板块使纵横延伸都有很大潜力，由于公司在黄金珠宝方面展现出良好的外拓需求和能力，且黄金珠宝板块拥有更好的股权激励，我们认为黄金珠宝板块进行外延式并购的可能性最高且能承接的体量最大。在其他旅游和服务板块，鉴于复星集团在产业投资方面的悠久历史和充分动力，我们认为豫园商城作为其零售平台跟投优质项目的概率很大，且豫园商城充沛的现金流也为公司进行股权投资、打造“商旅文”结合的综合投资平台奠定了稳固的基础。

### 价值饱满提供充足安全边际，价值相对总市值溢价 48.7% 以上

公司拥有全国第二大黄金珠宝产业、最赚钱的四大金矿之一招金矿业 26.18% 的股权、豫园核心商圈 10 万平米自有物业、南翔馒头和童涵春堂等优质品牌，直接或间接持有上市、准备上市或有上市潜力的友谊股份、上海银行、婺源旅游、克莉斯汀等股权投资。以分部估值法计算，黄金珠宝价值 68.15 亿人民币（24x 2011E PE），招金矿业 26.18% 股权价值 106.1 亿人民币，整个豫园商圈内圈 10 万平米经营面积的自有物业 12.07 亿人民币（这里仅按照净利润以 PE 计算，若以重估价值计算，豫园地段 10 万平米自有物业的价值至少在 100 亿以上），以及其他主营业务收入价值和股权投资价值，保守计算公司总价值 226.55 亿人民币，比公司目前 152.4 亿人民币溢价 48.7%。我们认为公司的目前的市值大大低于其合理价值，进可攻退可守拥有充分安全边际和上涨空间。



估值和投资建议:

盈利预测假设

- 黄金珠宝: 2011E-2013E 销售网点增速为 15%、15%、15%，终端销售价格增速为 9%、5%、5%，单个网点销量平均增长为 12%、8%、7%。

图表1: 黄金珠宝收入高增长, 金条高占比拉低2011E毛利率(百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>黄金珠宝业务整体 (含品牌黄金和金交所业务)</b>					
收入	6,215.4	9,197.7	12,912.8	16,839.6	21,757.2
Chg%	12.3%	48.0%	40.39%	30.41%	29.20%
毛利	601.6	733.1	980.1	1,276.7	1,631.8
毛利率	9.68%	7.97%	7.59%	7.58%	7.50%
净利润	182.6	237.2	283.9	368.8	458.8
Chg%	9.9%	29.9%	19.7%	29.9%	24.4%
净利润率	2.9%	2.6%	2.2%	2.2%	2.1%
<b>其中:</b>					
<b>品牌黄金业务</b>					
品牌黄金业务占比	82.5%	86.7%	88.0%	88.0%	88.0%
品牌——老庙黄金					
零售占比	17.7%	14.3%	13.7%	13.4%	13.0%
毛利率	25.0%	23.0%	22.5%	22.5%	22.5%
批发占比	41.4%	42.8%	41.0%	42.4%	43.4%
毛利率	6.4%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
品牌——亚一金店					
零售占比	11.8%	9.5%	9.1%	8.9%	8.6%
毛利率	26.0%	24.0%	23.5%	23.5%	23.5%
批发占比	27.6%	28.5%	27.3%	28.3%	29.0%
毛利率	5.5%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
品牌——金条 (含老庙和亚一)					
占比	1.5%	5%	9.0%	7.0%	6.0%
毛利率	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>品牌黄金业务毛利率</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.5%</b>
<b>金交所业务</b>					
占比	17.5%	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>金交所业务毛利率</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.02%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>

来源: 国金证券研究所

■ 其他业务板块:

**进出口**, 基本均为代理进出口业务, 未来三年假设其增长水平为 10%, 毛利率为 1%;

**餐饮业务**, 由于世博高基数的原因, 2011E 预计会出现 7.9%的倒退, 受南翔馒头新开业的提振, 2012E-2013E 收入增长分别为 20%和 38%, 假设 2011E-2013E 南翔馒头分别新开 4 家、2 家、2 家, 新开业第一年收入 1000 万, 第二年 3000 万, 第三年 6000 万, 毛利率为 61.7%;

**医药业务**, 未假设有连锁扩张情况, 2011E-2013E 收入增长均为 10%;

**百货及服务 (含商业物业租赁)**, 保守起见盈利预测中不含豫泰基地新项目, 2011E-2013E 每年的收入增速在 10%, 基本为租金上涨速度;

**房地产**, 经济繁华的中北路板块武汉中北项目进入结算期, 2011E-2013E 分别增长 58%、22%和 33%;

**食品**, 2011E-2013E 收入每年增长 10%;

工艺品，公司工艺品板块受益艺术品拍卖业务的发展，2011E-2013E 每年收入增长 10%、15%、15%。

图表2: 2011E-2013E 黄金板块高增长，其他板块增长平稳 (百万)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>黄金饰品</b>								
收入	2,843.2	3,839.2	5,535.8	6,215.4	9,197.7	12,912.8	16,839.6	21,757.2
Chg %	18.9%	35.0%	44.2%	12.3%	48.0%	40.39%	30.41%	29.20%
毛利	327.1	425.1	502.0	601.6	733.1	980.1	1,276.7	1,631.8
毛利润率	11.50%	11.07%	9.07%	9.68%	7.97%	7.59%	7.58%	7.50%
<b>进出口</b>								
收入	505.6	518.1	903.1	652.3	804.3	884.7	973.2	1,070.5
Chg %	62.9%	2.5%	74.3%	-27.8%	23.3%	10%	10%	10%
毛利	15.0	7.7	9.7	7.5	7.3	8.8	9.7	10.7
毛利润率	2.97%	1.49%	1.07%	1.14%	0.91%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>餐饮</b>								
收入	419.0	430.4	427.3	416.0	755.3	695.3	835.3	1155.3
Chg %		2.7%	-0.7%	-2.7%	81.6%	-7.9%	20%	38%
毛利	235.6	241.0	236.8	266.5	466.1	429.1	515.5	713.0
毛利润率	56.2%	56.0%	55.4%	64.1%	61.7%	61.7%	61.7%	61.7%
<b>医药</b>								
收入	320.6	365.1	384.0	430.4	470.9	518.0	569.8	626.7
Chg %		13.9%	5.2%	12.1%	9.4%	10%	10%	10%
毛利	64.6	81.3	76.1	76.4	82.6	90.8	99.9	109.9
毛利润率	20.2%	22.3%	19.8%	17.7%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
<b>百货及服务</b>								
收入	125.4	338.9	378.3	342.6	421.9	464.1	510.5	561.6
Chg %		170.2%	11.6%	-9.4%	23.1%	10%	10%	10%
毛利	32.3	189.5	233.4	269.2	272.4	299.7	329.6	362.6
毛利润率	25.8%	55.9%	61.7%	78.6%	64.6%	64.6%	64.6%	64.6%
<b>房地产</b>								
收入	47.2	23.1	100.3	63.9	232.8	367.8	450.0	600.0
Chg %		-51.1%	335.1%	-36.3%	264.2%	58%	22%	33%
毛利	17.3	7.1	20.5	21.7	72.3	114.0	139.5	186.0
毛利润率	36.6%	30.8%	20.4%	34.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
<b>食品</b>								
收入	73.8	73.8	82.3	83.7	121.0	133.0	146.3	161.0
Chg %		-0.1%	11.6%	1.7%	44.5%	10%	10%	10%
毛利	26.4	27.9	33.2	33.7	50.7	55.8	61.3	67.5
毛利润率	35.7%	37.8%	40.3%	40.2%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%
<b>工艺品</b>								
收入	44.5	47.5	44.5	52.0	66.4	73.0	84.0	96.6
Chg %		6.8%	-6.4%	16.9%	27.7%	10%	15%	15%
毛利	14.6	17.1	15.7	23.1	26.7	29.4	33.8	38.9
毛利润率	32.8%	36.0%	35.2%	44.5%	40.3%	40.3%	40.3%	40.3%

来源: 国金证券研究所

**估值和投资建议：价值饱满提供充足安全边际，给予公司买入评级**

- 公司业务板块多，使用分部估值法能够充分反映各板块之间的差异和公司价值，价值 226.6 亿，相对目前 152.4 亿的总市值溢价 48.7%。
  - **黄金珠宝。**全国第二大黄金珠宝零售企业（品牌：老庙黄金、亚一金店），2011E 净利润为 2.84 亿，以 24x 2011E PE 计算，黄金珠宝业务市值总计 **68.15 亿人民币**。
  - **招金矿业。**持有全国第四大、盈利能力位居四大金矿之首的招金矿业（1818.HK）26.18% 的股权。招金矿业目前总市值 408.4 亿人民币，豫园商城所占市值为 **106.9 亿人民币**。
  - **物业价值。**公司物业主要包括住宅开发项目和持有型物业。住宅开发项目位于武汉市中心重点打造的武昌总部经济区核心地段，NAV 为 6.84 亿人民币。持有型物业为豫园内商圈 10 万平米自有物业，包括自营和出租，价值 12.07 亿人民币，若以重估价值结算豫园，豫园商圈 10 万平米自有物业的价值在 100 亿以上（相当于 10 万/平米），**相当于重估价值的 1.2 折**。物业价值总计 **18.9 亿人民币**。
  - **其他主营业务价值。**南翔小笼连锁是公司今年重点发展的板块，考虑到餐饮连锁标准化外拓性，我们给予公司餐饮连锁 35x 2011E PE 的市盈率，价值 14.6 亿人民币。公司其他主营业务主要包括医药业务、食品、进出口、工艺品，估值水平在 10-20x 2011E PE，总价值 5.06 亿人民币。其他主营业务合计总价值 **19.66 亿人民币**。
  - **主要长期股权投资价值。**持有友谊股份（600827）大股东友谊复星控股 48% 的股权、上海著名糕点连锁克莉斯汀 5% 的股权、中国最美乡村江西婺源旅游股份有限公司 16% 的股权和上海银行 0.82% 的股权、浙旅控股 13.4% 的股权，投资标的均为上市或拟上市公司，这部分股权投资以成本法保守计算价值 **13.5 亿人民币**。

其中，友谊复星占比 78%。友谊复星控股最主要的资产是友谊股份 9892 万股股份（总市值 16.5 亿人民币）、西郊购物商厦和部分现金，这里的估值按照成本法计算**相当于公允价值约 5 折**。

**图表3：豫园商城分部估值，总价值相对公司市值溢价 42%（百万）**

1. 主营业务分部估值	净利润 2011E	PE 2011E	价值
黄金业务	283.94	24	6,814.5
餐饮业务	41.72	35	1,460.1
医药业务	15.25	20	305.0
百货及服务（含商业物业经营）	48.29	25	1,207.2
房地产（NAV）	--	--	683.9
食品	15.30	20	14.6
进出口	3.50	10	35.0
工艺品	6.00	15	90.0
<b>合计</b>			<b>10,610</b>
<b>2. 招金矿业</b>			<b>市值</b>
<b>合计</b>	16.91亿×26.18%	24	<b>10,694</b>
<b>3. 其他长期股权投资</b>		<b>投资要点</b>	<b>成本法</b>
上海友谊复星(控股)有限公司	持友谊股份0.989亿股，	市值16.5亿	1,055
亚洲克莉丝汀国际控股有限公司		拟上市	100
江西婺源旅游股份有限公司		拟上市	78
上海银行		拟上市	71
浙旅控股股份有限公司		拟上市	47
<b>合计</b>			<b>1,351</b>
<b>4. 合计</b>			<b>22,655</b>

