

2015年2月12日

张露  
zhanglu@e-capital.com.cn  
目标价(元) 16

## 豫园商城 (600655. SH)

Buy 买入

新项目配合迪斯尼，盈利前景良好

### 结论与建议：

豫园商城主营黄金销售、餐饮和医药等业务，黄金业务收入和利润有望稳中有增，餐饮和零售业务有望受益迪斯尼开业及新项目建设实现较快增长，首次给予买入的投资建议。

### 公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2015/2/12)	13.31
上证综指(2015/2/12)	3173.42
股价 12 个月高/低	13.93/7.08
总发行股数(百万)	1437.32
流通 A 股数(百万)	1437.32
A 股总市值(亿元)	191.31
主要股东	上海复星产业投资有限公司 (17.24%)
每股净值(元)	4.87
股价/账面净值	2.73
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	15.7 14.5 68.8

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

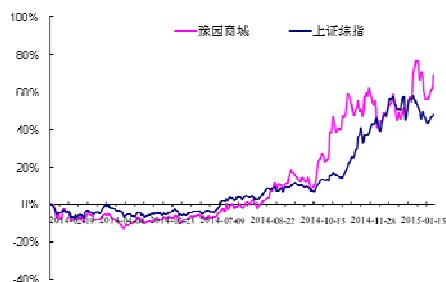
### 产品组合

黄金珠宝	91.4%
餐饮	2.5%
医药	2.2%
工艺品及百货	0.7%
房地产	0.4%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.6%
一般法人	43.2%

### 股价相对大盘走势



■ **公司介绍：** 是一家集黄金珠宝、餐饮、医药等产业为一体的综合性商业上市公司，旗下拥有老庙黄金、亚一金店、童涵春堂药业、老城隍庙餐饮等中华老字号和百年老店品牌资源。2014 年利润衰退主要由于黄金业务在 2014 年高基数基础上出现较大幅度的下降。

■ **公司经营：** 黄金业务： 公司收入的 9 成和利润的 6-8 成来自于黄金相关业务，2014 年受到黄金价格下滑及销量大幅下降影响，豫园黄金珠宝集团利润下降 41%，招金矿业利润下降 18.6%，近期金价企稳，国内黄金月度销售恢复正增长，预计黄金业务将保持 10%左右的稳定增速。餐饮业务： 公司营收的 3%和利润的 10%来源于餐饮业务，近几年增速维持在 10%左右水平，预计迪斯尼开业将给餐饮业务带来新的增长契机，2016 餐饮业务收入增速将达到 20%以上。医药业务： 占据公司营收和利润的约 2%，未来利润相对稳定。

■ **新项目：** 豫泰确诚项目： 公司计划投资 67 亿元建设豫泰确诚商业广场，面积接近原豫园商业区，将承接游客增长所带来的餐饮和消费需求，预计成熟后年贡献利润超过到 1 亿元。沈阳豫珑城项目： 沈阳豫珑城商业广场项目将在 2015 年下半年开业，是公司首次尝试异地复制，我们预计在 2017 年有望实现盈利。

■ **迪斯尼影响：** 上海迪斯尼将在 2016 年春开业，按照世博会经验，迪斯尼将给豫园 2016 和 2017 年带来游客增量 700 和 1000 万人次，增速将达到 20%以上，配合豫泰确诚商业广场开业，公司的盈利能力将明显提升。

■ **盈利预测：** 预计 2014-2016 年公司实现净利润 9.24、10.12 和 12.46 亿元，YoY 下降 5.72%，增长 9.48%和 23.1%，EPS 分别为 0.64、0.7 和 0.87 元，对应动态 P/E 为 20.7、18.9 和 15.4 倍，给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB百万元	855	968	981	925	1012	1246
同比增减	%	27.09%	13.21%	1.34%	-5.72%	9.48%	23.08%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.595	0.673	0.682	0.643	0.704	0.867
同比增减	%	27.09%	13.21%	1.34%	-5.72%	9.48%	23.08%
A 股市盈率 (P/E)	X	22.38	19.77	19.50	20.69	18.90	15.35
股利 (DPS)	RMB元	0.01	0.20	0.21	0.22	0.22	0.25
股息率 (Yield)	%	0.05%	1.53%	1.58%	1.65%	1.65%	1.88%

