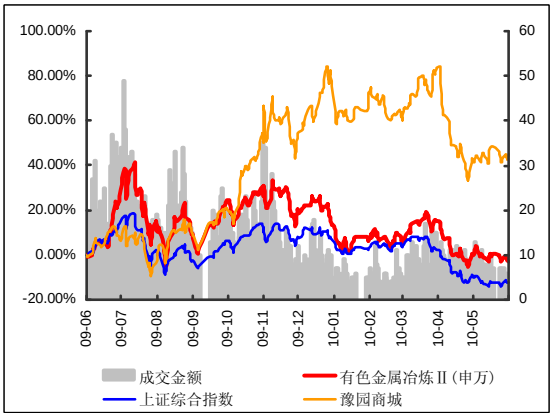
评级：谨慎推荐（首次）

2010 年 7 月 7 日

参股金矿企业，利润来源集中

——豫园商城（600655）



市场数据：	2010 年 7 月 6 日
行业分类：	有色金属
上证指数：	2409
沪深 300：	2562
有色板块：	4430
豫园商城：	21.42

研 究 员：高天成

电　　话：（0351）4131415

E mail：gaotc@dtsbc.com.cn

地　　址：山西·太原·青年路8号

邮　　编：030001

网　　址：http://www.dtsbc.com.cn

投资要点：

公司利润主要来源招金矿业和上海老庙黄金 2009 年度公司实现营业收入 82.56 亿元，同比增长 5.10%；实现营业利润 5.52 亿元，同比增长 57.29%；实现利润总额 5.72 亿元，同比增长 32.37%；实现净利润 4.815 亿元，同比增长 46.54%。公司净利润的 70%以上来源于招金矿业和上海老庙黄金两家企业，算上 2009 年德邦证券的 12.07%净利润贡献，公司本部及其他净利润合计只占 17%。

被动转让德邦证券，投资收益将受影响 目前，公司对德邦证券有限责任公司的出资比例为 32.7293%，2009 年净利润 1.77 亿，为公司贡献投资收益 0.58 亿元，占公司净利润比例为 12.07%。公司于 2010 年 4 月 8 日签署了转让上述德邦证券有限责任公司 32.7293%股权。本次转让对公司净利润将有 10%左右的影响。

五一旺销 二季度业绩可期 五一期间，老庙黄金销售额达到 5400 万元，同比上升均超 30%。近期全国各地的数据也显示黄金珠宝迎来了新一轮销售高峰。虽然金价不断攀高，但消费热情不减，如果金价能够平稳运行，黄金首饰的消费增长应该会持续。

投资分析 影响公司盈利的主要因素是招金矿业的盈利情况和黄金消费水平。招金矿业受黄金价格影响，消费水平要关注中国的经济增长和实际消费能力。整体看，黄金价格的变化是影响公司利润的核心要素。如果金价维持在 1200 美元/盎司，那么公司每股收益可达 0.8 元-1 元，按 25-30 倍市盈率计算，公司价格应该在 20-30 元附近比较合适。公司股票目前价格在 21 元左右，暂时给予“谨慎推荐”评级。

风险提示 1. 黄金价格波动的影响对公司的经营产生一定的影响。2. 公司 40%的净利润来源于招金矿业，招金矿业的业绩波动将直接影响公司的业绩。

目录

公司简介 ---------- 2
主营业务分布 ---------- 3
三项费用略低于行业平均水平 ---------- 4
公司利润主要来源招金矿业和上海老庙黄金 ---------- 5
被动转让德邦证券，投资收益将受影响 ---------- 6
世博将把豫园品牌“流传”全球 ---------- 7
五一旺销 二季度业绩可期 ---------- 8
战略投资旅游地产项目 ---------- 8
投资分析 ---------- 9
风险提示 ---------- 9