来源：国金证券研究所

- 2011E-2013E 公司收入分别增长 33.0%、27.2%和 27.5%，达到 160.5 亿、204.1 亿和 260.3 亿；净利润分别增长 19.34%、23.29%和 24.08%，达到 8.03 亿、9.9 亿和 12.28 亿。EPS 分别为 0.559 元、0.689 元和 0.854 元，对应当前价格 10.6 元相当于 2011E 19.0x PE、2012E 15.4x PE、2013E 12.4x PE。

我们认为公司价值饱满，考虑到市场对专业型公司的偏好，我们在分布估值中均用了最严格的假设，计算得出 226.6 亿的价值，相对目前 152.4 亿的市值有 48.7%的溢价。以此计算公司目标价 15.76 元，相当于 2011E 28.2x PE、2012E 22.9x PE、2013E 18.4x PE。

图表4: 豫园商城 2011E-2013E 盈利预测 (单位: 百万)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	7,856	8,256	12,070	16,049	20,409	26,029
增长率		5.1%	46.2%	33.0%	27.2%	27.5%
主营业务成本	-6,707	-7,011	-10,359	-14,041	-17,943	-22,908
%销售收入	85.4%	84.9%	85.8%	87.2%	87.6%	87.7%
毛利	1,149	1,245	1,711	2,001	2,407	3,011
%销售收入	14.6%	15.1%	14.2%	12.8%	12.4%	12.3%
营业税金及附加	-134	-123	-159	-204	-253	-318
%销售收入	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-259	-267	-372	-470	-584	-733
%销售收入	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-350	-380	-515	-627	-779	-977
%销售收入	4.5%	4.6%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	406	475	665	700	791	983
%销售收入	5.2%	5.7%	5.5%	4.5%	4.1%	4.0%
财务费用	-206	-157	-170	-138	-118	-131
%销售收入	2.6%	1.9%	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%
投资收益	146	272	350	458	549	656
%税前利润	33.8%	47.5%	39.5%	45.1%	43.4%	41.4%
营业利润	351	552	855	995	1,245	1,563
营业利润率	4.5%	6.7%	7.1%	6.2%	6.1%	6.0%
营业外收支	81	20	30	20	20	20
税前利润	432	572	885	1,015	1,265	1,583
利润率	5.5%	6.9%	7.3%	6.3%	6.2%	6.1%
所得税	-65	-64	-173	-162	-215	-285
所得税率	15.1%	11.2%	19.5%	16.0%	17.0%	18.0%
净利润	367	508	713	853	1,050	1,298
少数股东损益	38	26	40	50	60	70
归属于母公司的净利润	329	481	673	803	990	1,228
净利率	4.2%	5.8%	5.6%	5.0%	4.8%	4.7%
每股收益	0.453	0.603	0.468	0.559	0.689	0.854
PE	23.4	17.6	22.6	19.0	15.4	12.4

来源: 国金证券研究所



豫园商城简介：上海之根福泽之地，以黄金为首聚集多个强势品牌

■ 整合豫园地区所有商业形态，经典品牌走出豫园形成连锁扩张。

- 豫园商城起源于 140 多年前的老城隍庙，历史上作为庙市和集贸市场是上海商品集中交易的地区和旅游休闲地区，是围绕传统旅游景点形成的综合商业、旅游业和餐饮业平台。
- 占地 5.3 公里的豫园商城在豫园核心地区拥有 10 万平米的经营物业，出租和自营并举收入稳定增长；而其自营品牌老庙黄金和亚一金店已经走出豫园走向全国，形成了 1341 家销售网点，并成为公司创收主要板块，其他自营品牌如南翔馒头、童涵春堂也开始了连锁扩张的步伐，凭借豫园地区滋养的强大品牌力量成为公司新的收入增长点。

图表5：豫园商城孕育于上海传统商品交易市场老城隍庙地区



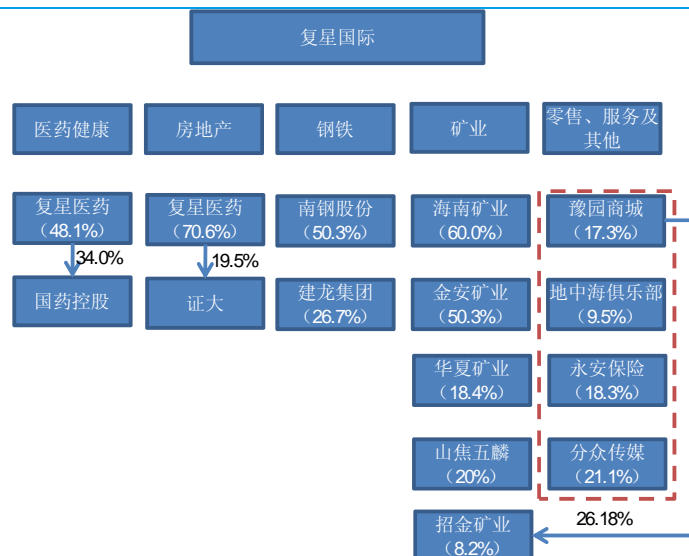
豫园商城源于140多年前清朝同治年间的老城隍庙市场，  
经历了由庙市→老城隍庙市场→豫园商场  
豫园商城的历史演变过程；

来源：公司网站，国金证券研究所

■ 复星旗下的“商旅文”上市平台。

- 全国最大的综合民营企业之一复星国际（0656.HK）是豫园商城的实际控制人，于 2002 年取代黄浦区国资委成为公司的第一大股东，豫园商城目前是复星集团着力打造的“商旅文”上市平台。

图表6：公司是复星国际打造的“商旅文”上市平台



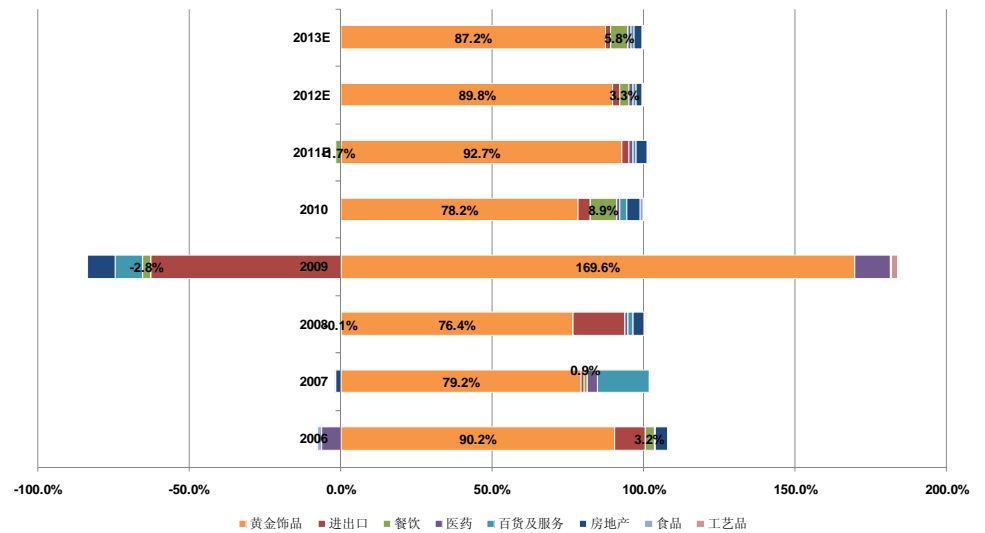
来源：年报，国金证券研究所

## 一、黄金产业（黄金珠宝业和招金矿业）引领收入和净利润高成长

豫园黄金产业（黄金珠宝业和招金矿业）贡献公司总收入和净利润七成以上，黄金珠宝占主营业务收入的 76.2%，黄金珠宝净利润和招金矿业（投资收益）分别占利润总额的 33.2%和 49.2%。未来收入和利润的大部分增长来自于黄金产业：

➤黄金珠宝对收入增长贡献度高，预计未来三年对收入增长贡献超过 85%。

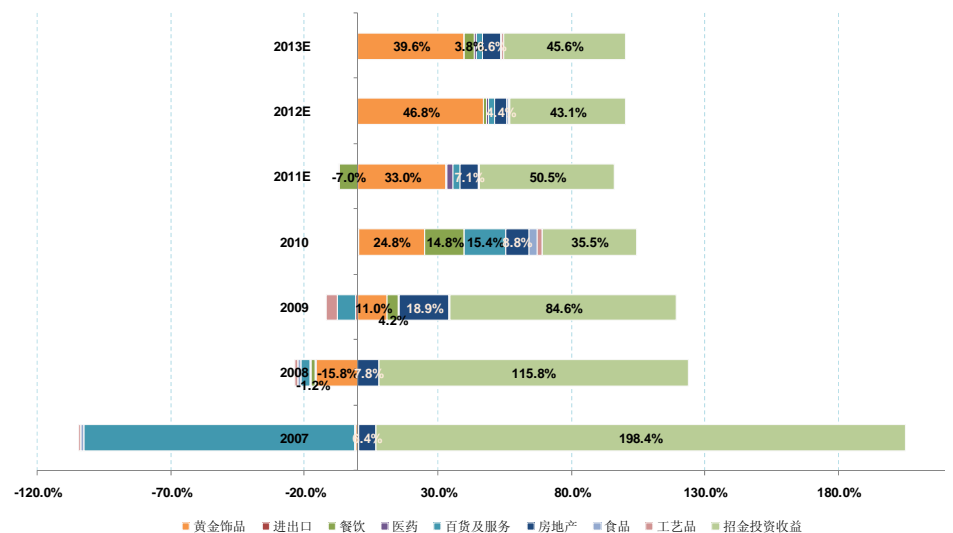
图表7：黄金珠宝业对收入增长的贡献程度稳定在 75%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

