



## 世博效应明显，全年业绩可期

——豫园商城（600655）2010年中报点评

2010年8月30日

推荐/维持

豫园商城

财报点评

银国宏	S1480207120048
联系人：高坤	零售行业分析师 <a href="mailto:gaokun@dxzq.net.cn">gaokun@dxzq.net.cn</a> 010-66507320

### 事件：

公司于8月28日公布了2010年中期报告。报告期共实现营业收入56.70亿元，比上年同期增长了26.09%；实现利润总额4.89亿元，同比增长了32.60%；实现净利润3.86亿元，同比增长28.13%，每股收益0.48元，基本符合我们全年除权前0.91元的预期。

### 公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	7,855.58	2,518.11	4,496.91	6,512.69	8,256.20	2,862.50	5,670.16
增长率（%）	-59.06	3.92	47.81	58.06	57.29	33.59	30.72
毛利率（%）	14.62	13.32	14.05	14.32	15.08	15.43	15.43
期间费用率（%）	10.37	7.81	8.33	8.95	9.74	7.45	8.1
营业利润率（%）	4.47	7.33	7.91	7.03	6.68	8.61	8.2
净利润（百万元）	366.99	168.36	317.17	424.61	507.84	217.29	413.79
增长率（%）	-56.78	15.01	29.41	45.05	46.54	19.43	28.13
每股盈利（季度，元）	0.45	0.22	0.38	0.51	0.60	0.24	0.48
资产负债率（%）	55.96	54.44	50.87	53.32	52.35	52.58	54.87
存货周转率（%）	4.48	1.47	2.84	3.57	4.18	1.41	2.9
应收帐款周转率（%）	52.18	19.19	31.2	35.54	63.44	19.25	43.99

### 评论：

#### 积极因素：

- 餐饮食品经营业绩提升明显。**在公司主营的八大业务板块中，上半年收入增速最快的分别是饮食56.84%的增速、工艺品44.39%的增速、食品37.08%的增速。这与我们之前提出的世博前、中、后期受益板块轮动效应相对应，饮食食品是豫园和世博园的双重叠加效应所致，而工艺品则是豫园区内的消费主导：城隍庙餐饮集团在世博园区内自营与委托管理的场地运行至今经济效益和社会效益名列前茅；内圈老城隍庙食品商店、梨膏糖商店均开设世博特许食品专柜，世博五香豆产品在世博园区内外新增50多家网点；工艺品公司与沪赣艺术家联手举办第二届“陶艺非凡”国瓷艺术品现场创作展示活动，上半年艺术品拍卖金额实现两倍增长。

从各业务板块的盈利能力来看，毛利率最高的饮食毛利率由于CPI的高企和相关营销活动下降1.62个百分点，食品增加则0.8个百分点；毛利率同样维持在60%以上的百货及服务受益于整个园区内商品结构提升

，毛利率增加2.42个百分点。报告期内完成的王大隆、上海筷子店、阿拉喜铺、丽云阁等4家自营门店的包装设计，以及在南京东路、福建中路新开设上海印象加盟店更是为公司大零售范畴品牌的提升，盈利能力的进一步提升奠定了基础。

- **黄金连锁保持快速增长。**上半年黄金饰品营业收入同比增加23.36%，新发展加盟店27家，加盟柜30家，连锁公司新增2家分店和2家专柜，进一步完善了上海市内连锁销售网络，同时通过拓展电视购物世博金条新品种，挖掘新的销售增长点。具体而言，公司黄金业务的两大品牌老庙和亚一积极在世博期间拓展销售渠道：老庙黄金作为世博特约经销商，在世博园区内设立了专卖店，并且自行开发制作的17款世博产品在世博园区及全国40余家特许零售店内销售；亚一金店作为世博特许商品的生产商和零售商，不断推出各类世博特许贵金属产品，并且将旗下所有连锁、加盟店都纳入到世博特许商品零售系统中，最大限度地扩大销售渠道。但同时上半年金价的大幅攀升，使得黄金销售的毛利率微幅下降0.2个百分点。
- **商旅联动积极延伸服务产业链。**产业链的横向拓展主要继续加大医药保健推广力度和餐饮主题营销活动，这两块业态合计收入占比10%以上，仅次于主要的收入来源黄金板块。中医药业童涵春堂新开发的罐装“青春宝保健凉茶”在端午节期间全面上市，新开设品牌产品专卖店5家；文化传播公司湖心亭茶楼先后推出“新年祈福元宝茶”、“欢庆百年世博，感受百年茶楼”等营销活动，承办了“2010上海豫园国际茶文化艺术节”，全面提升“坊间印象”的品牌。产业链的纵向延伸上主要是依托房地产业务提高整体的盈利能力和商业销售现金流的资金使用效率，报告期内公司房地产业务毛利率增加46.8个百分点，豫园·雅郡(二期)和复地、东湖国际两个项目全年将带来一次性的收入增长。

