

零售

# 豫园商城 (600655)

增持

报告原因: 公司公告

投资收益成为 09 年最大亮点

调低评级

2010 年 04 月 09 日

公司研究/公司点评

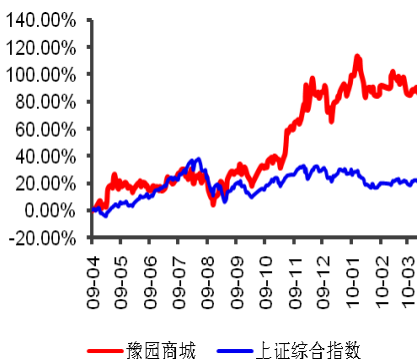
市场数据: 2010 年 04 月 08 日

收盘价(元)	30.28
一年内最高/最低(元)	31.49/15.02
市净率	6.09
息率(分红/股价)	0.26%
A 股流通市值(亿元)	242.75

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2009 年 12 月 31 日

每股净资产(元)	4.99
资产负债率%	52.35
总股本/流通 A 股(万)	79851/79851
流通 B 股/H 股(百万)	-/-



分析师 曹玲燕

联系人

樊慧远

Email: [fanhuiyuan@sxzq.com](mailto:fanhuiyuan@sxzq.com)

Tel: 010-82190365

MSN: [fanhuiyuan@hotmail.com](mailto:fanhuiyuan@hotmail.com)

地址: 北京市海淀区大柳树路 17 号 富海大厦 808

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

## 公告内容

公告内容。公司 09 年实现营业收入 82.56 亿元, 同比增长 5.1%; 实现利润总额 5.72 亿元, 同比增长 32.37%; 实现归属上市公司股东的净利润 4.81 亿元, 同比增长 46.54%; 实现基本每股收益 0.6 元; 利润分配预案为拟每 10 股送 5 股、派发现金红利 0.8 元(含税)。

## 投资要点

- **公司经营状况分析。**公司 09 年综合毛利率达到 15.08%, 比 08 年提高 0.46 个百分点。公司 09 年三项费用率达到了 9.74%, 比 08 年下降 0.63 个百分点, 其中销售+管理费用率达到了 7.84%, 比 08 年略高 0.09 个百分点; 财务费用率达到了 1.9%, 比 08 年下降 0.72 个百分点, 主要原因是 1) 公司 09 年平均日贷款余额比去年同期减少; 2) 09 公司全年平均贷款利率低于 08 年平均水平。
- **黄金饰品业务。**09 年黄金饰品业务实现营业收入 62.15 亿元, 同比增长 12.28%, 毛利率达到了 9.68%, 比 08 年增加 0.61 个百分点。公司黄金业务在全国布网总量达到了约 1100 家。公司将加大在上海和华东地区的布局, 预计 3-5 年内直营门店将从当前 60 家扩张到 200 家, 市场分额和品牌知名度将获得进一步提升。近年来, 公司侧重发展加盟批发业务模式, 拉低了黄金饰品业务的毛利率。金条占豫园黄金饰品业务的比重较大。公司旗下品牌老庙金条的优势在于其金条上漂亮的图案设计, 属于工艺型金条, 目前公司正在积极做一些设计和渠道上的创新。公司目前的黄金饰品销售方式为计量销售, 附加值较低, 远景计划为按件销售, 黄金业务毛利率还有上升空间。
- **餐饮业务。**09 年餐饮业务实现营业收入 4.16 亿元, 同比下降 2.66%, 毛利率达到了 64.08%, 比 08 年增加 3.66 个百分点。公司餐饮业诸多传统品牌在国内外知名度高, 毛利率也较高。餐饮业旗下品牌南翔小笼已在东南亚拥有 15 家海外门店, 未来该品牌将启动国内连锁经营, 3-5 年全国将新开 60-90 家门店。