➤黄金珠宝和招金矿业对利润增长贡献度高，预计未来三年对净利润增长贡献合计超过 80%。

图表8：黄金珠宝和招金矿业对净利润增长的贡献度稳定在 70%以上。



来源：国金证券研究所

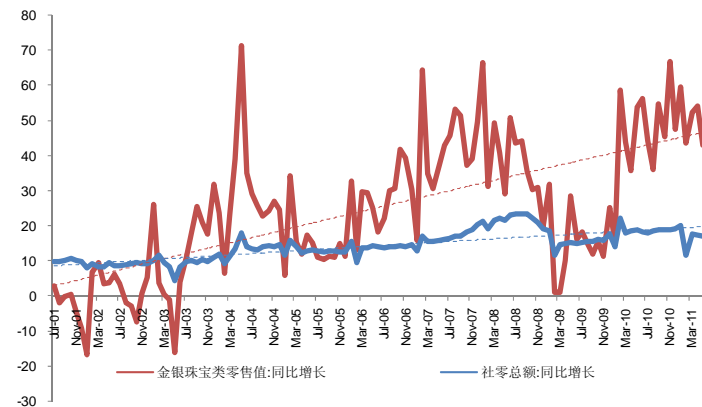
## 黄金珠宝业：行业增速强劲，凭借品牌和商旅结合实现高速扩张

### 金银珠宝类零售额增速远超社零增速，行业提供基本增长保障

#### ■ 通胀环境和消费升级推动珠宝消费长牛，近 8 个月保持 40% 以上高增速

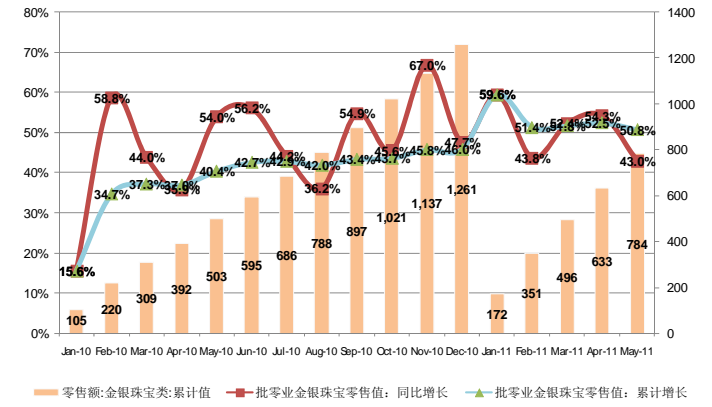
通胀环境下对保值品的需求使金银珠宝价格一路走高，消费升级推动黄金珠宝销售量价齐升，使黄金珠宝销售额增速大大超过社会消费品零售总额的增长速度。从 2010 年 9 月份以来，黄金珠宝零售总额连续 8 个月保持在 40% 以上的高增速。

图表9：03 年来珠宝零售增速大多时间超过社零（%）



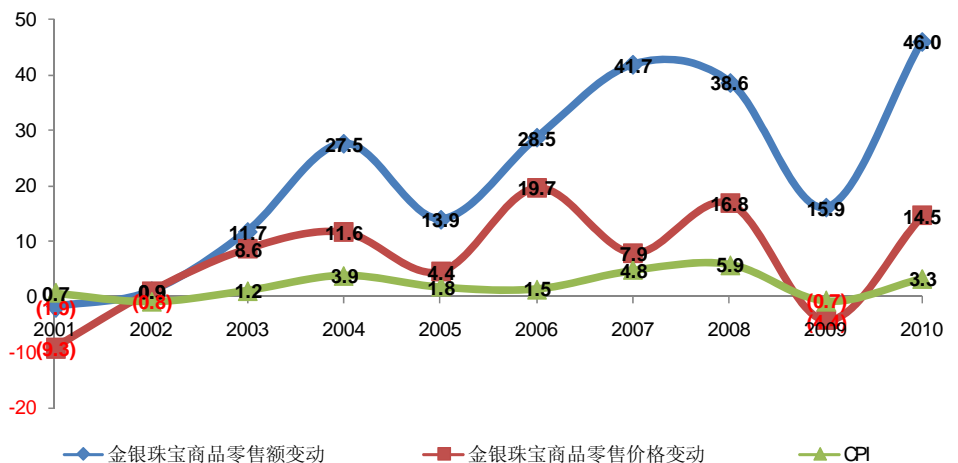
来源：国金证券研究所

图表10：连续 8 个月保持在 40% 以上的高增速（亿）



- **抗通胀需求明显。**由下图可见，在通胀环境下消费者对金银珠宝有爆发性需求，2007 年和 2008 年 CPI 高企，金银珠宝消费增速在 40% 左右，超过其零售价格 10-20% 的增速，反应通胀环境对金银珠宝销售量的刺激。2010 年，金银珠宝零售价格同比上升 14.5%，而销售额同比上升 46%，全年达 1261 亿。

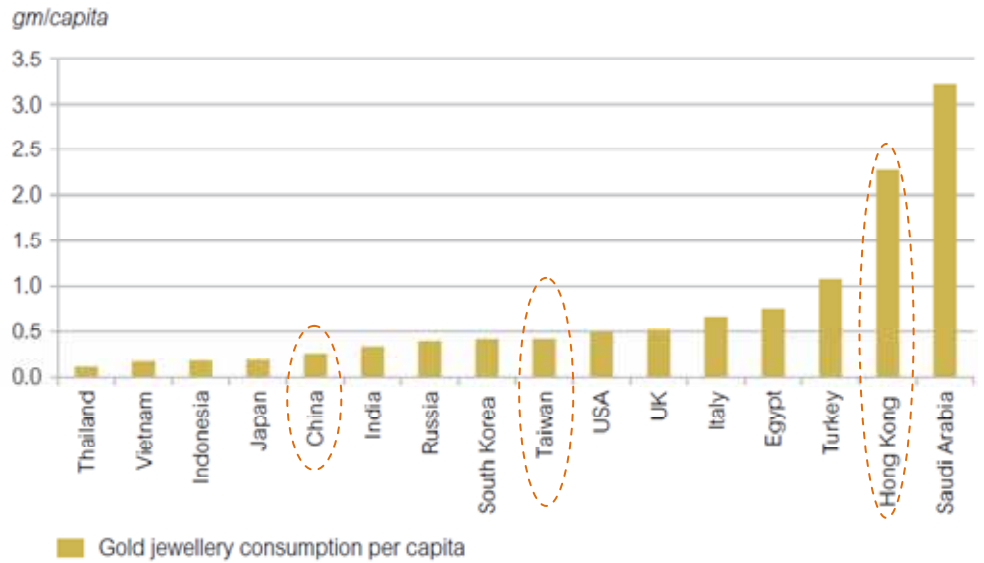
图表11：CPI 上涨对黄金珠宝消费刺激作用明显（%）



来源：国金证券研究所

- **消费升级需求是更大亮点。**当人均 GDP 从 4000 美元增长至 10000 美元的阶段，消费结构会发生显著变化，进入消费升级和消费多元化阶段。金银珠宝已超出其抗通胀的货币属性，而成为满足享乐型需求的手段。另外，中国珠宝消费渗透率低，以黄金饰品为例，中国人均黄金饰品仅 0.26g，远远不及有同样文化背景的台湾（~0.45g）和香港（~2.3g）。假设中国黄金饰品消费赶上印度、香港的平均水平，则平均黄金用量每年将增加 100 吨以上（世界黄金协会），意味着每年黄金饰品市场增量将在 300 亿以上。

图表12: 中国黄金饰品消费渗透率低(克/人)



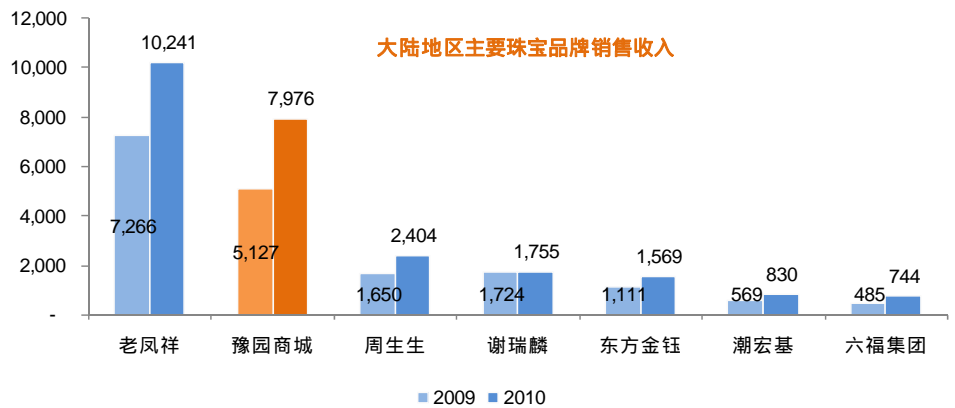
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

规模和品牌推动渠道建设, 产品结构升级是未来发展方向

■ 全国第二大珠宝企业销售, 同步行业的高增长

- 销售规模全国第二。豫园下设老庙和亚一两个黄金珠宝品牌, 老庙品牌始创于 1906 年, 发祥成长于上海老城隍庙, 定位为金银珠宝全系列品牌, 目前在全国有约 800 家销售网点。亚一金店成立于 1993 年, 以更年轻时尚、更有主题性与老庙黄金形成差异化, 目前在全国约有 530 家销售网点。老庙和亚一以销售规模计市占率排名老凤祥之后居全国第二, 行业地位领先, 为公司进一步扩张打下良好基础。

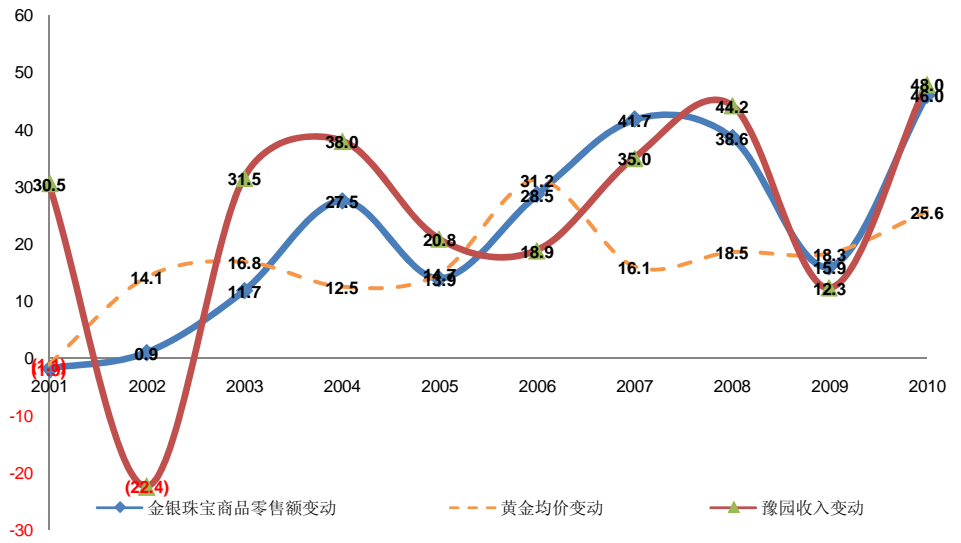
图表13: 黄金饰品销售全国排名第二(百万, RMB)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 销售增速基本同步于行业增速。于 2004 年引入管理层激励后黄金销售收入增速进一步稳定, 基本同步于行业增速。2004 年老庙黄金引入管理层激励, 管理层持股老庙黄金 5% 的股份, 2005 年老庙黄金收入增长了 20.8%, 比行业平均高 5 个百分点左右, 净利润同比增长了 27.22%。2006-2007 年, 深圳区域性品牌如百泰、翠绿、宝福等大规模黄金饰品企业的崛起对行业增长产生集中拉动作用, 使公司销售增长落后于行业平均增长。