图表目录

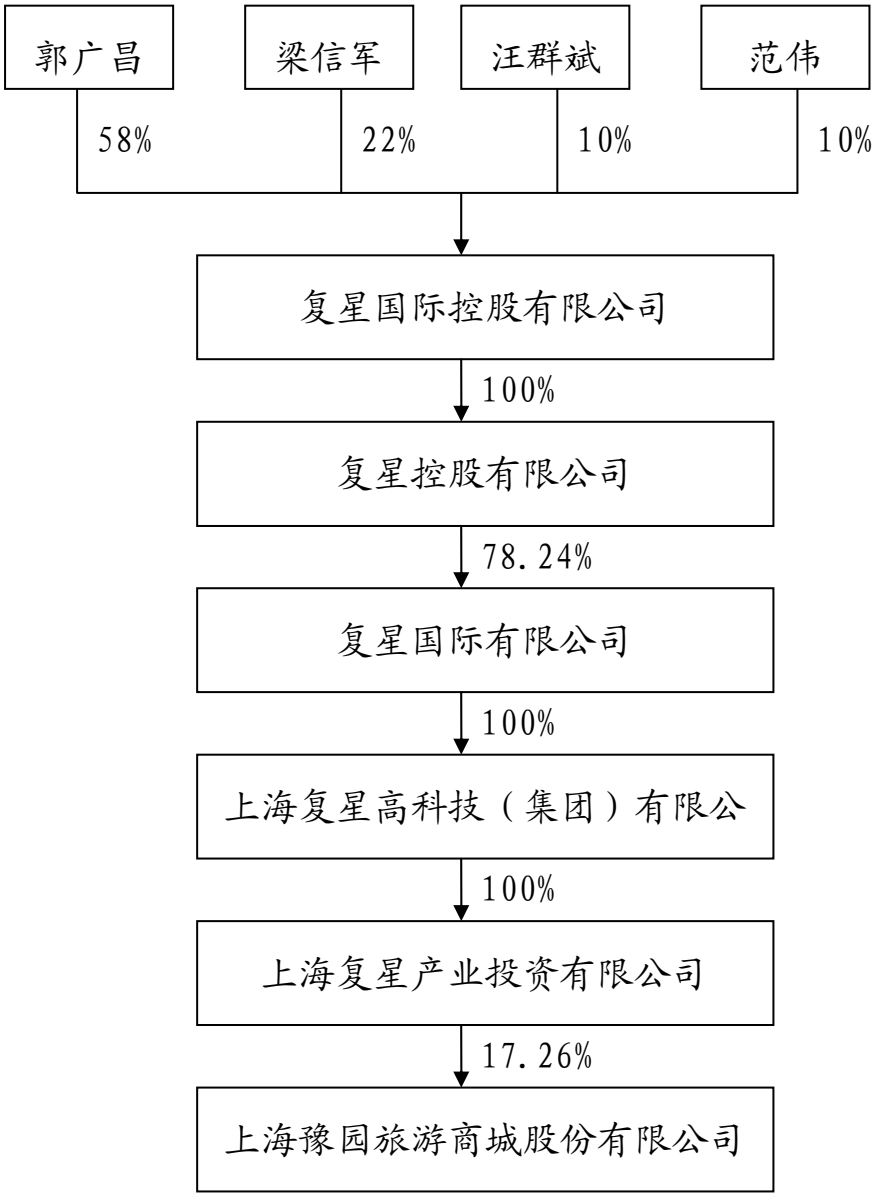
图表 1. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 2
图表 2. 公司业务种类 3
图表 3. 公司主要业务收入分布（2009） 4
图表 4. 三项费用比较 4
图表 5. 公司净利润来源分布 5
图表 6. 国际黄金价格走势（美元/盎司） 5
图表 7. 转让前德邦证券股权结构： 6

公司简介

豫园商城源于150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。

公司是1992年5月13日采用募集方式设立的股份有限公司，并于1992年9月2日在上海证券交易所上市交易。公司的母公司为上海复星产业投资有限公司，上海复星产业投资有限公司的实际控制人为郭广昌。公司可能是A股上市公司中股权关系链最长的企业，从实际控制人到股份公司，中间经过5家控股公司。

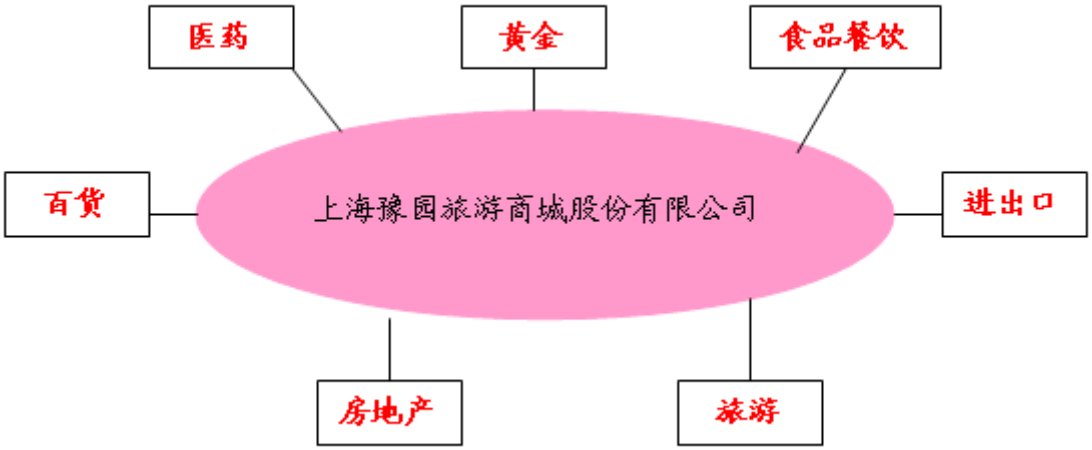
图表 1. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