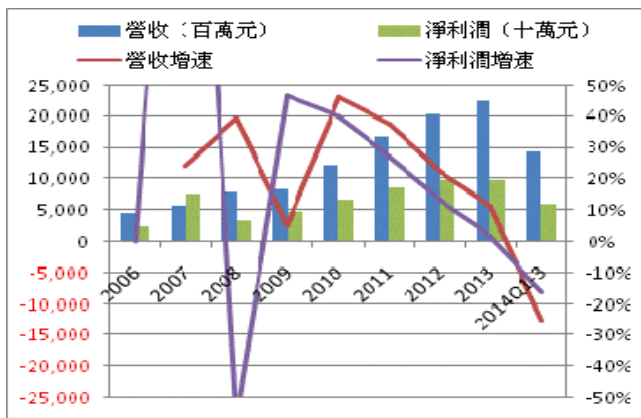
### 公司介绍

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的综合性商业上市公司，旗下拥有老庙黄金、亚一金店、童涵春堂药业、老城隍庙餐饮等中华老字号和百年老店品牌资源。

公司 2013 年营业收入 225.22 亿元，YoY 增长 10.96%，净利润 9.81 亿元，YoY 增长 13.4%；2014 年 1-3Q 公司营业收入 142.68 亿元，YoY 下降 25.45%。净利润 5.84 亿元，YOY 下降 16.2%。