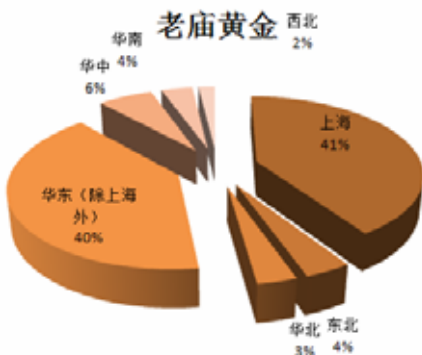
图表14: 豫园商城收入增长基本同步于行业平均增速



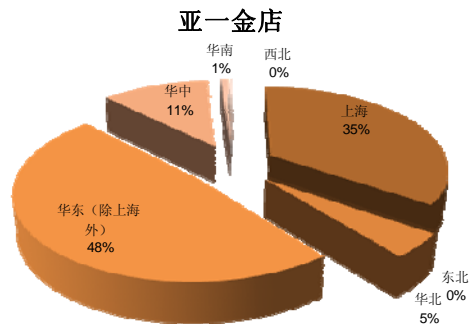
来源: 国金证券研究所

- **2011E-2013E 豫园单个网点平均销量增长为 12%、8%、7%。**中国黄金需求(吨)过去5年的复合增速为13%，其中黄金饰品过去5年的复合增速约为11%，即使在受金融危机影响的2009年，黄金用于饰品的消耗量也有6%的增长，是全球主要经济体中唯一实现增长的国家。我们保守假设公司2011E-2013E单店平均销量增长为12%、8%、7%不单源于抗通胀需求，更来自于上述分析的消费升级需求。
- **牌誉和商旅结合保障公司 2011E-2013E 三年外延增长在 15%以上**
- **老庙和亚一仍以华东及上海地区为重点销售区域，空白区域很多。**老庙和亚一两个黄金珠宝品牌主要分布在上海和其他华东地区。目前老庙和亚一在全国有1341家销售网点，其中99家直营店、753家加盟店和489家特约经销点(直营店为零售业务，加盟店和特约经销点为批发业务)，在中西部和北方很多地区销售仍存在空白。

图表15: 老庙黄金主要分布在上海和其他华东地区



图表16: 亚一金店主要分布在上海和其他华东地区



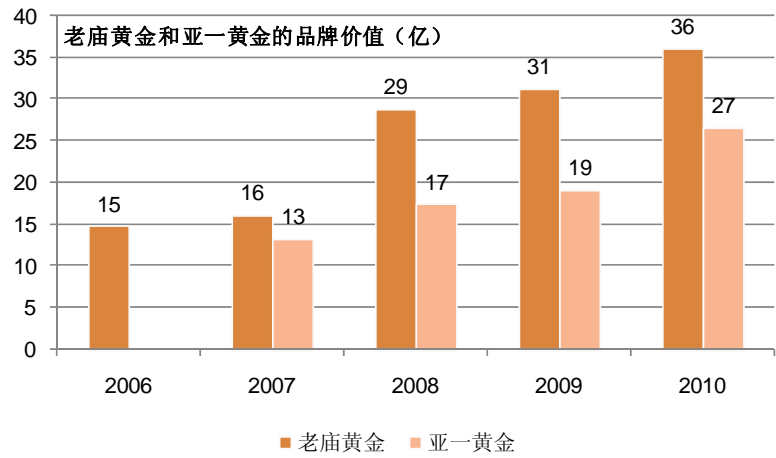
来源: 公司网站, 国金证券研究所

- **品牌价值 4 年间从 15 亿提高到 63 亿，牌誉是扩张基础。**由于黄金珠宝具有一定的保值增值作用，其纯度、成色是消费者购买黄金珠宝首饰的首要考虑条件之一。而大部分消费者缺乏辨别珠宝成色的专业知识，买卖双方存在信息不对称，品牌和信誉成为其购买珠宝首饰的首要考虑因素，牌誉是珠宝行业天然的壁垒和扩张基础。

老庙和亚一品牌连续多年入选世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》，且品牌价值和品牌排名均不断前进。2010 年，老庙黄金

和亚一金店品牌分别价值 36.06 亿和 26.53 亿，位列 251 位和 266 位，比 2009 年前进 15 位和 43 位。

图表17: 老庙黄金和亚一金的品牌价值不断提升



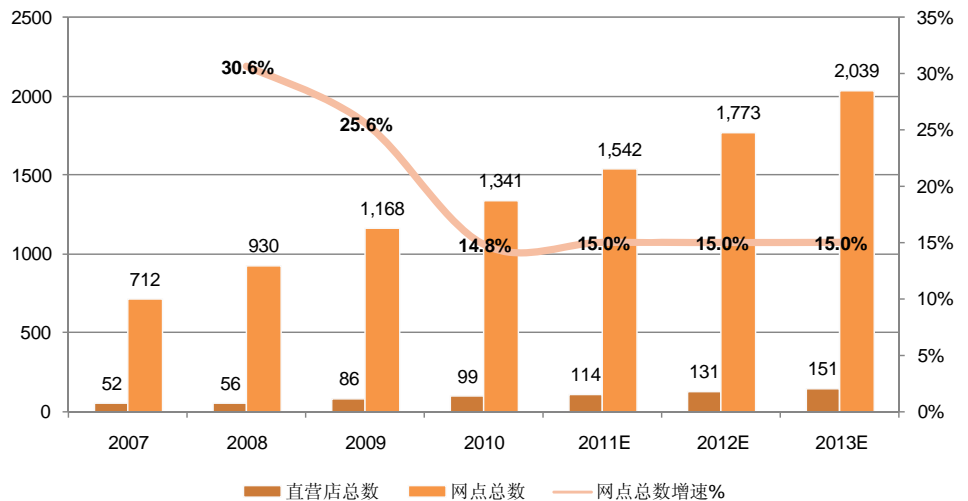
来源: 世界品牌实验室, 国金证券研究所

- **商旅结合特色，豫园商圈是老庙黄金和亚一金面向全国的免费广告牌。**豫园 2005 年被中国黄金协会授予“中国黄金第一城”的称号，而 1-2 年内，豫园还将打造上海国际黄金珠宝商贸功能区、筹建黄金文化博物馆，同时还将引进多个国际一线珠宝大牌入驻，使黄金珠宝旅游成为豫园的特色旅游品牌之一，商旅结合使公司显著区别于其他黄金珠宝企业。

豫园成为老庙和亚一免费的全国性广告牌。豫园地区年均接待游客 3700 万人次，以“外地人”和“外国人”之“两外人士”为主。在世博 180 余天接待海内外游客 3800 万人次，全年超过 5500 万人次。巨大的旅游客流对老庙黄金、亚一金店的宣传作用明显。

- **未来三年仍以批发为主要开店方式目的在于迅速扩大市场份额，2011E-2013E 网点增长约 15%。**选择批发方式扩张的优点是速度快、管理成本低，能迅速抢占市场，且进一步提高贵重物品运输、库存和销售的安全性。豫园的批发包括加盟店和特约经销点两种，加盟店的标准化程度更高，特约经销点多为专柜，前者的可控性更强，未来是批发的主要选择方式。预计未来新增网点仅 10% 左右为直营店。

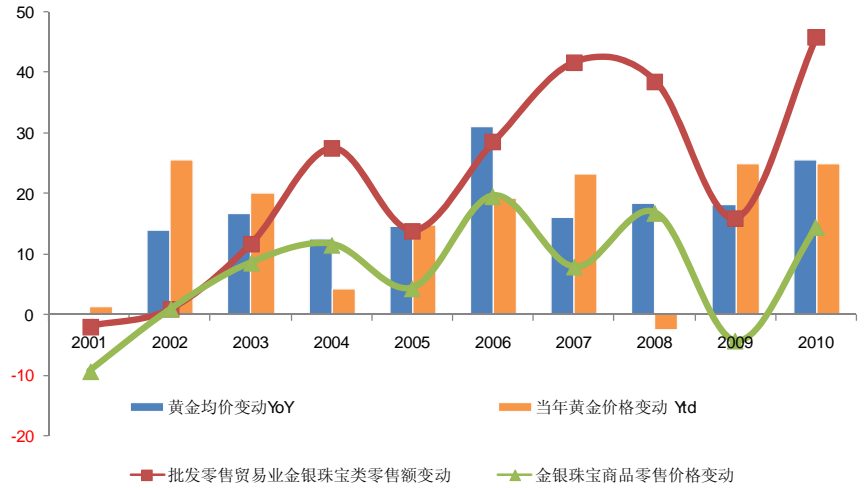
图表18: 网点总数每年增加不少于 200 家，直营店 15-20 家/年



来源: 国金证券研究所

- 黄金饰品平均销售价格既体现原材料因素也体现消费品因素，未来三年增速较金价更平稳。
- 金银珠宝消费价格与黄金价格走势并不完全一致。如 2008 年金价下跌，但金银珠宝平均销售价格增速仍维持在~20%的高位；2009 年全年金价上涨，但 2009 年当年的珠宝销售价格同比下跌~5%。黄金的均价是影响金银珠宝销售价格的主要变量，但金银珠宝的消费属性使其销售价格的变动比黄金价格更稳定。

图表19: 黄金 YoY 和 Ytd 的价格变动均对珠宝价格和消费有影响 (%)



来源：国金证券研究所

- 公司 2011E-2013E 公司产品价格的平均涨幅为 9%、5%、5%。黄金饰品平均销售价格主要受黄金价格的影响，其次是产品结构的调整，即 K 金产品和按件计价产品占比的提升。预期 2011 年黄金平均价格涨幅在 10%左右，预计公司黄金饰品价格提升和产品品类调整会使产品价格上涨 9%。
- 金条销售占比增多拉低品牌黄金业务整体毛利率。
  - 金条毛利率较低，约 1.4%。但通胀环境下金条产品持续旺销，预计今年金条销售额在 10 亿左右（老庙和亚一合计），同比增长 156.4%，占品牌黄金销售的 9%，成为目前影响毛利率最大的因素。2012E-2013E，黄金价格增速回落使投资需求为主的金条销售占比下降。

图表20: 金条销售情况是现阶段对毛利率影响最大的因素

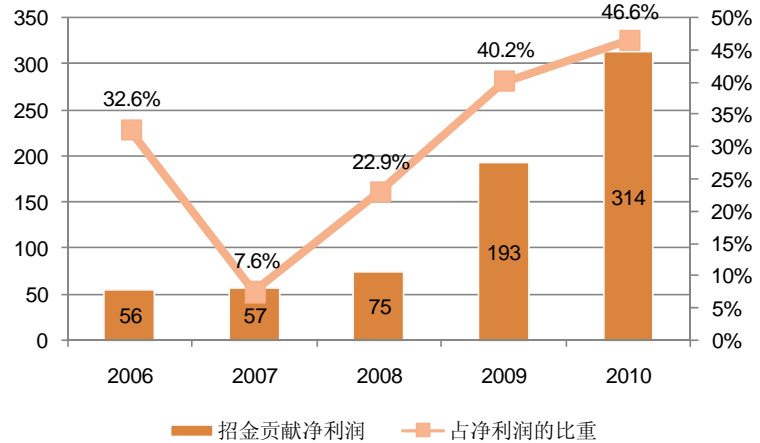
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
品牌——老庙黄金					
零售占比	17.7%	14.3%	13.7%	13.4%	13.0%
毛利率	25.0%	23.0%	22.5%	22.5%	22.5%
批发占比	41.4%	42.8%	41.0%	42.4%	43.4%
毛利率	6.4%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
品牌——亚一金店					
零售占比	11.8%	9.5%	9.1%	8.9%	8.6%
毛利率	26.0%	24.0%	23.5%	23.5%	23.5%
批发占比	27.6%	28.5%	27.3%	28.3%	29.0%
毛利率	5.5%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
品牌——金条（含老庙和亚一）					
占比	1.5%	5%	9.0%	7.0%	6.0%
毛利率	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
品牌黄金业务毛利率	11.7%	9.2%	8.6%	8.6%	8.5%