主营业务分布

公司主营业务涉及黄金饰品销售、传统中式餐饮、中医药生产销售等领域。其中最主要的黄金首饰业务包含金银饰品、铂金饰品、钻石饰品、珠宝玉器、工艺美术品的销售。公司稳步推进自营企业和自主品牌的对外拓展，实现企业可持续发展的盈利能力。公司参股控股的公司已经拓展到旅游、房地产等领域，公司已经定位于走多元化道路。

图表 2. 公司业务种类



资料来源：大同证券研究部

黄金珠宝首饰连锁是公司发展最快、市场占有率最高的核心业务。2005 年豫园地区被授予“中国黄金珠宝第一城”称号，成为全国最大的黄金珠宝销售中心。公司拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个连锁品牌。在经营方式上，豫园老庙黄金和亚一金店采用直营、特许经营和经销代销三种模式，市场扩张速度较快。2008年底，公司已拥有56个直营连锁店，324家加盟店，550余家经营网点，目前黄金板块在全国布网总量达到约1100家，已形成以上海为主，覆盖浙江、江苏、江西、安徽和山西等省城的市场网络。近两年公司黄金首饰年均复合增长率在40%左右。

餐饮业为公司第二大稳定的利润来源。公司在特色餐饮、文化餐饮领域的地位遥遥领先。2008 年度，公司餐饮业务营业收入为4.27亿元，2008年底，南翔馒头在海外分店超过14家，足迹遍布日本、韩国、新加坡、印尼、香港和马来西亚等地。

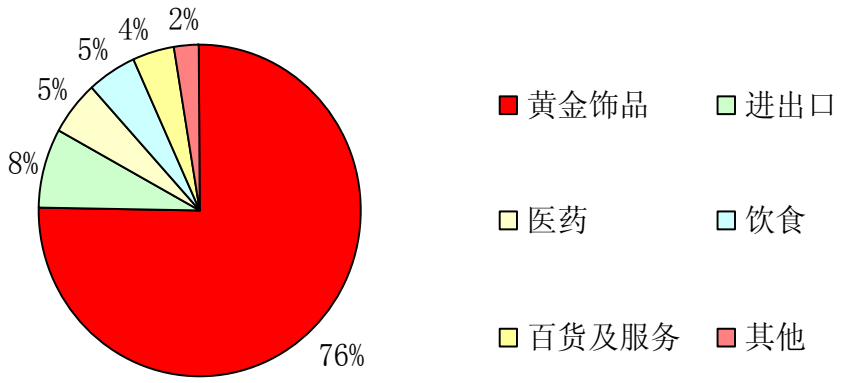
医药业务方面，公司拥有的“童涵春堂”品牌从清朝乾隆年间创立至今，已有400多年历史，“童涵春堂”注册商标是上海市著名商标，在我国江南地区乃至全国都具有广泛的知名度和市场认可度。公司医药板块目前已在市内外拥有26家直营连锁门店，7家加盟店，品牌销售专柜27个，在上述连锁网点内开

设了9个医保定点网点。

公司黄金业务收入占比76%，进出口业务收入占比8%，医药收入占5%，饮食收入占5%，百货收入占4%。

2010一季度豫园商城实现营业收入28.63亿元，同比增长13.7%。净利润1.91亿元，同比增长19.43%；基本每股收益0.239元，同比增长19.5%；扣除非经常性损益后基本每股收益为0.221元，同比上涨了45.39%。一季度业绩增幅明显，期待二季度平稳增长格局的到来。