公司 2014 年收入和利润衰退的原因主要是黄金业务利润及来自招金矿业的投资收益在 2014 年高基数基础上出现较大幅度的下滑。

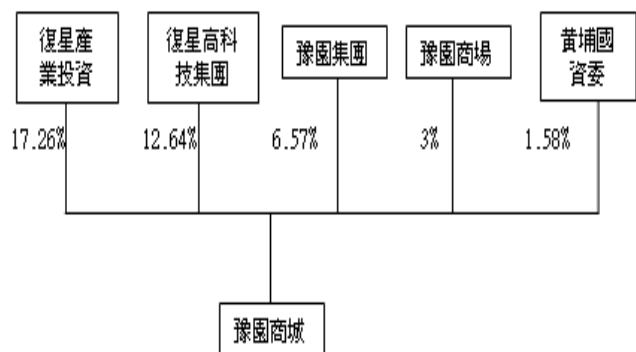
图、公司营收、利润及增速



资料来源：公司公告

公司收入 9 成和利润的 6-8 成来源于黄金业务，餐饮业务占利润比重约 10%

图、公司主要股东

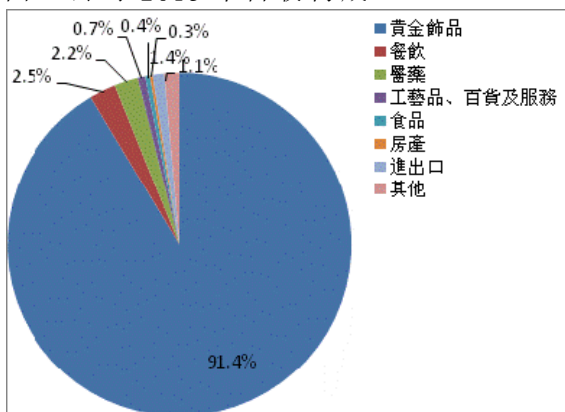


公司营收的 9 成自于黄金珠宝销售，2013 年该业务利润占公司总额 8 成。2014 年由于黄金市场不振，占公司利润比重降为 6 成。

2013 餐饮业务占公司营收比重在 2-3%之间，占净利润比重 2013 和 2014 上半年分别为 8.5%和 13.7%。

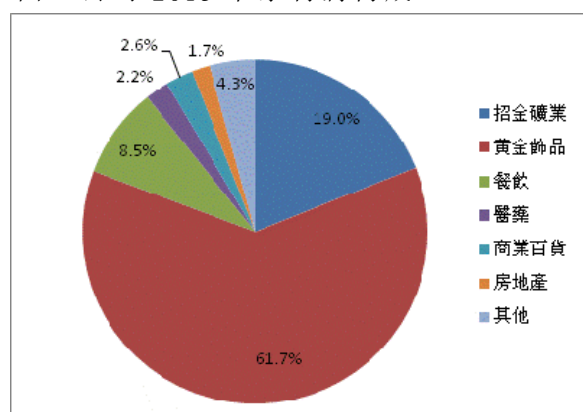
医药业务占公司营收和净利润比重约为 2%，商业百货占公司营收和净利润比重目前略高于 2%。

图、公司 2013 年营收构成

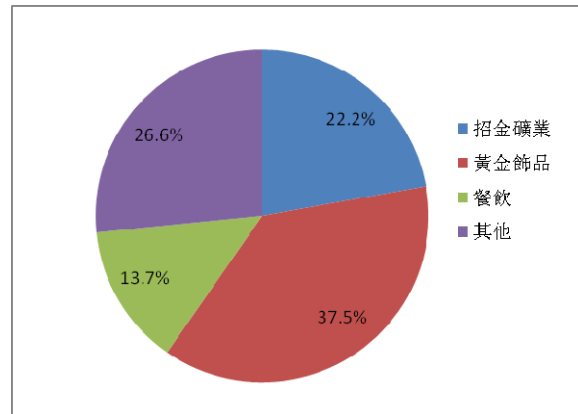
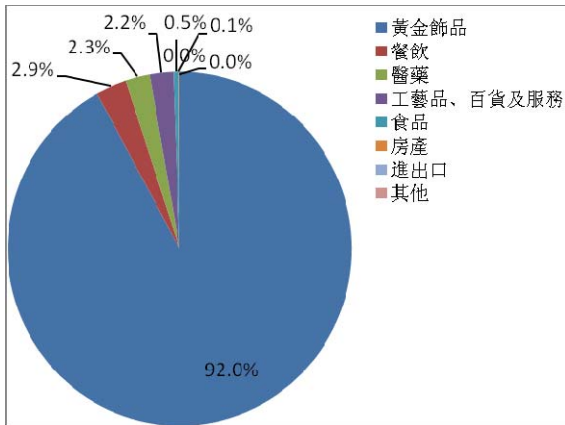


图、公司 2014 上半年营收构成

图、公司 2013 年净利润构成



图、公司 2014 上半年净利润构成



资料来源：公司公告

### 黄金业务

**黄金业务保持 10%左右的稳定增长，将通过提高高毛利产品提高黄金业务整体水平**

2013 年公司将老庙和亚一两大品牌合并组建上海豫园黄金珠宝集团有限公司，定位了老庙黄金“好运文化”和亚一珠宝“爱的纪念”的品牌理念。截至 2014 上半年，豫园黄金珠宝集团两大品牌合计渠道网点 1786 家，净增渠道网点 97 家，未来每年保持 200 家左右的扩张速度。黄金业务 2013 和 2014 上半年营收分别为 205.9 和 92.38 亿元，YOY 增长 14%和下降 25%，2013 净利润 6.05 和 1.24 亿元，YOY 增长 156%和下降 41%。

2014 年全国黄金消费受到金价下跌带来的消费减少及 2013 年高基数影响，整体减少 25%至 886.1 吨，公司营收下降幅度符合行业整体水平。从黄金零售行业分月的情况来看，黄金消费自 10 月开始实现了正增长，大幅下降期基本过去，公司黄金业务 2015 年将保持 10%左右的稳定增速。