来源：国金证券研究所

### 黄金资源业：招金矿业第二大股东，同步享受量价齐升

2004年4月，为健全黄金饰品行业的产业链，上海豫园跟随上海复星投资作为发起人之一投资招金矿业，以现金出资1.68亿元获得1.11亿股，2008年11月，根据2004.9月和2007.2月签订的股权转让协议，豫园商城以现金出资3.94亿人民币获得1.59亿股。截至目前，豫园商城持有招金矿业合计26.18%的股权。从2004年以来，招金矿业股权为公司贡献利润可观。

图表21：招金对豫园商城净利润贡献可观（2006-2010，单位：百万）



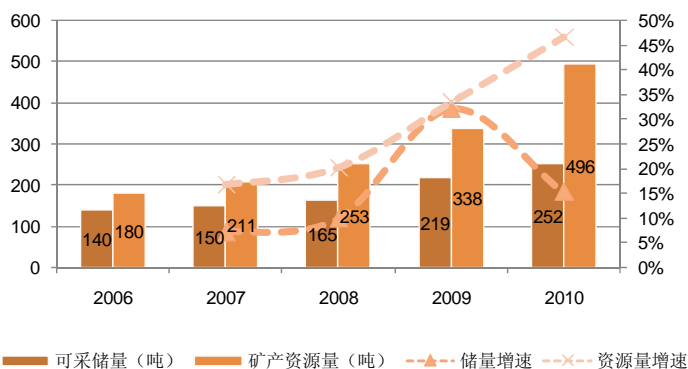
来源：公司公告，国金证券研究所

### 国内第四大黄金生产商，四大金矿企业中盈利能力最强，资源储量不断提升

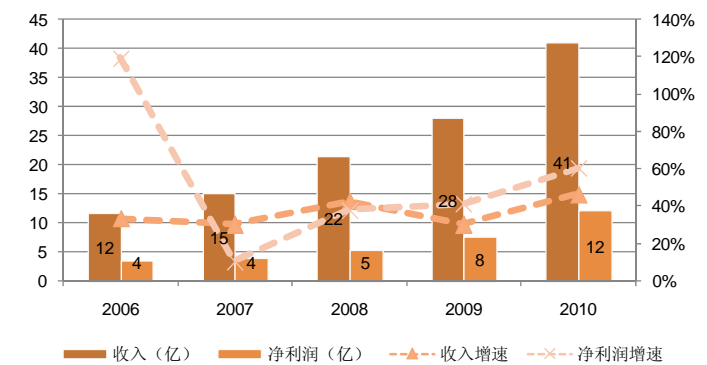
#### ■ 国内第四大黄金生产商

- 中国黄金生产集中度高（中金黄金、紫金矿业、山东黄金、招金矿业和灵宝黄金），五大金矿企业自有矿黄金产量占全国总产量的1/3以上，若计入外购金，以标准金条产量计，CR5超过80%。
- 截至2010年底公司黄金可采储量251.9吨，黄金资源量495.8吨，2010年黄金产量20.9吨，其中自有矿产黄金13.87吨。
- 外部收购和内部勘探助公司可采储量不断提高，盈利能力居黄金企业之首
  - 招金矿业来收购金矿活动不断，未来计划将招远以外地区自产黄金占比通过收购提高到50%以上（2010年是16%）。
  - 招金矿业的采选工艺和管理先进，盈利能力居国内大型黄金矿产公司之首，毛利率连续5年保持在50%以上，2010年甚至提升到了61%，净利润率基本维持在25%以上，2010年达到29.5%。

图表22：2006-2010 可采储量和资源量增长迅速



图表23：2006-2010 年收入、利润迅速增长，利润率高



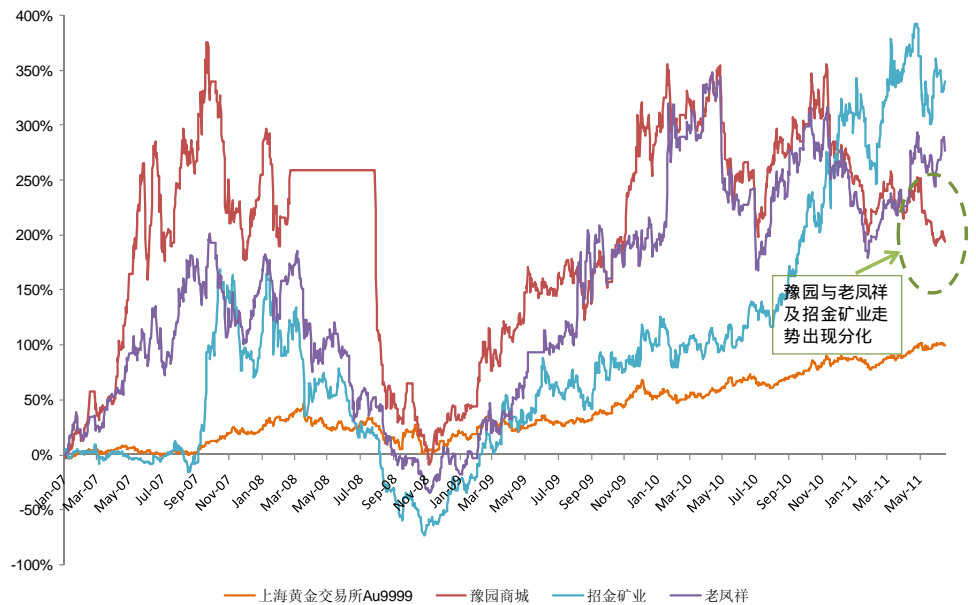
来源：国金证券研究所



■ 受益金价上涨，业绩不断提升支持股价亮丽表现

- 公司黄金收入占比在 90%左右，业绩与金价高度相关，但在金价上涨时黄金股股价涨幅超过实物金的上涨。我们统计了豫园商城、老凤祥自 2007 年黄金价格启动后的走势，发现类黄金股的投资回报亦好于实物黄金。

图表24: 2007 年以来招金、豫园商城、老凤祥和实物金的投资回报情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 招金矿业的业绩受金价影响较大，我们对 2011E 的利润情况进行敏感性分析，关键变量是横轴的黄金价格变动和纵轴的产量变动。根据市场一致预期，2011E 招金矿业的收入为 53.7 亿，净利润 16.9 亿。

图表25: 招金矿业对金价和产量变动的敏感性分析 (基准情况: 黄金销售价格提高 10%，产量提高 15%)

		2011E 金价变动 (YoY)																				
		-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
2011E 产量变动 (YOY)	10%	-30.4%	-28.7%	-27.0%	-25.2%	-23.5%	-21.7%	-20.0%	-18.3%	-16.5%	-14.8%	-13.0%	-11.3%	-9.6%	-7.8%	-6.1%	-4.3%	-2.6%	-0.9%	0.9%	2.6%	4.3%
	11%	-29.8%	-28.0%	-26.3%	-24.5%	-22.8%	-21.0%	-19.3%	-17.5%	-15.8%	-14.0%	-12.3%	-10.5%	-8.7%	-7.0%	-5.2%	-3.5%	-1.7%	0.0%	1.8%	3.5%	5.3%
	12%	-29.2%	-27.4%	-25.6%	-23.9%	-22.1%	-20.3%	-18.5%	-16.8%	-15.0%	-13.2%	-11.5%	-9.7%	-7.9%	-6.2%	-4.4%	-2.6%	-0.8%	0.9%	2.7%	4.5%	6.2%
	13%	-28.5%	-26.8%	-25.0%	-23.2%	-21.4%	-19.6%	-17.8%	-16.0%	-14.2%	-12.5%	-10.7%	-8.9%	-7.1%	-5.3%	-3.5%	-1.7%	0.0%	1.8%	3.6%	5.4%	7.2%
	14%	-27.9%	-26.1%	-24.3%	-22.5%	-20.7%	-18.9%	-17.1%	-15.3%	-13.5%	-11.7%	-9.9%	-8.1%	-6.3%	-4.5%	-2.7%	-0.9%	0.9%	2.7%	4.5%	6.3%	8.1%
	15%	-27.3%	-25.5%	-23.6%	-21.8%	-20.0%	-18.2%	-16.4%	-14.5%	-12.7%	-10.9%	-9.1%	-7.3%	-5.5%	-3.6%	-1.8%	0.0%	1.8%	3.6%	5.5%	7.3%	9.1%
	16%	-26.6%	-24.8%	-23.0%	-21.1%	-19.3%	-17.5%	-15.6%	-13.8%	-12.0%	-10.1%	-8.3%	-6.5%	-4.6%	-2.8%	-1.0%	0.9%	2.7%	4.5%	6.4%	8.2%	10.0%
	17%	-26.0%	-24.2%	-22.3%	-20.5%	-18.6%	-16.8%	-14.9%	-13.1%	-11.2%	-9.4%	-7.5%	-5.7%	-3.8%	-2.0%	-0.1%	1.7%	3.6%	5.4%	7.3%	9.1%	11.0%
	18%	-25.4%	-23.5%	-21.6%	-19.8%	-17.9%	-16.0%	-14.2%	-12.3%	-10.5%	-8.6%	-6.7%	-4.9%	-3.0%	-1.1%	0.7%	2.6%	4.5%	6.3%	8.2%	10.1%	11.9%
	19%	-24.7%	-22.9%	-21.0%	-19.1%	-17.2%	-15.3%	-13.5%	-11.6%	-9.7%	-7.8%	-5.9%	-4.0%	-2.2%	-0.3%	1.6%	3.5%	5.4%	7.2%	9.1%	11.0%	12.9%
20%	-24.1%	-22.2%	-20.3%	-18.4%	-16.5%	-14.6%	-12.7%	-10.8%	-8.9%	-7.0%	-5.1%	-3.2%	-1.3%	0.6%	2.5%	4.3%	6.2%	8.1%	10.0%	11.9%	13.8%	

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 招金启动回归 A 股带来价值重估。

- 招金董事长路向东在业绩发布会上的表示，招金集团今年正式启动回归 A 股的上市进程。招金目前的估值相当于 24x 2011E PE，吨市值约为 1.7 亿人民币/吨可采储量，与 A 股山东黄金的吨市值大体相当，高于紫金矿业 1.4 亿人民币/吨和中金黄金 1 亿人民币/吨的估值，但考虑到招金矿业优于行业平均的经营管理水平、历史的收购行为和未来的收购计划，目前的估值水平合理。参考紫金回归 A 股后的表现（目前紫金 A 股比 H 股溢价 47%），招金回归 A 股将带来市值重估。

**图表26: 招金矿业经营管理领先, 盈利能力居四大金矿企业之首, 估值合理**

	黄金储量	吨市值 (亿/吨储量)	PE 2011E	毛利率	净利率
紫金矿业	750	1.37	17.50	36.20%	20.10%
中金黄金	464	1.06	25.55	12.90%	4.30%
山东黄金	386	1.68	36.50	7.80%	3.30%
<b>A股平均</b>	--	1.37	26.52	18.97%	9.23%
招金矿业	252	1.66	24.20	61.20%	33.50%

