

百货零售



金琼

商业零售行业研究员

(021)3856 5951

豫园商城 (600655)

投资收益下降, 主业稳步发展

推荐

市场数据

报告日期	2009-4-1
收盘价(元)	16.16
52周最高/最低(元)	32.44/6.91
总股本(百万股)	725.92
流通股本(百万股)	666.07
总市值(百万元)	11730.87
流通市值(百万元)	10763.63
每股净资产(元)	4.36

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7856	8248	10723	11795
同比增长(%)	39.4%	5.0%	30.0%	10.0%
净利润(百万元)	329	363	484	544
同比增长(%)	-56.8%	10.5%	33.4%	12.3%
毛利率(%)	14.6%	15.3%	15.2%	15.0%
净利润率(%)	4.2%	4.4%	4.5%	4.6%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.67	0.75
每股经营现金流	0.97	0.68	0.41	0.86

股价走势



相关报告

投资要点

事件:

2008年, 公司实现收入 78.56 亿元, 较上年增长 39.38%; 归属于上市公司股东的净利润 3.29 亿元, 较上年下降了 56.78%, 扣除非经常性损益后的净利润为 2.38 亿元, 同比下降了 33.71%; 实现每股收益为 0.453 元, 扣除非经常性损益后为 0.327 元。2007 年度利润分配预案为: 向股东每 10 股派发现金红利 0.7 元 (含税)。

点评:

- **投资受益的大幅减少致使公司2008年净利润较上年大幅下滑。**2007年公司投资受益中确认上海城隍庙广场置业有限公司股权转让收益3.45亿元, 以及确认德邦证券有限责任公司的投资收益1.65亿元, 使得公司2007年归属于上市公司股东的净利润高达7.6亿元。而2008年度公司没有大额的一次性股权转让收益, 且由证券市场持续走低带来德邦证券投资收益的同比大幅下降, 因此公司2008年净利润出现大幅下滑。
- **营业外收入净额约占利润总额的20%。**2008年公司营业外收入为8492万元, 其中政府补助约2070万元, 此外由于08年受让上海友谊复星(控股)有限公司23%股权时, 长期股权投资的初始投资成本小于投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值份额的差额, 确认了营业外收益63,44万元。

请阅读最后一页评级说明和重要声明

- **公司第一大主业黄金饰品业务仍保持较快增长。**2008 年公司黄金饰品业务实现收入 55.36 亿元，较上年同期增长了 44.19%。2008 年，居民对黄金保值增值需求加大，带来了公司黄金零售收入和利润快速提升。2008 年公司黄金饰品业务的营业利润率为 9.07%，较上年同期下降了 2 个百分点。利润率下滑的原因是公司黄金业务中低毛利的批发业务占比呈不断提升所致。2008 年公司黄金饰品业务对公司的收入贡献约 70%，对公司净利贡献约为 50%。
- **公司进出口业务增收不增利。**2008 年公司进出口业务虽然收入高达 9.03 亿元，较上年同期增长了 74.29%。但由于一直以来该业务利润率非常低，实际上对利润贡献并不大。
- **公司饮食业务毛利不断提升。**2008 年公司饮食业务实现收入 4.23 亿元与 07 年水平基本持平，但毛利率进一步提升至 60% 的水平，较上年提升了 4.43 个百分点。
- **展望与盈利预测：**09 年在宏观环境下滑的情况下，公司主营的黄金饰品业务收入及利润增长将放缓，而 10 年在宏观经济好转，受世博会带动黄金饰品收入会出现大幅提升。由于公司投资业务利润贡献较大，因此黄金价格波动及证券市场活跃度也会对公司业绩产生明显影响。我们预计公司 09-11 年的 eps 分别为 0.50 元，0.67 元，0.75 元。
- **公司安全边际较好，股价催化因素较多，给予“推荐”评级。**公司在豫园核心地带拥有面积约 10 万平方米的物业，此外还参股股权、地产项目等，公司资产重置价值高，安全边际好。此外，随着世博会的临近、迪士尼项目的进展以及全球流动性过剩下黄金价格创新高的可能，公司股价面临多重催化剂。我们给予“推荐”评级。