**表 1：豫园参与房地产项目情况**

项目名称	竣工时间	项目总投资(万)	总面积	项目总收入(亿)	毛利率
豫园·雅郡(一期)	2008.12	9200	28,011	1.14	19.6%
豫园·雅郡(二期)	2010.1	9300	30,648	1.57	40.63%
豫园·雅郡(三期)	2011.1	9500	30,000	-	-
复地·东湖国际	2010	67313.5	140,126	10.32	34.77% (不并表)
豫泰项目	--	170000	50000	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：豫泰项目土地面积1万平方米，建筑面积3万平方米，地下1-2万平方米，总共约5万平方米，正在积极拓展临近确诚基地的地块，如果接洽顺利，面积将翻番至10万平方米

#### 消极因素：

- **股权投资占比较大带来一定风险。**公司的投资收益净额与摊薄的每股收益呈现明显的同步性。参股公司招金矿业股份有限公司今年继续加大地质探矿力度增加黄金产量，同时国际金价较去年同期上涨，使得其效益较去年同期上升，上述因素使得其对公司净利润的影响较去年同期大幅增加。贡献投资收益1.48亿元，占公司净利润的38.44%；而同时包括白猫股份、广电信息、申能股份、东方明珠在内的股权投资上半年总体亏损65.82万元；2010年8月17日，中国证监会核准了德邦证券32.73%的股权转让，但有关该项股权的工商变更手续仍在进行中。截至报告期，公司预收上海兴业投资发展有限公司转让德邦证券相应股权款金额为5.5亿元。

#### 业务展望：

- **世博终点奠定公司各项品牌业务全新起点。**5.28平方公里的世博园，246个国家和国际组织，4000多万的参观游客，人均停留超过10个小时。根据预测，未来两个月，世博园将迎来更大客流挑战，高峰期单日游客量可能超过园区设计的60万最大客流量。无论是对于公司世博园区内的专区还是豫园内的消费都起到了良好的助推效应。公司上半年的业绩增长已经较好的反应出了世博效应对公司各项业务的全面拉动，在全年业绩基本维持在30%的基础上，关注的焦点集中在“后世博”期间公司是否能持续发挥世博的余热并能充分利用世博对公司老庙、亚一、童涵春、绿波廊、南翔、湖心亭等众多品牌的推广渠道获得进一步的品牌溢价，加强营销，从而将世博的重点变成公司黄金、餐饮食品等业务全面突破的新起点。

此外，2010年公司投资主要方向是发挥公司产业优势，继续做大做强黄金珠宝业、餐饮业、商业地产、医药业，同时在商业连锁、旅游、消费品业持续发现和挖掘投资机会，相关的战略投资和股权投资也将为公司带来一定的投资收益。

- **进可攻退可守的黄金主业。**公司黄金饰品的收入占比维持在75%以上。黄金业务具备攻守兼备的特点：一方面，黄金的投资品特性决定了价格与销量的正向关系，另一方面，黄金的消费属性，又使得价格与终端消费呈反向格局。虽然从中期趋势来看，由于美国经济局势很难在短期内得到改观，因此金价也将得以获得足够的上行动力，可能对黄金业务的毛利率带来压力。但从今后黄金业务的发展战略来看，公司将直营店作为南方及中西部市场的基地来大力进行品牌扩张，加盟店也会在发展潜力较大的城市与知名零售商进行合作；为突破公司目前黄金业务毛利率较低的格局，公司也将纵深拓展产品线及产品结构，不排除收购铂金工艺较好的日资企业作为产品定位的突破口。无论作为投资品还是消费品来看，量增的同时会一定程度上平滑盈利的下滑。

### 盈利预测及投资建议：

公司作为多元化的践行者，从趋势因素看，将充分分享世博的通道经济；从价值因素看，公司的区域、业务及战略优势也极具潜力。我们预测公司2010-2011年的EPS分别为0.9元和1.2元，除权后对应的EPS为0.51、0.66元，对应PE分别为28倍和21倍，具有一定估值优势，维持公司“推荐”的评级。

**表 2：盈利预测和估值**

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7855.6	8256.2	12200	15359.6
(+/-)%	39.38	5.10	47.77	25.90
经营利润 (EBIT)	614.87	728.76	812.6	998.49
(+/-)%	-39.73	18.52	11.50	22.88
净利润	328.55	481.47	726.19	942.86
(+/-)%	-56.78	46.54	50.83	29.84
每股净收益 (元)	0.45	0.60	0.91	1.18

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。