来源: 国金证券研究所

## 二、其他商旅板块增长稳定，其中餐饮连锁扩张打开利润率空间

除黄金板块外，公司主营业务还包括其他商业和服务业板块，含餐饮板块、医药板块、百货及服务（含商业物业经营）、房地产、食品、进出口及工艺品。

- 走出豫园商圈进行外拓的板块：餐饮、医药
- 依托旅游客流的板块：百货及服务（含商业物业）、食品、工艺品
- 其他现金流板块：房地产、进出口

### 餐饮业务：经典餐饮品牌深入人心，低基数构建未来高成长基础

餐饮板块是公司的传统优势板块，旗下有多个连锁扩张潜力巨大的中华老字号品牌，2010年，餐饮板块实现收入7.55亿，南翔馒头实现净利润2364.4万，其他品牌并入“老城隍庙餐饮”集团下，共实现净利润2509.7万。

#### ■ 正餐、小吃兼备，经典餐饮品牌系列提供外延基础

- 正餐与小吃兼备，悠久历史打造高品质信誉。正餐品牌包括绿波廊酒楼、上海老饭店、德兴馆、回风楼等，小吃休闲品牌包括南翔小笼、湖心亭茶楼、乔家栅小吃世界、和丰楼、松运楼等。正餐和小吃共计70多家门店，以上海和华东地区为主，其中南翔馒头、绿波廊和上海老饭店等知名度较高的品牌具有极大的外拓潜力。
- 老字号品牌助海内外扩张，历史业绩充分证明公司外拓潜力。豫园餐饮集团的老字号品牌享誉海内外，一流品质使其轻松实现走出上海甚至走出中国的目标，绿波廊和老饭店是经典的高端海派餐饮，拥有丰厚的本帮餐饮文化，在北京、日本、德国均有加盟店。南翔馒头在日本、新加坡、马来西亚、香港、韩国、印尼、巴厘岛有18家加盟店，其中日本有12家，均以品牌、技术输出，贡献利润有限。但我们认为凭借豫园馒头良好的海外经营业绩，未来有希望通过直营提高海外餐饮连锁的利润贡献程度。

图表27：日本、韩国、新加坡等海外的南翔馒头店



来源：公司网站，国金证券研究所

图表28：老饭店日本名古屋店和绿波廊德国汉堡店



#### ■ 南翔馒头今年门店2倍增长，鼎泰丰式高端小吃连锁是拓展标杆。

- 享誉海内外，扩张基础强。南翔馒头载誉全国及世界，先后获得“上海名特小吃”、“中华名小吃”、中国商业品牌企业、上海非物质文化遗产等荣誉称号，风靡申城享誉海外，有天然的扩张基础。
- 新店盈利能力强。公司南翔馒头截至2010年有两家直营门店，一家位于豫园商圈内的九曲桥畔，另一家位于上海著名的吴江路小吃街。吴江路店开业于2009年，于2010年即实现盈利约800万。
- 2011年新开4家直营店，门店数实现两倍增长。新店盈利情况假设分析：新店的平均营业面积在500平米，假设第一年坪销2万，开办费用约500万，年租金90万，当年人工费用98万，水电费18万，营业费用及税金20万，开办当年即可实现盈亏平衡，在第二年即可为公司平均贡献净利润600-800万。

- **鼎泰丰案例分析。**鼎泰丰被誉为“台湾第一包”，是台湾小笼包的代名词，至今已有 40 余年历史，1993 年被纽约时报评选为“世界十大美食餐厅之一”，成功实现高端小吃品牌的全球连锁。

通过与鼎泰丰的对比我们发现，南翔小笼在历史上更悠久、品牌信誉相当、海外声誉鼎泰丰略胜一筹，但南翔小笼潜力巨大。客单价方面，南翔小笼的客单价不到鼎泰丰一半，若定位为精品小笼，则未来仍有提价空间。口味方面，二者各有千秋，但南翔小笼更符合本土消费者口味。以南翔小笼之底蕴，实现鼎泰丰式扩张并非难事。

图表29: 南翔小笼和鼎泰丰的对比

	南翔小笼	鼎泰丰
创建年份	1900	1972
创办人祖籍	上海嘉定县	山西
特色	小笼包	小笼包
特点	高品质、口味稳定	高品质、口味稳定
核心竞争力	配方和工艺	配方和工艺
小笼品种	蟹肉小笼、蟹粉小笼、蟹黄小笼、松茸小笼、蟹黄鱼翅小笼	特色小笼、蟹粉小笼、蟹黄小笼
客单价	49	105
门店总数	14家	54家
所在区域	上海(2)、日本(5)、香港(1)、新加坡(1)、马来西亚(1)、德国(1)、韩国(1)、印尼(1)、巴厘岛(1)	台湾(5)、日本(13)、中国大陆及香港(15)、新加坡(8)、印尼(5)、韩国(4)、美国(1)、马来西亚(2)、澳大利亚(1)
主要推广方式	口耳相传	口耳相传、平面广告

来源：国金证券研究所

■ **传统品牌结合现代团队，南翔馒头国内扩张奏响新篇章。**

- **从外部聘请专业餐饮营运团队。**餐饮连锁经营对流程设计、品质管控有专业化要求，目前仅有 1 家吴江路直营连锁店的南翔馒头在餐饮连锁运营方面需借助外脑力量。在公司五年规划文件中明确指出要聘请专业外拓团队加快连锁步伐。参考鼎泰丰走出连锁第一步时，也是与联众、懋昌合作，引入后面两者的连锁经验才开始顺利拓展。我们认为公司的战略有取长补短的作用，传统品牌和现代团队的结合会使公司走上新的发展道路。
- **将采取类似老庙黄金的激励方式，对管理层直接进行激励。**老庙黄金有 5% 的股权由管理层持有，充分的激励使老庙黄金近几年的发展十分迅速，五年净利润复合增速达到 27%，我们认为餐饮团队也会采取类似的管理层持股方式进行激励，使管理层动力与公司连锁拓张的方向高度一致。

图表30: 餐饮板块受益世博 2010 年增长显著 (单位: 百万)

单位: M	2006	2007	2008	2009	2010
<b>餐饮板块</b>					
收入	419.0	430.4	427.3	416.0	755.3
成本	183.4	189.4	190.5	149.4	289.1
毛利	235.6	241.0	236.8	266.5	466.1
毛利润率	56.2%	56.0%	55.4%	64.1%	61.7%
<b>主要运营实体的净利润:</b>					
老城隍庙餐饮	4.5	4.9	10.0	16.2	25.10
南翔馒头	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23.64

来源：国金证券研究所

### 医药业务：挖掘“童涵春堂”品牌价值，瞄准品类扩充和社区药店

享有“申城中药第一家”美誉的童涵春堂药业创建于清朝乾隆四十八年（公元1783年），目前拥有制药、药店连锁、中医门诊业态，在上海有38家连锁药店（其中9家医保定点单位）、18家专柜。2010年，医药业务实现收入4.71亿，童涵春堂药业实现净利润641万，童涵春堂投资实现净利润745万。

#### ■ 多个经典产品是细分子行业龙头，围绕传统医药进行产品开发。

- **特色产品行业领先，中药技术有研发基础。**产品中中药精制饮片、旅游精制饮片冬虫夏草系列品牌行业第一，六位地黄丸（浓缩丸）系列中成药上海独家生产。拥有上海市科委立项“三七”等9个中药饮片标准化研究、“枸杞子”等2个中药材GAP研究重要科技项目。
- **充分挖掘品牌特色，注重中医药的文化内涵。**童涵春堂是中国中药界驰名商标，拥有200多年历史文化底蕴。公司注重对这一优质品牌资源的挖掘，2010年11月，老城隍庙童涵春堂开出上海医药行业首家博物馆，深化了童涵品牌的影响力。

#### ■ 连锁发展目标明确，但实施进展仍需密切跟踪。

- 公司在新的5年计划中明确要积极打造多个中华老药铺，并积极探索药妆、药食、药膳等混合业态组合的外拓发展方式，以社区商业中心和城镇商业街作为目标市场加快童涵春堂连锁业态的发展。但由于社区医药流通行业竞争较激烈，外拓速度需要进一步观察，我们在盈利预测中并没有计入外拓增长，维持未来三年10%的稳定增长预期。

图表31：医药板块收入、利润均稳定增长（单位：百万）

单位：M	2006	2007	2008	2009	2010
<b>医药板块</b>					
收入	320.6	365.1	384.0	430.4	470.9
成本	255.9	283.8	307.9	354.0	388.3
毛利	64.6	81.3	76.1	76.4	82.6
毛利润率	20.2%	22.3%	19.8%	17.7%	17.5%
<b>主要运营实体的净利润：</b>					
童涵春堂药业	4.5	4.9	6.0	8.1	6.41
童涵春堂投资	7.3	6.5	7.7	5.8	7.45

来源：国金证券研究所

### 依托旅游客流的板块：商圈不断升级，旅游商业维持稳定增长

豫园商城方圆5.3公顷，起源于140多年前清同治年间的老城隍庙市场，集邑庙、园林、建筑、商铺、美食和旅游于一体，构成上海700年历史文脉的物化展示和上海城市文明的视觉演绎，是来上海旅游的必去之处，年均接待游客3700万人次，以“外地人”和“外国人”之“两外人士”为主。在世博180余天，世博接待海内外游客3800万人次，全年超过5500万人次。公司的百货和服务（含商业物业经营）、食品和工艺品板块的收入主要依托豫园商圈的旅游客流形成稳定增长的收入。

#### ■ 百货及服务板块：融入传统景点，打造现代旅游购物商圈

- **融入传统景点，稳定的旅游客流形成公司稳定收入。**豫园商城围绕传统经典而建，10万平米的自有经营面积以出租和自营结合方式，结合百货、餐饮、特产多业态，形成有别一般百货零售企业的特殊经营方式。以旅游客流带动百货板块的收入增长。

图表32: 与传统景点结合, 百货及服务板块旗下集合多个业态

名称	经营面积	定位	品牌和经营范围
豫园百货天裕楼	5800平米	时尚、休闲、自然	Esprit、ELLE、BELLVILLES、Mark Fairwhale、Nike、Addidas
妇女儿童用品主题店	2186平米	传统百货	女士羊毛衫、儿童服装、文具用品；“永青假发”旗舰店
豫园百货礼品店	n.a.	旅游礼品消费	珍珠饰品、玉器、陶瓷工艺品、印章、水晶摆件、刺绣、文化衫
豫园老街	百余米长30多家商铺	特色礼品消费	丽云阁扇庄、王大隆刀剪、上海筷子、万里手杖、宏音乐器、大众竹木、老庙香烛
豫园时尚街	60米长19个商铺	特色礼品消费	生活用品、工艺礼品、休闲食品、咖啡饮料

来源：国金证券研究所

- **商业物业经营：三年内自有商业物业面积将从 10 万平米增至 20 万平米。**城内圈：豫园商城 10 万平米城内自有物业中，有约 5000~6000 平米用于出租；城中圈：豫泰基地待拆迁区域已有部分住户完成搬迁后简单装修用于出租。整体来看，豫园平均实现的租赁价格在 2.5-3 万/平米/年。在我们的调研过程中发现，豫泰基地已出租区域没有任何空置店铺，铺面供不应求，未来任何增加的供给都会实际转化为收入和利润。

