

金条销售增加导致毛利率下降

增持维持

3季报业绩低于预期，金条销售增加带来产品结构改变，销售毛利率下降

- 营业收入保持较快的增长，但毛利率突显下降。**受益世博及黄金价格上涨推动黄饰品销售的提升，豫园商城 1-3 季度实现营业收入 89.5 亿元，同比增长 37.4%；净利润 5.5 亿元，同比增长 28.5%。其中 3 季度实现营业收入 32.8 亿元，同比增长 62.8%，环比增长 16.9%；净利润 1.3 亿元，同比增长 22.7%，环比增长-32.9%；增收不增利主要是因为销售毛利率出现较大下降，Q3 销售毛利为 12.6%（其中 Q1 和 Q2 销售毛利率分别为 15.3%、15.4%）。销售毛利下降主要因为避险需求增加，带来销售毛利率较低的金条热销，导致产品结构改变。
- 3 季度期间费用有所下降。**3 季度三项费用率略有下降，合计 8.0% 较 2 季度下降了 0.8%。其中财务费用 3 季度减少 1873 万元，环比下降了 39.7%，主要因期间部分借款结构改变导致。

业绩展望及盈利预测：

- 4 季度收入保持谨慎乐观。**第 4 季度是行业旺季，今年十一黄金周\中秋双节长假，上海商务部抽样统计上海市 520 家 2010 年黄金周营业收入同比增加 24.4%，豫园及雁荡路销售的世博特许商品日销售额比平日增长 30%。同时，考虑世博会对 4 季度有 1 个月业绩贡献。我们认为公司黄金饰品销售及与豫园商圈密切相关的旅游、百货和餐饮的销售收入同比将较大提升，预计 4 季度单季收入 29 亿元。
- 4 季度销售毛利率下降趋势有望得到遏制。**金价继续走高，避险升温金条需求仍会增加，而餐饮和百货的毛利率相对稳定，我们判断 4 季度销售毛利继续大幅度下降可能较小。
- 业绩预测。**由于公司业绩低于预期，我们调低公司全年的盈利预测，预计 2010 及 2011 年 EPS0.46 元及 0.48 元。考虑到公司在黄金销售和餐饮的外延式扩张，我们维持“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7855.58	8256.20	11851.92	12893.40	14378.07
增长率	39.38%	5.10%	43.55%	8.79%	11.51%
母公司净利润	328.55	481.47	666.44	686.37	707.49
增长率	-56.78%	46.54%	38.42%	2.99%	3.08%
每股收益	0.229	0.335	0.464	0.478	0.492
市盈率 (P/E)	66.01	45.05	33.32	32.35	31.39