图表 3. 公司主要业务收入分布（2009）



资料来源：公司年报

三项费用略低于行业平均水平

公司2009年销售费用和管理费用有小幅增加，财务费用大幅降低，财务费用比上年同期减少4,902.08万元，同比下降23.84%，主要由于平均贷款余额减少所致。公司三项费用合计占比8.8%，低于黄金行业平均水平为，在黄金加工及商业零售类中居于中等水平。

图表 4. 三项费用比较

	豫园商城	老凤祥	潮宏基
销售费用	3.23	1.51	17.2
管理费用	3.06	1.16	2.99
财务费用	1.88	0.46	0.52
合计	8.17	3.13	20.71

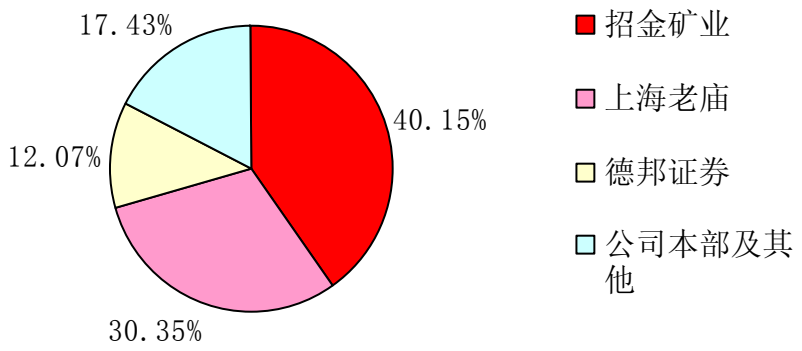
资料来源：大同证券研究部

公司利润主要来源招金矿业和上海老庙黄金

2009年度公司实现营业收入82.56 亿元，同比增长5.10%；实现营业利润5.52亿元，同比增长57.29%；实现利润总额5.72亿元，同比增长32.37%；实现净利润4.815亿元，同比增长46.54%。

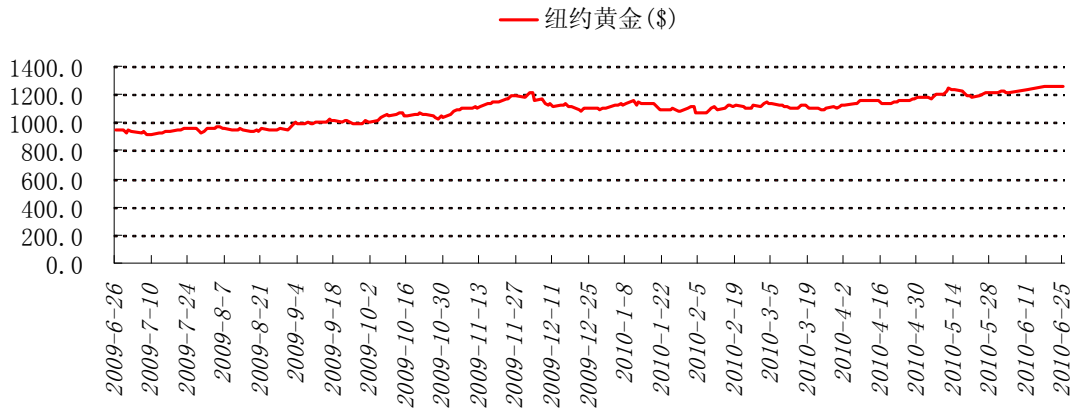
然而，公司净利润的70%以上来源于招金矿业和上海老庙黄金两家企业，算上2009年德邦证券的12.07%净利润贡献，公司本部及其他净利润合计只占17%。

图表 5. 公司净利润来源分布



资料来源：公司年报 大同证券研究部

图表 6. 国际黄金价格走势（美元/盎司）



资料来源：大同证券研究部

招金矿业股份有限公司 招金矿业是中国领先的黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一，注册资产为14.57亿元，公司参股26.18%。招金矿业共拥有约为338吨黄金矿产资源量和约218吨可采黄金储量。2009年，招金矿业生产黄金19.5吨，其中，矿产黄金产量为11.3吨，黄金冶炼及加工完成了8.2吨。与此同时，公司全面加强成本管理与控制，深入开展对标管理工作，黄金生产成本进一步下降。产量的增加和良好的成本控制，共同构成了业绩强劲增长的动力。