豫泰基地新增面积有 7 万平米左右，属于内商圈西侧的中商圈，位于旧校场路的西侧、沉香阁路和方浜中路之间，在建筑风格上将延续城隍庙老城厢的味道。在规模上，建成后将打造为第二个“豫园商城”。除豫泰基地外，豫园将大力发展商业物业，预计自有商业物业面积 3 年内将从 10 万平米增至 20 万平米，5 年内增至 30 万平米，相当于再造一个豫园商城。商业物业经营对收入和利润率的贡献度高，短期内最为明确的是豫泰基地项目，一旦顺利推进将为公司业绩带来爆发式增长。若不考虑新增可租赁面积，租金收入将随价增，平均每年增长 10-15%。

图表33: 2006-2010 豫园租金收入增长平稳, 利润率保持高位 (单位: 百万)

	2006	2007	2008	2009	2010
商业物业经营					
收入	156.62	199.88	238.85	231.86	277.38
成本	50.56	50.90	49.84	54.49	54.67
毛利	106.06	148.99	189.01	177.36	222.71
毛利率	67.7%	74.5%	79.1%	76.5%	80.3%

来源：国金证券研究所

- **“精致豫园”带旺商圈，定位精准打造长盛不衰的文化旅游景点。**2006 年，豫园商城斥资 1 亿元启动了“精致豫园”改造工程，2007 年以整治城区面貌、提升文化内涵、优化购物环境、完善配套设施为目标的十六个项目全面竣工亮相，整个内圈风貌焕然一新，环境典雅雅致，文化氛围浓郁、韵味格调上品，保留豫园的古典韵味并提高了其作为旅游景点的便利性、游览性和可消费性。2009-2010 年，为迎

接世博，公司进行了新一轮业态调整和装修工程，本着修旧如旧原则，豫园商圈古典韵味愈发浓厚而旅游和购物环境又有所提升。

■ **食品板块和工艺品板块：追寻老上海味道，业绩稳定增长。**

- **百年老店老上海味道，旅游食品需求稳定。**食品板块产品主要包括上海传统食品五香豆和梨膏糖，公司集生产、加工、批发销售一条龙，共 8 家门店均位于旅游景点内，其中 6 家位于豫园商圈内，一家位于南京东路，另一家位于七宝古镇，少部分进入易初莲花和麦德龙超市进行销售。主要靠旅游客流带动，量价基本稳定。
- **物华天宝人杰地灵，工艺品板块收入稳定。**上海豫园商城工艺品公司（华宝楼）占地 4000 平米，是沪上最大、品种最齐的室内古玩市场，也是涉外旅游定点单位主要经销工艺品、旅游纪念品和古玩。收入主要来自零售和批发，2010 年，公司拍卖收入超过千万，且获 AA 级拍卖资质企业，未来有能力形成新的经济增长点。

图表34：食品板块和工艺品板块收入波动性较小（单位：百万）

单位：M	2006	2007	2008	2009	2010
<b>食品板块</b>					
收入	73.8	73.8	82.3	83.7	121.0
成本	47.5	45.9	49.1	50.0	70.3
毛利	26.4	27.9	33.2	33.7	50.7
毛利润率	35.7%	37.8%	40.3%	40.2%	41.9%
主要运营实体的净利润：					
城隍庙食品	5.9	2.5	6.4	7.0	13.85
<b>工艺品板块</b>					
收入	44.5	47.5	44.5	52.0	66.4
成本	29.9	30.4	28.8	28.9	39.6
毛利	14.6	17.1	15.7	23.1	26.7
毛利润率	32.8%	36.0%	35.2%	44.5%	40.3%
主要运营实体的净利润：					
豫园工艺品	6.1	4.1	9.0	2.6	6.42

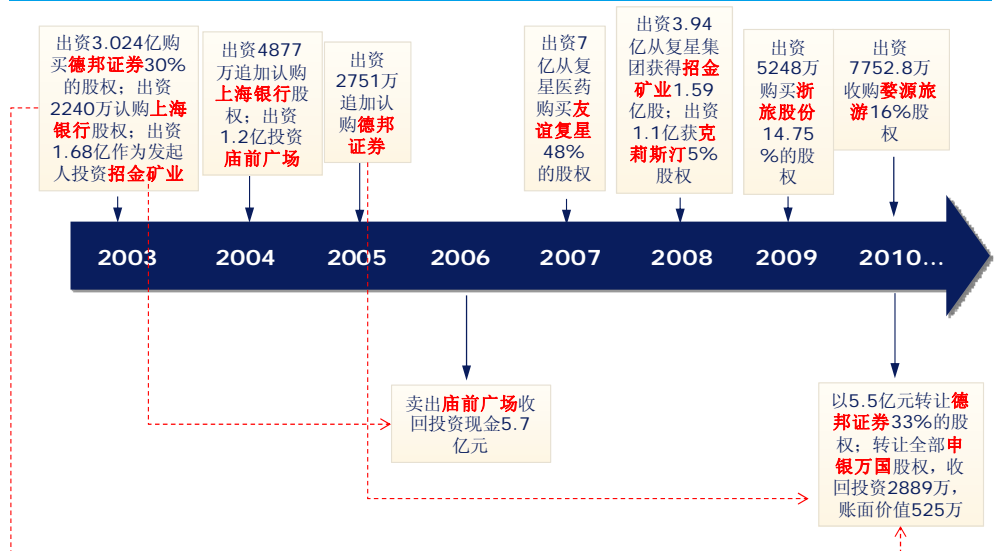
来源：公司年报，国金证券研究所

### 三、以复星为主导围绕公司主业进行股权投资，做大做强零售平台

#### ■ 股权投资历史长，复星平台作用大。

- 历史上跟随复星进行股权投资，保障收益率为前提品种多样。历史上，自复星 2003 年入股豫园之后，公司即开始借助大股东的项目承揽能力单独或跟随大股东进行股权投资。范围包括金融、房地产、商业、旅游，投资主要目的是以收益率为保障，涉及范围广泛。
- 近期逐步清理非“商旅文”投资，未来投资将围绕“商旅文”进行。目前拥有的主要长期股权投资包括招金矿业、上海友谊复星（控股）有限公司、亚洲克莉斯汀国际控股有限公司、江西婺源旅游股份有限公司和上海银行，随着上海银行的上市，公司主要投资均围绕公司主业和“商旅文”主题进行。
- 账上现金充裕，为公司主业投资增添砝码。截至 2010 年底，公司账上现金 25.11 亿，其中 2009 年 7 月发行了 5 年期的 5 亿元公司债（122014），2010 年 12 月发行了 5 年期的 5 亿元公司债（122058），债券利率均锁定在 5.9%。我们认为公司在低息时期发行公司债的主要目标就是为未来的高收益投资项目做准备，基于公司过去投资的历史，我们认为在账上现金高达 25 亿、比 2009 年增 73.6%的情况下，今年有潜力也有能力进行与主业相关的投资。

图表35：公司近几年的股权投资多为复星主导



来源：国金证券研究所

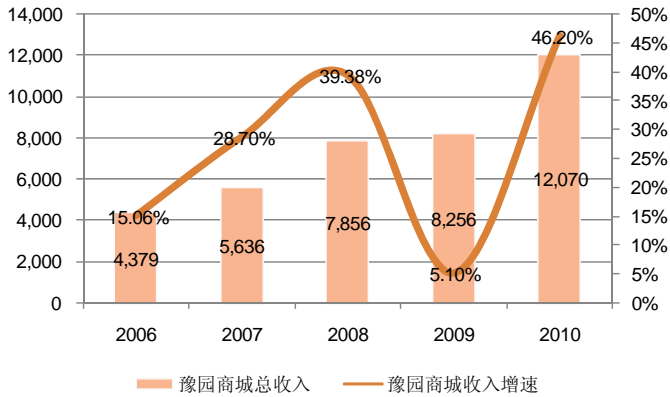
我们认为复星集团强大的项目承揽能力使公司的投资标的选择、投资时机和成本都具有超越本身作为零售企业的能力。公司以黄金连锁为主的 8 大主营业务板块使公司纵横延伸都有很大潜力，由于公司在黄金饰品方面展现出良好的外拓需求和能力，且黄金饰品板块拥有更好的股权激励，我们认为黄金饰品板块进行外延式并购的可能性最高且能承接的体量最大。在其他旅游和服务板块，鉴于复星集团在产业投资方面的悠久历史和充分动力，我们认为豫园商城作为其零售平台跟投优质项目的概率很大，且豫园商城充沛的现金流也为公司进行股权投资、打造“商旅文”结合的综合投资平台奠定了稳固的基础。



