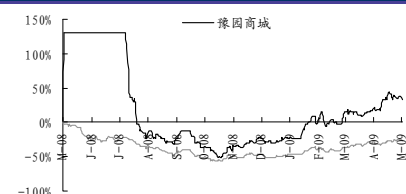


批发零售业
首次评级: 增持
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
豫园商城	7.3	29.9	-36.3
沪深 300	4.1	27.1	-39.6

市场数据 2009.5.21

当前价格 (元)	18.83
52 周价格区间 (元)	6.91-32.44
总市值 (百万)	13669
流通市值 (百万)	12542
总股本 (万股)	72592.019
流通股 (万股)	66606.612
日均成交额 (百万)	26949
近一月换手 (%)	55.3

相关报告
联系人

栾雪飞

电话: 0755-83716973

邮件: luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 豫园商城貌似整体业务结构复杂,但实际上,公司独特的经营模式不仅是不可复制的,而且是有主线的:豫园的老字号品牌无形价值巨大,覆盖高中低端梯次发展格局,有利于公司文化输出和盈利潜力发挥;黄金批零业务通过公司文化背书,在全国范围提升了公司形象,加大了对公司旅游品牌的影响。而黄金在经济衰退周期具有抗跌的特性,黄金批零业务具备避险和消费的双重功能;在宏观经济持续向下的过程中,豫园部分产业形态如老字号的大众食品、小吃等属于抵抗经济衰退较为有效的业态,这可保证其在不利的经济环境中依然可以保持较好的盈利增长;公司量体裁衣投资于与黄金零售主业具有协同优势并且自身相对熟悉的上游产业链等项目;

■ 黄金连锁主业基本面扎实,仍有较大业绩提升潜力。09/10 年黄金批零收入增长率 25.56%、24.58%,毛利率 9.6%、9%.; 餐饮连锁收入增长为 4%、6%,毛利率 56.5%、56.5%;医药连锁未来几年收入增长率 30%左右,毛利率 22%;

■ 投资收益是公司第二大盈利增长点,预计 09 年股市向好带来的德邦证券收益、金价上涨和经济回暖带来的招金矿业的收益,对 EPS 有至少 0.055 元的增厚;

■ 137 亿元的商业资产价值构筑安全边际,平均每股 18.91 元;

■ 估值与投资评级。作为上海地区的商业龙头,公司经营商品品种和经营形态具有独特的盈利模式,理应享有一定的稀缺性溢价。综合考虑黄金批零主业的快速发展、餐饮连锁海外扩张提速、医药品牌提升、较强的创投能力、资产估值溢价带来的安全边际、世博会效应,公司 09/10 年 EPS 分别为 0.64/0.91 元,市盈率分别为 29.4/20.7 倍。我们认为豫园商城还有 10%的溢价空间。首次给予公司“增持”评级。

(百万元)	07A	08A	09E	10E
营业收入	5636	7856	9819	12176
EBIT	971	557	636	781
净利润	781	367	517	733
每股收益 (元)	1.05	0.45	0.64	0.91
每股净资产	5.23	4.36	4.86	5.53
全面摊薄 ROE	24.02	10.39	11.66	12.6

豫园商城，围绕“上海第一旅游品牌”发展的商业投资公司

上海豫园旅游商城股份有限公司系由上海豫园商场股份有限公司吸收上海豫园旅游服务公司、南市区饮食公司等十五家经济实力较强的单位共同发起，于 1992 年 5 月 13 日设立的股份有限公司。2002 年 11 月，上海豫园旅游服务公司将持有的发起人国有法人股 0.62 亿股、上海豫园（集团）有限公司将其授权经营管理的国家股 0.31 亿股转让给上海复星产业投资有限公司。股权转让完成后，上海复星产业投资有限公司合计持有公司 0.93 亿股法人股，占公司股份总额的 20%，成为公司第一大股东。截至 2008 年 12 月 31 日，公司总股本 7.26 亿股，无限售条件流通股 6.66 亿股，占总股本的 91.74%（剩余的 8.26%的股权将在 2009 年 6 月 5 日解禁）。

豫园作为上海“最中国”的地方，是上海市政府规定的 2010 年世博会期间两大定点综合旅游景点之一（另一个定点旅游景点是东方明珠）。公司围绕“第一旅游品牌”的建设，一方面通过内圈“庙俗文化”建设，巩固公司旅游形象，另一方面则通过各品牌的积极外延发展，全面提升公司旅游形象。这一定位符合黄浦区统一规划，也符合公司自身发展利益。