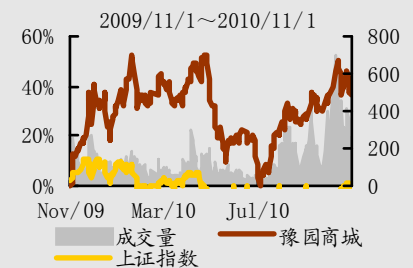
分析师

陈旭

电话：010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关研究

1 《宏源证券 * 公司研究 * 豫园商城：海派文化的集大成者 * 600655 * 商贸零售行业 * 陈旭 * 20101008》，2010.10

图 1：盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8256.20	11851.92	12893.40	14378.07	收益率	0	0	0	0
减：营业成本	7011.01	10194.47	11152.79	12494.68	毛利率	15.08%	13.98%	13.50%	13.10%
营业税金及附加	123.04	176.62	192.14	214.27	三费/销售收入	9.74%	8.60%	8.41%	8.36%
营业费用	267.48	379.26	412.59	460.10	EBIT/销售收入	8.63%	7.77%	7.18%	6.60%
管理费用	379.95	533.34	580.20	647.01	EBITDA/销售收入	9.85%	9.58%	8.82%	8.02%
财务费用	156.64	106.31	91.31	95.05	销售净利率	6.15%	5.99%	5.67%	5.24%
资产减值损失	11.08	0.00	0.00	0.00	资产获利率	0	0	0	0
加：投资收益	271.91	323.01	342.39	362.94	ROE	12.08%	14.48%	13.10%	12.00%
公允价值变动损益	-27.07	0.00	0.00	0.00	ROA	8.26%	10.97%	9.50%	8.97%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.45%	17.78%	13.93%	12.35%
营业利润	551.82	784.93	806.76	829.90	增长率	0	0	0	0
加：其他非经营损益	20.29	53.63	53.63	53.63	销售收入增长率	5.10%	43.55%	8.79%	11.51%
利润总额	572.11	838.56	860.39	883.53	EBIT 增长率	15.86%	29.24%	0.51%	2.58%
减：所得税	64.28	128.89	129.50	130.15	EBITDA 增长率	10.90%	39.59%	0.25%	1.36%
净利润	507.84	709.67	730.89	753.38	净利润增长率	38.38%	39.74%	2.99%	3.08%
减：少数股东损益	26.37	43.23	44.52	45.89	总资产增长率	16.77%	-2.65%	16.07%	8.67%
归属母公司股东净利润	481.47	666.44	686.37	707.49	股东权益增长率	26.05%	15.49%	13.81%	12.51%
					经营营运资本增长率	-2.33%	-34.19%	86.93%	-22.97%
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	资本结构	0	0	0	0
货币资金	1529.07	1613.65	1941.17	2861.69	资产负债率	52.20%	43.02%	43.93%	41.78%
应收和预付款项	909.93	735.26	1059.50	946.54	投资资本/总资产	47.67%	63.26%	63.39%	56.40%
存货	1824.02	1574.13	2143.47	2021.43	带息债务/总负债	22.79%	42.36%	47.43%	45.89%
其他流动资产	0.36	2.50	0.00	0.00	流动比率	1.43	1.89	2.29	2.44
长期股权投资	3111.12	3434.13	3776.52	4139.46	速动比率	0.82	1.13	1.33	1.59
投资性房地产	187.56	162.24	136.93	111.61	股利支付率	0.00%	7.36%	7.36%	7.36%
固定资产和在建工程	1033.90	855.30	676.70	498.10	收益留存率	100.00%	92.64%	92.64%	92.64%
无形资产和开发支出	4.95	1.56	0.00	0.00	资产管理效率	0	0	0	0
其他非流动资产	22.61	15.79	8.96	8.96	总资产周转率	0.96	1.41	1.32	1.36
资产总计	8623.52	8394.57	9743.25	10587.80	固定资产周转率	8.08	13.86	19.05	28.87
短期借款	1026.00	0.00	0.00	0.00		0	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1499.84	1550.93	1719.25	1862.50	应收账款周转率	63.40	110.97	85.35	105.33
长期借款	1530.00	1530.00	2030.00	2030.00	存货周转率	3.84	6.48	5.20	6.18
其他负债	445.40	530.74	530.74	530.74	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
负债合计	4501.23	3611.67	4280.00	4423.25	EBIT	712.41	920.71	925.41	949.26
股本	798.51	798.51	798.51	798.51	EBITDA	812.98	1134.84	1137.72	1153.18
资本公积	1212.79	1212.79	1212.79	1212.79	NOPLAT	624.91	731.06	739.44	762.46
留存收益	1975.40	2592.78	3228.62	3884.03	净利润	481.47	666.44	686.37	707.49
归属母公司股东权益	3986.70	4604.08	5239.92	5895.33	EPS	0.335	0.464	0.478	0.492
少数股东权益	135.59	178.81	223.33	269.22	BPS	2.774	3.203	3.646	4.102
股东权益合计	4122.29	4782.89	5463.25	6164.55	PE	46.12	33.32	32.35	31.39
负债和股东权益合计	8623.52	8394.57	9743.25	10587.80	PEG	3.37	6.81	4.48	3.25
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	EV/EBITDA	15.33	11.49	11.67	10.76
经营性现金净流量	599.16	1118.37	-99.64	998.12	EV/NOPLAT	19.94	17.84	17.95	16.28
投资性现金净流量	-156.10	123.42	42.72	40.22	EV/IC	3.03	2.46	2.15	2.08
筹资性现金净流量	-427.01	-1157.22	384.44	-117.82	ROIC-WACC	7%	8%	4%	3%
现金流量净额	16.53	84.58	327.52	920.52					

资料来源：公司公告、宏源证券

分析师简介:

陈旭: 宏源证券研究所商贸零售行业研究员, 2010 年加盟宏源证券研究所, 曾服务于中国国际金融有限公司、华泰联合证券股份有限公司。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。