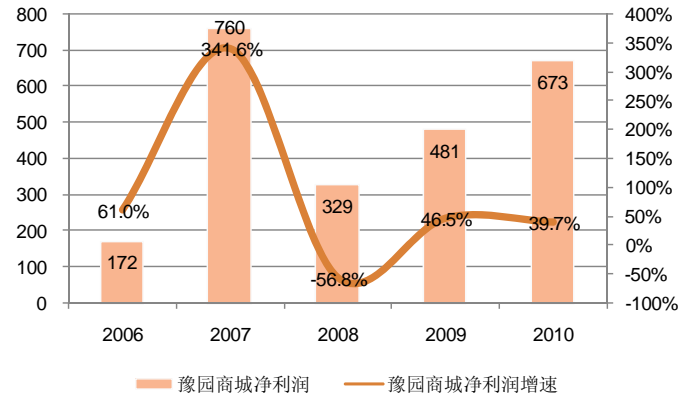
附录：财务分析：成长稳健现金流充沛，杠杆合理资金运用恰当

- 成长能力：主营收入保持稳定高速增长，净利润受投资收益扰动较大。

图表36：豫园商城收入增长稳定（单位：M）



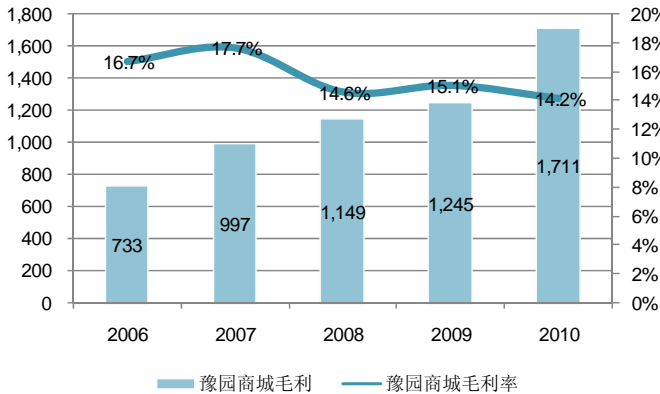
图表37：净利润受投资扰动，但整体保持高增速（M）



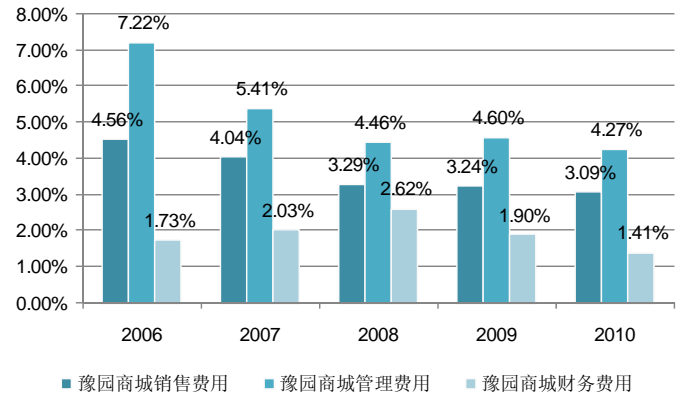
来源：国金证券研究所

- 盈利能力：黄金珠宝批发业务高速增长拖累整体毛利率下行，但费用率控制良好使净利润率稳步向上。

图表38：黄金珠宝业务毛利率降低拉低整体毛利率



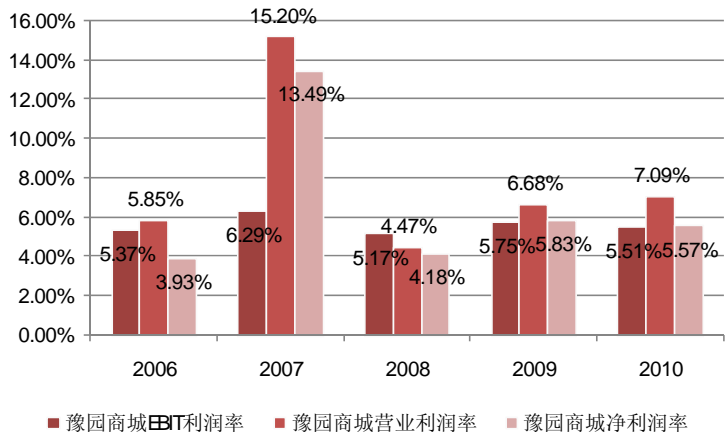
图表39：费用控制良好，整体费用率不断下降



来源：国金证券研究所

- EBIT 利润率稳定，投资收益使营业利润率和净利润率受较大扰动。

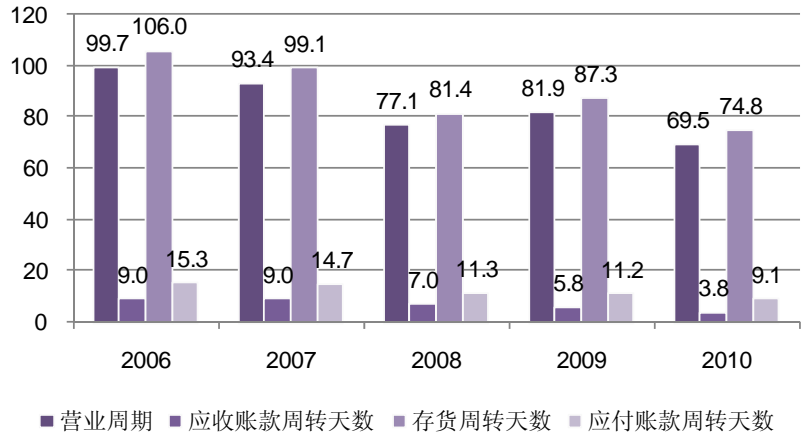
图表40：净利润率受投资收益影响较大



来源：国金证券研究所

■ 资产管理能力：营业周期稳中有降，公司资产管理能力稳步提高

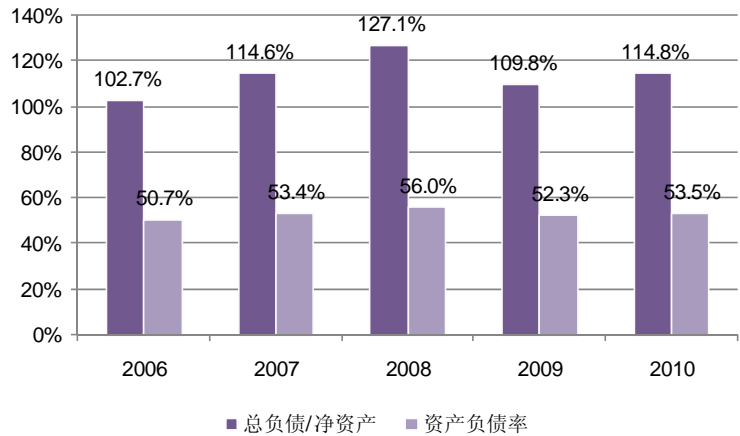
图表41：管理能力提升使公司营业周期稳中有降



来源：国金证券研究所

■ 偿债能力：杠杆水平保持基本稳定，财务杠杆运用合理。

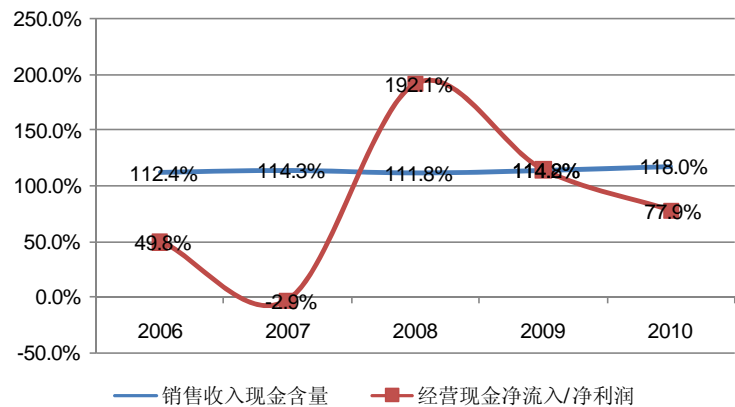
图表42：公司财务杠杆运用合理



来源：国金证券研究所

■ 现金能力：产品畅销、现金流通畅，收入现金流含量稳定，净利润现金流含量波动主要受投资收益影响。

图表43：产品畅销现金流通畅



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	7,856	8,256	12,070	16,049	20,409	26,029
增长率		5.1%	46.2%	33.0%	27.2%	27.5%
主营业务成本	-6,707	-7,011	-10,359	-14,041	-17,943	-22,908
%销售收入	85.4%	84.9%	85.8%	87.5%	87.9%	88.0%
毛利	1,149	1,245	1,711	2,008	2,466	3,120
%销售收入	14.6%	15.1%	14.2%	12.5%	12.1%	12.0%
营业税金及附加	-134	-123	-159	-209	-265	-338
%销售收入	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-259	-267	-372	-481	-612	-781
%销售收入	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-350	-380	-515	-642	-776	-963
%销售收入	4.5%	4.6%	4.3%	4.0%	3.8%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	406	475	665	676	813	1,038
%销售收入	5.2%	5.7%	5.5%	4.2%	4.0%	4.0%
财务费用	-206	-157	-170	-138	-118	-131
%销售收入	2.6%	1.9%	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%
资产减值损失	0	-11	-2	0	0	0
公允价值变动收益	4	-27	12	0	0	0
投资收益	146	272	350	458	549	656
%税前利润	33.8%	47.5%	39.5%	45.1%	43.4%	41.4%
营业利润	351	552	855	995	1,245	1,563
营业利润率	4.5%	6.7%	7.1%	6.2%	6.1%	6.0%
营业外收支	81	20	30	20	20	20
税前利润	432	572	885	1,015	1,265	1,583
利润率	5.5%	6.9%	7.3%	6.3%	6.2%	6.1%
所得税	-65	-64	-173	-162	-215	-285
所得税率	15.1%	11.2%	19.5%	16.0%	17.0%	18.0%
净利润	367	508	713	853	1,050	1,298
少数股东损益	38	26	40	50	60	70
归属于母公司的净利润	329	481	673	803	990	1,228
净利率	4.2%	5.8%	5.6%	5.0%	4.8%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	367	508	713	853	1,050	1,298
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	116	112	107	93	104	120
非经营收益	43	-100	-176	-258	-428	-515
营运资金变动	150	59	-98	82	47	-427
经营活动现金净流	676	578	547	770	773	476
资本开支	-111	-40	-46	-135	-239	-240
投资	-705	-275	303	-201	-200	-200
其他	56	159	19	458	549	656
投资活动现金净流	-760	-156	276	122	110	216
股权募资	12	12	15	0	0	0
债权募资	222	-203	465	-1,171	0	500
其他	-260	-236	-245	-172	-328	-348
筹资活动现金净流	-26	-427	234	-1,343	-328	152
现金净流量	-110	-4	1,057	-450	555	844

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,446	1,446	2,511	2,060	2,615	3,459
应收款项	449	430	435	879	1,118	1,426
存货	1,530	1,824	2,422	2,308	2,458	3,138
其他流动资产	486	480	489	731	927	1,175
流动资产	3,910	4,180	5,856	5,979	7,118	9,198
%总资产	52.3%	48.3%	57.0%	56.6%	59.0%	63.5%
长期投资	2,358	3,304	3,180	3,381	3,580	3,780
固定资产	1,088	1,034	1,061	1,132	1,290	1,432
%总资产	14.6%	12.0%	10.3%	10.7%	10.7%	9.9%
无形资产	28	19	82	71	69	67
非流动资产	3,568	4,470	4,417	4,586	4,941	5,281
%总资产	47.7%	51.7%	43.0%	43.4%	41.0%	36.5%
资产总计	7,479	8,651	10,273	10,565	12,059	14,479
短期借款	1,522	1,057	1,031	0	0	0
应付款项	1,075	1,500	1,655	2,275	2,897	3,696
其他流动负债	680	408	745	817	825	836
流动负债	3,277	2,964	3,432	3,092	3,723	4,532
长期贷款	861	1,030	1,025	1,025	1,025	1,525
其他长期负债	47	534	1,034	1,000	1,000	1,000
负债	4,185	4,528	5,491	5,117	5,748	7,057
普通股股东权益	3,163	3,987	4,570	5,186	5,989	7,030
少数股东权益	131	136	212	262	322	392
负债股东权益合计	7,479	8,651	10,273	10,565	12,059	14,479

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.453	0.603	0.468	0.559	0.689	0.854
每股净资产	4.357	4.993	3.179	3.608	4.167	4.891
每股经营现金净流	0.971	0.730	0.386	0.536	0.538	0.331
每股股利	0.100	0.070	0.080	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.39%	12.08%	14.72%	15.48%	16.53%	17.47%
总资产收益率	4.39%	5.57%	6.55%	7.60%	8.21%	8.48%
投入资本收益率	6.02%	6.25%	6.80%	7.60%	8.10%	8.56%
增长率						
主营业务收入增长率	39.38%	5.10%	46.20%	32.96%	27.17%	27.54%
EBIT增长率	14.42%	16.95%	40.04%	1.65%	20.33%	27.67%
净利润增长率	-56.78%	46.54%	39.72%	19.34%	23.29%	24.08%
总资产增长率	6.67%	15.67%	18.75%	2.84%	14.14%	20.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.0	5.8	3.8	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	81.4	87.3	74.8	60.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	11.3	11.2	9.1	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	50.3	45.2	28.8	22.1	19.3	16.4
偿债能力						
净负债/股东权益	28.42%	27.66%	10.84%	-1.15%	-9.79%	-12.96%
EBIT利息保障倍数	2.0	3.0	3.9	4.9	6.9	7.9
资产负债率	55.96%	52.35%	53.45%	48.43%	47.66%	48.74%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	2
买入	0	0	3	4	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.88	1.79

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室