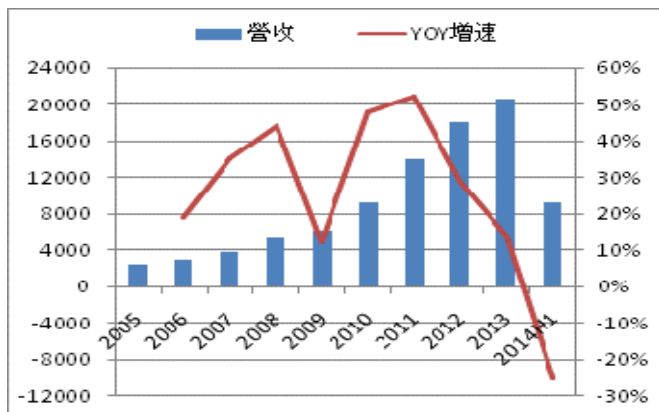
公司通过黄金 T+D 空单对冲金价下跌风险，保持公司黄金业务利润率在相对稳定水平。目前金条和金饰占黄金业务营收比重的 9 成，但整体毛利率低于 10%，镶嵌、钻戒、玉石占比不到 10%，毛利超过 50%。未来将通过提高镶嵌等高毛利产品提高黄金业务整体利润水平。

**招金矿业经营压力缓解，未来贡献公司利润维持在 1 亿元左右的稳定水平**

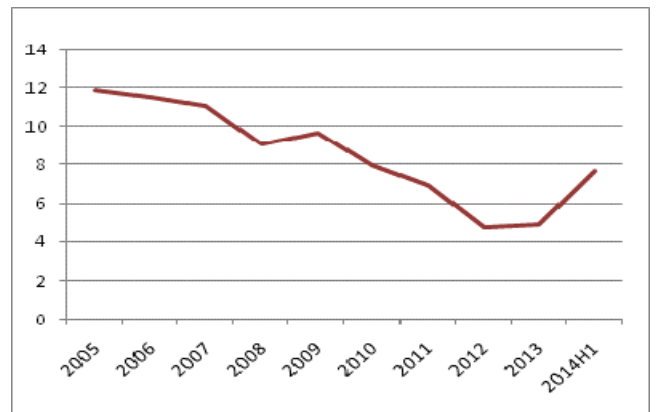
招金矿业是专注于开发黄金产业的综合性大型企业，在全国范围内拥有 51 家分子公司及参股企业，业务遍及全国主要产区区域。由于金价下跌造成售价和库存减值，招金矿业 2013 和 2014 年 1-3Q 分别实现净利润 7.34 和 4.08 亿元，分别同比下降 61.8%和 18.7%，归属豫园商城的投资收益分别为 1.86 和 1.05 亿元。近期国际金价走稳，预计公司利润有望稳定或小幅增长，全年公司贡献利润维持在 1 亿元左右。

图、黄金饰品业务营收及增速（单位：百万元）

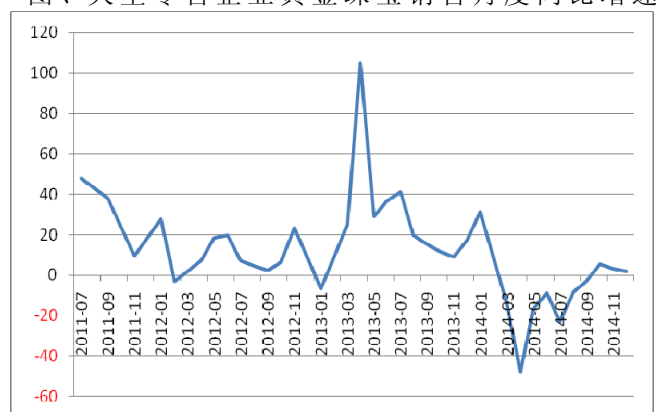
图、公司黄金业务毛利率水平（单位：%）



图、国内黄金现货价格走势



图、大型零售企业黄金珠宝销售月度同比增速



资料来源：公司公告

### 餐饮业务

公司餐饮业务目前年增长在个位水平，2016年迪斯尼开业，餐饮业务收入增速将达到20%以上

公司餐饮业务包括：豫园景区内各家酒楼，和南翔馒头连锁店。2013和2014上半年实现营收5.58和2.91亿元，YOY增长10%和3.7%，占公司营收总额的2.5%和3%，毛利水平65%左右，2013和2014上半年净利润8365和4534万元。