- **医药业务。**09 年医药业务实现收入 4.3 亿元，同比增长 12.07%，毛利率达到 17.74%，比 08 年减少 2.07 个百分点。医药业务新开童涵春堂直营连锁药店 6 家，公司医药业务未来三年的计划为新开 50 家店，争取建成覆盖上海市的销售网络。
- **百货及服务业务。**09 年百货及服务业务实现营业收入 1.11 亿元，同比下降 9.43%，毛利率达到 62.67%，比 08 年增加 0.97 个百分点。09 年公司百货业务在上海市内新开 4 家连锁店，集中在豫园旅游区内，08 年开始对品牌进行了调整，适当提高了定位，毛利率还有小幅提升空间。
- **地产业务。**09 年地产业务实现营业收入 3.43 亿元，同比下降 36.28%，毛利率达到 33.96%，比 08 年增加 13.51 个百分点。公司为避免与复兴集团旗下地产品牌的同业竞争，住宅地产开发可能在未来逐渐退出，以豫泰商业基地等商业地产开发为主。
- **投资收益对利润贡献高达 45%左右。**09 年公司由于新增加了 10.91% 的招金股权，加之国际市场黄金价格高位运行、招金公司加大对黄金储量的勘探，导致豫园对招金矿业的投资收益达到 1.93 亿元，占到公司营业利润的 34.96%；由于 09 年证券市场行情度较高，公司参股的德邦证券投资收益为 5800 万元，占到公司营业利润的 10.51%，这部分股权于 2010 年出售后，公司将寻找新的投资项目。
- **世博将会是公司 2010 年最大看点。**1) 2009 年 4 月，公司下属全资子公司上海老城隍庙餐饮有限公司正式获得 2010 年上海世博会 C07 地块 2600 平方米美食广场的经营资格，截止到目前上海老城隍庙餐饮（集团）有限公司自营及受世博局委托管理的餐饮场地合计面积近 9000 平方米。2) 公司下属的上海老庙黄金有限公司被授权“上海世博会贵金属特许产品经营企业”，上海老庙黄金有限公司下属 35 家零售店已获批为“上海世博会特许零售店”。同时上海老庙黄金有限公司与上海世博会有关部门签订了《上海世博会园区公共区域零售服务商协议》，获批入住世博园区内开设特色专卖店。公司的上海亚一金店有限公司下属 4 家零售店也获得世博特许贵金属制品零售许可资质。公司下属的上海老城隍庙五香豆食品有限公司成为世博会特许产品生产商资格。
- **未来业绩增长点。**1) 2009 年 12 月底公司成为浙江国旅集团旅游股份有限公司第二大股东，抓住了旅游业的投资机遇，将为公司介入

旅游产业的发展带来积极作用。2) 公司参股 30% 的武汉东湖国际广场项目, 已顺利完成一期 10 万平方米的土建和安装工作, 其中已完成 9 万平方米房屋销售任务, 2010 年将开始贡献收益。3) 我们相信后世博会效应将对“汉堡——上海欧洲旅游中心”项目形成长期利好。4) 未来公司将加大对商业物业的投资, 预计 5 年内商业物业面积总计将增至约 25-30 万平米。

- **投资建议。**我们看好公司的地缘优势和独特的经营模式, 也看好世博会带给公司的巨大商机和交通改善、品牌知名度提高等“后世博”效应。我们预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.78 元、0.87 元和 0.99 元, 动态 PE 分别为 38 倍、35 倍和 31 倍, 给予“增持”评级。
- **风险因素。**1) 由于公司主营商业, 经营主要处于豫园旅游商业区, 宏观经济波动将对公司的整个经营带来不确定因素, 造成影响。2) 黄金珠宝是公司的重要产业之一, 黄金价格波动的影响也将对公司的经营产生一定的影响。3) 世博会来沪旅游人流大幅低于预期。4) 黄金饰品业直营门店、南翔餐饮外地扩张步伐减缓。

表 1: 盈利预测表 (百万元)

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	7,856	8,256	9,576	10,734	12,198
减: 营业成本	6,707	7,011	8,140	9,124	10,368
营业税金及附加	134	123	134	150	171
销售费用	259	267	306	343	390
管理费用	350	380	383	429	488
财务费用	206	157	192	215	244
资产减值损失	-0	11	10	11	12
三、投资净收益	146	272	306	343	390
四、营业利润	351	552	718	805	915
加: 营业外收入	85	22	24	27	30
减: 营业外支出	4	2	3	3	4
五、利润总额	432	572	739	829	942
减: 所得税	65	64	84	94	106
六、净利润	367	508	656	735	835
减: 少数股东损益	38	26	33	37	42
归属于母公司所有者的净利润	329	481	623	698	794
七、每股收益:	0.45	0.60	0.78	0.87	0.99

资料来源: 公司公告、山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。