2009年，招金矿业平均黄金销售价格较去年上升约15.3%，达到了221.65元/克(约1010美元/盎司)。

2006年12月8日在香港联合交易所有限公司主板上市，截至2009年12月31日，招金矿业实现收入27.97亿元(人民币)，比上年同期增长29.93%；实现毛利14.49亿元，比上年同期增长34.2%；净利润为7.51亿元，同比增长39.62%。公司的毛利率、净利率分别达到51.82%和26.86%，同比分别提高1.66个百分点和1.86个百分点。

2009年招金矿业为公司贡献1.93亿，占公司净利润40.15%。未来，金价如果能持续上涨，净利润贡献比例将会继续增加。

上海老庙黄金有限公司 上海老庙黄金主要业务为商业、加工等，注册资本 8,500.00万，公司控股95%，老庙黄金截至08 年底共拥有直营店40家，加盟店268 家，而店面总数约为778家。2009净利润15,380.11万，为公司贡献1.46亿，为公司净利润的30.35%。

被动转让德邦证券，投资收益将受影响

德邦证券成立于2002年5月，注册资本人民币100,800万元，截至2009 年10 月31 日，德邦证券资产总额为591,787.37万元，负债总额为450,449.37万元，净资产为141,338万元。目前，公司对德邦证券有限责任公司的出资比例为32.7293%，2009年净利润1.77亿，为公司贡献投资收益0.58亿元，占公司净利润比例为12.07%。

公司转让德邦证券实属无奈，主要源于中国证监会认为豫园商城存在外资间接持有证券公司股权的情况，豫园商城及其第一大股东上海复星产业投资有限公司（以下简称复星产投）直接或间接持股德邦证券，不符合相关规定，要求对这部分持股进行清理，否则，德邦证券将无法进行新业务，新营业网点的开展。

图表 7. 转让前德邦证券股权结构:

序号	股东名称	持股比例
1	上海兴业投资发展有限公司	56.91%
2	上海豫园旅游商城股份有限公司	32.73%
3	沈阳恒信国有资产经营有限公司	7.37%
4	丹东市国有资产经营中心	2.56%
5	抚顺市融达投资有限公司	0.43%
6	本次交易标的为本公司持有的德邦证券	32.7293%

合计	100%

资料来源：大同证券研究部

公司采用网络竞价的方式经十轮竞拍最终确定受让人为上海兴业投资发展有限公司。并于2010年4月8日签署了转让上述德邦证券有限责任公司32.7293%股权《产权交易合同》，转让价格为55,060.45万元（截止2009年10月31日投资成本33,082.29万元，账面值为46,206.13万元）。本次股权转让的产权交易尚需获得相关监管部门的批准后方可生效。

截止2009年10月31日。德邦证券股东全部权益价值为人民币152,953.01万元，评估增值11,615.01万元。公司持有的德邦证券有限责任公司32.7293%股权相对应的评估价值为50,060.45万元。

上海兴业投资发展有限公司 该公司法定代表人郭广昌，是公司的实际控制人，为关联交易方。截止2009年12月31日，该公司总资产达72.11亿元，净资产达16.85亿元，资产负债率77%，2009 年度净利润2.15亿元。2009年3月，复星产投将所持19.7%的德邦证券股权转让给关联企业上海兴业发展，随后，上海兴业发展又从其它股东处收购了部分德邦证券股权，此次转让前兴业投资持有德邦证券56.91%，为德邦证券第一大股东。

本次股权转让完成后，公司将不再持有德邦证券的股权。因此，公司将不再享有德邦证券的投资收益，本次转让对公司净利润将有10%左右的影响。

世博将把豫园品牌“流传”全球

特许商品供应商 2009年4月，公司下属全资子公司上海老城隍庙餐饮（集团）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。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。

世博带来豫园旅游商机 豫园是离世博园区最近的旅游游览地，世博期间游览人数很可能创新高。届时，豫园将在世博园区内免费发放豫园商圈地图，吸引游客观光游览。豫园五香豆作为上海特色小食，将以手信的形式成为世博观光游客回家馈赠友人的礼品，从而将豫园品牌流传到全国各地，甚至是全球各地。此外，通过参与世博各项活动，豫园将有渠道接洽到园区内各个表演团体，有机会邀请他们到豫园商城内表演，搭建豫园夜市雏形，从而使得豫园由此前的“小商品集散地”转变为“上海旅游文化新名片”。