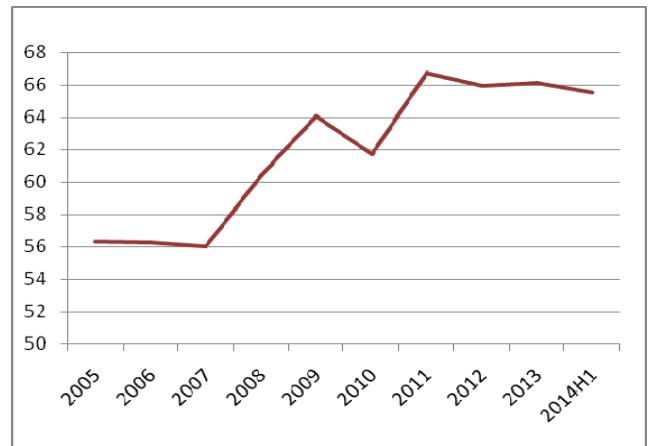
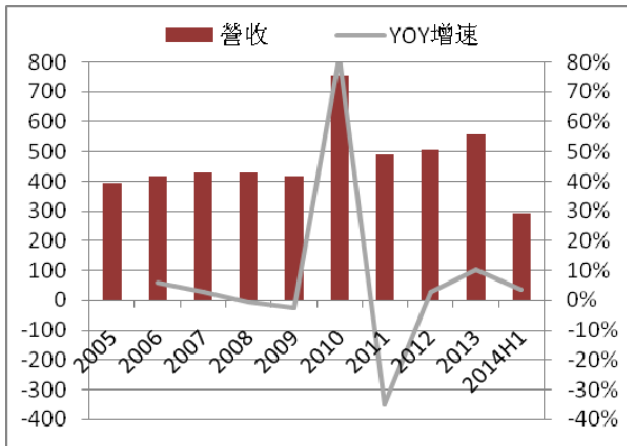
豫园景区内：绿波廊、老饭店、南翔、和丰楼、风味小吃广场等10多家知名餐饮企业，主要的客户是豫园商城游客。公司积极通过节庆活动、小吃会展、企业团购等各种机会进一步提升经济效益。

南翔馒头店：总店位于上海城隍庙豫园九曲桥边，以小笼包最为著名，大陆内设有28家店，在日本、韩国、印度尼西亚、新加坡、马来西亚、香港等拥有15家海外分店。

公司现有餐饮业务营收和利润增速主要来自豫园游客人数及客单价两方面，由于近年上海游客增速平稳，该业务目前增长在个位水平，预计2016迪斯尼开业将给餐饮业务带来新的增长契机，收入增速将提升至20%以上。

图、餐饮业务收入及增速

图、餐饮业务毛利率



资料来源：公司公告

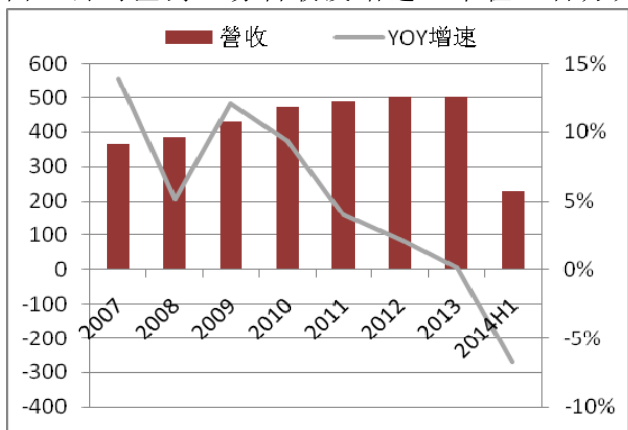
### 医药业务

公司医药业务近几年营收和利润水平基本保持稳定，预计未来将保持平稳趋势

公司拥有著名百年中华老字号“童涵春堂”国药品牌，旗下拥有药品批发、零售连锁经营、中药饮片和制药公司、上海童涵春堂投资发展有限公司等企业。批发业务方面：与上海各级医院建立了稳定的业务关系。零售业务方面：目前共有门店约 45 家。制药业务：拥有六味地黄丸为代表的中成药产品，在浦东康桥拥有浓缩丸、颗粒剂、煎膏剂等生产流水线。中药饮片业务：生产内销中药、旅游精制和出口精制饮片，在浦东峨山路拥有万余平方米的生产工厂。