表 1：豫园商城分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	2605	1740	1872	1640	-12.4%	5636	7856	39.4%	黄金销售情况增长较好，进出口业务增长幅度较大
营业成本	2242	1486	1625	1354	-16.7%	4639	6707	44.6%	
毛利	363	253	247	286	15.7%	997	1149	15.2%	黄金批发业务及进出口业务收入占比提升
销售费用	73	62	54	69	28.6%	228	259	13.5%	随销售规模扩大而提升
管理费用	87	75	76	113	49.0%	305	350	15.0%	随销售规模扩大而提升
财务费用	49	55	54	48	-10.5%	115	206	79.6%	借款增加
资产减值	3	-3	4	-4	-199.1%	23	-0	-101.4%	
公允价值	4	2	1	-3	-402.6%	-6	4	-167.8%	
投资收益	57	26	20	44	123.8%	646	146	-77.4%	07 年有大额股权转让受益及大额证券公司投资收益，因此投资收益基数高。
营业利润	178	63	49	61	25.6%	857	351	-59.1%	主营利润较好，但投资收益大幅下降
利润总额	182	132	52	66	27.4%	912	432	-52.6%	同上
净利润	139	94	46	50	9.4%	760	329	-56.8%	同上
EPS	0.230	0.155	0.063	0.069	9.4%	1.257	0.453	-64.0%	同上
销售费用率	2.8%	3.6%	2.9%	4.2%	1.3%	4.0%	3.3%	-0.7%	进出口业务收入增长快，销售费用增加少
管理费用率	3.3%	4.3%	4.0%	6.9%	2.8%	5.4%	4.5%	-0.9%	进出口业务收入增长快，管理费用增加少
财务费用率	1.9%	3.2%	2.9%	2.9%	0.1%	2.0%	2.6%	0.6%	借款增加
所得税率	13.7%	23.4%	6.7%	8.8%	2.1%	14.5%	15.1%	0.6%	
毛利率	13.9%	14.6%	13.2%	17.4%	4.2%	17.7%	14.6%	-3.1%	黄金批发业务及进出口业务收入占比提升
净利润率	5.3%	5.4%	2.4%	3.1%	0.6%	13.5%	4.2%	-9.3%	净利明显利润下降，收入大幅增加所致

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3910	4007	4817	5606
货币资金	1446	1537	1848	2498
交易性金融资产	2	2	2	2
应收账款	132	128	156	161
其他应收款	316	307	349	329
存货	1530	1683	2188	2363
非流动资产	3568	3511	3421	3345
可供出售金融资产	44	40	40	40
长期股权投资	2118	2118	2118	2118
投资性房地产	196	194	192	192
固定资产	1083	1011	933	854
在建工程	5	13	13	13
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7	7	7	7
资产总计	7479	7517	8239	8950
流动负债	3277	2906	3086	3190
短期借款	1372	1000	1000	1000
应付票据	0	0	0	0
应付账款	192	196	227	251
其他	1713	1711	1859	1939
非流动负债	908	911	911	911
长期借款	861	861	861	861
其他	47	50	50	50
负债合计	4185	3817	3997	4100
股本	726	726	726	726
资本公积	890	890	890	890
未分配利润	1201	1564	2048	2592
少数股东权益	131	174	231	295
股东权益合计	3293	3700	4242	4850
负债及权益合计	7479	7517	8239	8950

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	329	363	484	544
折旧和摊销	118	80	80	80
资产减值准备	-2	-16	6	-2
无形资产摊销	16	0	0	0
公允价值变动损失	4	0	0	0
财务费用	206	190	167	158
投资损失	-146	-175	-179	-183
少数股东损益	38	43	57	64
营运资金的变动	97	-22	328	35
经营活动产生现金流量	433	496	297	624
投资活动产生现金流量	-205	182	181	183
融资活动产生现金流量	-191	-587	-166	-157
现金净变动	37	91	311	650
现金的期初余额	1527	1446	1537	1848
现金的期末余额	1564	1537	1848	2498

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7856	8248	10723	11795
营业成本	6707	6986	9098	10026
营业税金及附加	134	140	182	201
销售费用	259	289	365	389
管理费用	350	371	483	519
财务费用	206	190	167	158
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	4	0	0	0
投资收益	146	175	179	183
营业利润	351	448	607	686
营业外收入	85	30	30	30
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	432	478	637	716
所得税	65	72	96	107
净利润	367	406	541	608
少数股东损益	38	43	57	64
归属母公司净利润	329	363	484	544
EPS (元)	0.45	0.50	0.67	0.75

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	39.4%	5.0%	30.0%	10.0%
营业利润增长率	-59.1%	27.6%	35.6%	13.0%
净利润增长率	-56.8%	10.5%	33.4%	12.3%
盈利能力(%)				
毛利率	14.6%	15.3%	15.2%	15.0%
净利率	4.2%	4.4%	4.5%	4.6%
ROE	10.4%	10.3%	12.1%	11.9%

偿债能力(%)

资产负债率	56.0%	50.8%	48.5%	45.8%
流动比率	1.19	1.38	1.56	1.76
速动比率	0.72	0.80	0.85	1.01

营运能力(次)

资产周转率	1.08	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	47.71	57.85	68.78	67.69

每股资料(元)

每股收益	0.45	0.50	0.67	0.75
每股经营现金	0.97	0.68	0.41	0.86
每股净资产	4.36	4.86	5.53	6.27

估值比率(倍)

PE	35.70	32.32	24.24	21.57
PB	3.71	3.33	2.92	2.58