预计2010年上海世博将带来7000万的人以上游客，新增消费约2500亿元，估计外地和海外游客来上

海，因此2010年豫园的世博受益程度最大。

五一旺销 二季度业绩可期

五一期间，老庙黄金销售额达到5400万元，同比上升均超30%。

近期全国各地的数据也显示黄金珠宝迎来了新一轮销售高峰。广州各大商场的畅销商品，“五一”假期里，广州黄金珠宝产品销售同比增长近25%；银川老百货大楼、华联商厦等几大卖场，3天累计销售8800多万元，黄金珠宝类销售额同比增长13.45%左右，各类消费品中金银珠宝类呈俏销局面；兰州黄金市场呈现十分鲜明的亮点，无论是几年前进入市场的品牌，还是2009年、2010年新进入市场的品牌，都受到消费者的青睐；江苏省的南京、连云港、徐州、淮安、盐城等城市，黄金珠宝销售也呈现旺销态势；南京中央商场等14家百货店实现销售收入2.28亿元，同比增长17.7%，金银珠宝销售增长27.9%；连云港市黄金珠宝销售同比增长32.6%；淮安市区各大珠宝商场客流普遍增50%；盐城黄金珠宝销售增长了35.6%。

国家统计局公布的金银珠宝类零售总额（限额以上）增速从2003年开始进入高速增长阶段，2003年至2006年的增速分别为12.70%、31.70%、18.30%和27.20%，四年的复合年均增长率为22%。根据行业协会的估计，2006年我国珠宝玉石首饰销售额已经突破1,600亿元，是仅次于日本和美国的世界第三大珠宝市场。今年2010年中国珠宝年销售将达到2,000亿元，将成为全球最具竞争力的珠宝首饰加工和消费中心。

目前黄金首饰消费处于上升周期，虽然金价不断攀高，但消费热情不减，如果金价能够平稳运行，黄金首饰的消费增长应该会持续，毕竟中国人均消费远低于发达国家，在我国经济增长带来生活质量改善的同时，黄金消费是人们享受经济发展的一个必然过程。预计二季度公司业绩将会有不错表现。

战略投资旅游地产项目

房地产项目：

住宅房产方面，公司主要依托豫园房产展开项目投资，上海豫园商城房地产发展有限公司1994年成立。公司目前的地产项目为武汉中北，项目公司的股权架构为：豫园房产持股30%；复地投资持股70%。双方按照30%：70%比例承担项目公司的投资。由于公司前期投入已逾10亿元，复地投资应归还公司前期投资中超过30%持股的部分，截至2007年12月31日，该款项已收回。借助于复地投资在房产开发上的资金实力和管理经验，豫园房产在“武汉中北”项目上的资金压力将得到明显缓解。

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，达到了年度项目公司制订的建设和销售计划进度。

“汉堡——上海欧洲旅游中心”（简称汉堡项目）通过店庆优惠和中国文化体验活动吸引了大量德

国市民，广泛弘扬了民族文化、宣传了豫园品牌，稳步发展，整体呈现上升趋势。

旅游项目：

2009年12月底以战略投资的形式，间接参股了浙江国旅集团旅游股份有限公司，成为其第二大股东。既顺应了年末出台的《国务院关于加快发展旅游产业的意见》要求，也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。不过，目前地产旅游在公司收入中占比较小，不到5%。

投资分析

影响公司盈利的主要因素是招金矿业的盈利情况和黄金消费水平。招金矿业受黄金价格影响，消费水平要关注中国的经济增长和实际消费能力。整体看，黄金价格的变化是影响公司利润的核心要素。如果金价维持在 1150 美元/盎司，公司每股收益可达 0.8 元-1 元，按 25-30 倍市盈率计算，公司价格应该在 20-30 元附近比较合适。公司股票目前价格在 21 元左右，暂时给予“谨慎推荐”评级。

风险提示

1. 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。而且，黄金价格受国际机构投资者影响尤为明显。
2. 公司40%的净利润来源于招金矿业，招金矿业的业绩波动将直接影响公司的业绩，而招金矿业的业绩主要受金价影响。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6¯12个月内，股价表现优于市场基准指数20％以上
	谨慎推荐	预计未来6¯12个月内，股价表现优于市场基准指数10％¯20％
	中性	预计未来6¯12个月内，股价波动相对市场基准指数-10％¯+10％
	回避	预计未来6¯12个月内，股价表现弱于市场基准指数10％以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6¯12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6¯12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6¯12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：＋－ 号代表股票评级的微调

注4：基准指数为沪深300指数

免责声明:

1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。