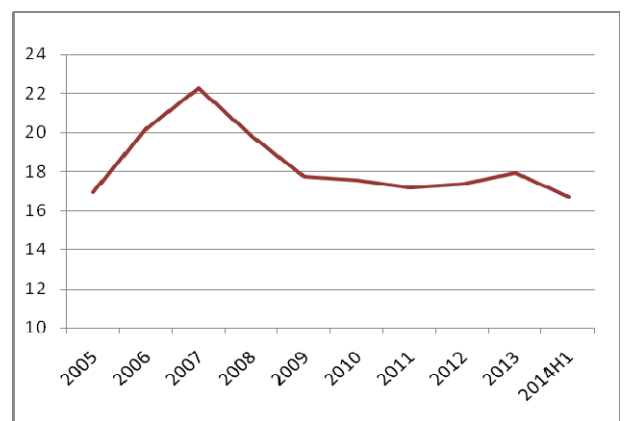
近几年该业务营收和利润水平基本保持稳定，2013 年和 2014 上半年该业务实现营收 5 和 2.27 亿元，分别持平 and 同比下降 6.7%。目前公司拥有 10 家医保定点零售药店，继续争取童涵春堂国药号、兰村中医门诊部获准纳入“第二批上海市医保定点医疗机构”，预计未来营收和利润保持平稳可能性较大。

图、公司医药业务营收及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告

图、公司医药业务毛利水平（单位：%）



### 其他业务

工艺品、百货保持年 10%左右的增速

公司的工艺品、百货业务经营豫园内天裕楼、妇女儿童用品主题店和中华老字号总汇等店。经营传统服饰、礼品、食品，以及妇女儿童服饰用品。2013 和 2014 上半年分别实现营收 4.71 和 2.21 亿元，分别同比增长 9.8%和 12.2%，2013 年净利

润 1167 万元。该业务目前占公司营收和利润总额的 0.7 和 2.6%，基本保持年 10% 左右的增速。

房地产方面尚有武汉复地东湖国际项目未来将继续结算

公司持有洛阳联华兴宇 50% 股权，该公司拥有在售项目上海滩华府，此外持有 40% 的武汉复地东湖国际项目。目前公司房地产业务年结算收入基本在 1-2 亿元，利润 2000-4000 万元。

### 新项目

公司投资 67 亿元建设豫泰确诚商业广场，将承接游客增长所带来的餐饮和消费需求

公司计划投资 67 亿元建设豫泰确诚商业广场，其中确诚商业广场总投资 31 亿元，豫泰商业广场总投资 36 亿元，我们预计建成时间在 2017 年前后。

豫泰确诚商业广场位于豫园商圈，北侧为豫泰地块，南侧为确诚地块，东临上海豫园商城，西临侯家路，南临方浜中路老街，北接沉香阁。紧邻城隍庙与外滩。项目占地共约 2.1 公顷，为商办混合用地，总建筑面积约为 14 万平方米，其中地上地下各 7 万平方米，面积接近原豫园商业区。

新项目将承接豫园增长游客所带来的餐饮和消费需求，目前仍处于拆迁过程中，建设完成后部分将用于招商，部分用于对外销售，大大缓解园区的游客压力，我们预计成熟后每年贡献利润将超过到 1 亿元。

图、豫泰确诚示意图



资料来源：公司公告、群益证券整理

沈阳豫珑城商业广场项目将在 2015 年下半年开业，公司首次尝试异地复制

控股子公司沈阳豫园商城置业有限公司于 2011 年开始投资开发的沈阳豫珑城商业广场项目。项目建筑面积为 17 万平方米，项目总投资为 18.9 亿元，沈阳置业持股 67%。

该项目位于沈阳市沈河区商业中心，建筑面积约 16.2 万平方米，距离沈阳的主要商业街“中街”200 米，距离沈阳故宫 400 米。经营范围包括文化演艺、餐饮美食、黄金珠宝、时尚创意百货、特色零售和名优特产。这是公司尝试首次异地复制，公司计划将豫珑城项目打造豫园商城在沈阳当地建设开发的商旅文项目，于 2015 年下半年正式营业。预计培育期在 3 年左右，2015 当年将给公司带来一定的

培育压力，预计影响利润在 1000 万元，2017 年实现盈亏平衡。

图、沈阳龙城项目效果图



资料来源：百度图片、群益证券整理

### 上海迪斯尼影响

迪斯尼将给豫园 2016 和 2017 年带来游客增量 700 和 1000 万人次，游客将实现 20% 以上的增长，豫泰确诚商业广场项目也将借助迪斯尼开业契机实现盈利

上海迪斯尼将在 2016 年春开业，我们预计当年游客约 2000 万人次，2017 年达到 3000 万人次。按照世博会经验，当年豫园接待游客 5500 万人次，此前年接待量通常稳定在 3000 多万人次，世博会游客中约有三分之一的世博游客参观了豫园。

目前豫园年接待游客约为 4000 万人次，迪斯尼将给豫园 2016 和 2017 年带来游客增量 700 和 1000 万人次，游客增速将达到 20% 以上，相关的餐饮、金饰及零售收入增速有望超过 20%。近几年由于游客的大量涌入，园区的承载能力受到较大的考验，节假日园区内餐饮门店一位难求也限制了公司发展。新的豫泰确诚商业广场开业将大大缓解园区压力，也有望借助迪斯尼开业实现快速盈利。

### 盈利预测

预计 2014-2016 年公司实现净利润 9.24、10.12 和 12.46 亿元，YoY 下降 5.72%，增长 9.48% 和 23.1%，EPS 分别为 0.64、0.7 和 0.87 元，对应动态 P/E 为 20.7、18.9 和 15.4 倍，给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	16604	20298	22523	17989	19788	22757
经营成本	14775	18627	20641	15975	17612	19798
营业税金及附加	169	164	227	156	188	216
销售费用	433	461	579	533	633	683
管理费用	511	485	507	434	455	523
财务费用	218	216	207	182	178	205
营业利润	992	1099	1237	1109	1243	1532
营业外收入	67	51	49	72	50	60
营业外支出	13	15	17	3	2	3
税前利润	1047	1135	1269	1178	1291	1589
所得税	141	136	241	224	258	318
少数股东权益	51	31	48	29	21	25
净利润	855	968	981	925	1012	1246

## 附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1514	2007	1774	2450	2860	2936
存货净额	5094	3312	4737	4500	4590	4820
应收帐款净额	1014	646	587	645	710	781
流动资产合计	7690	6018	8621	9195	9761	10137
长期投资净额	3301	3807	3780	3855	3933	4011
固定资产合计	907	922	990	1040	1092	1146
在建工程	126	152	1	76	606	1334
其他非流动资产合计	234	255	306	312	318	324
非流动资产合计	4569	5136	5076	5283	5949	6816
资产总计	12259	11154	13697	14478	15709	16953
流动负债合计	4569	2643	4489	3940	4324	4472
长期负债合计	2349	2156	2093	2198	2307	2423
负债合计	6918	4800	6582	6138	6632	6895
少数股东权益	250	526	544	573	593	619
归属于母公司所有者权益	5091	5828	6572	7195	7891	8821
股东权益合计	5340	6354	7116	7768	8484	9440
负债和股东权益总计	12259	11154	13697	14478	15709	16953

## 附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	-1088	1658	649	682	716	752
投资活动产生的现金流量净额	-63	136	-623	-499	-748	-898
筹资活动产生的现金流量净额	155	-1299	-259	492	443	222
现金及现金等价物净增加额	-997	494	-233	675	411	76

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。