占据公司营业收入 70%以上的黄金批零主业得以稳健发展的一个重要原因，就是通过公司文化背书，使得长三角之外的地区主动要求引入老庙和亚一品牌，而通过连锁加盟的方式，又进一步在全国范围提升了公司形象，加大了对公司旅游品牌的影响；公司以南翔馒头和绿波廊、老饭店为主打的品牌餐饮及童涵春堂中药等业务预计也将得到快速发展。

公司除豫园花园和城隍庙外的豫园地区物业，由于占据了不可复制的黄金商业地段（毗邻淮海路），具有较高的资产重估价值。

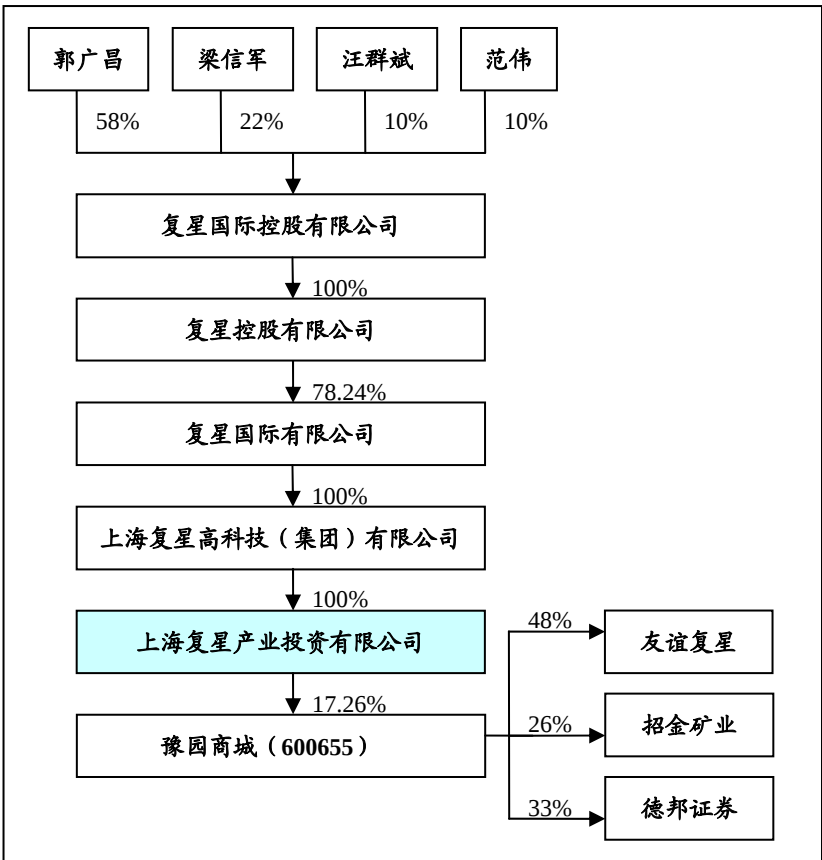
此外，具有很强投资能力的大股东复星产业还从公司实际需求出发，帮助公司量身定制进行投资活动，公司目前参股 33%的德邦证券和 26.18%的招金矿业，未来资产增值潜力较大。

表 1 公司主营业务收入构成情况

业务	品牌	备注
黄金连锁	老庙黄金、亚一黄金	
医药业务	童涵春堂	国药品牌，50 家加盟连锁，主要在内圈
食品业务	梨膏糖、老城隍庙五香豆	
餐饮业务	南翔馒头、上海老饭店、绿波廊酒楼、湖心亭茶楼、九曲桥食品店、和丰美食楼	绿波廊是上海的“总统饭店”，各国领导用餐地

资料来源 公司公告

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源 公司公告

不可复制的独特盈利模式

豫园商城貌似整体业务结构复杂，但实际上，公司的经营模式不仅是不可复制的，而且是有主线的：

第一，公司的核心竞争力——作为上海最中国的地方，豫园的老字号品牌无形价值巨大，覆盖高中低端梯次发展格局，有利于公司文化的传播和盈利潜力的发挥。豫园拥有老庙黄金、亚一金店等强势黄金连锁

品牌，老饭店、绿波廊等优势品牌，五香豆、华宝楼古玩等老字号品牌，还有筷子店等潜力品牌，这些貌似杂乱定位覆盖广度颇大的品牌，一并附着在豫园的文化品牌之上，具有其他零售企业难以具备的不可复制的特性。豫园的内圈实质上就是一个“没有围墙的shopping mall”。要提醒投资者注意的是，上海迎世博进入倒数一周年计时，2009 年在上海市政府的政策倾斜下，公司必将加快调整，发挥豫园商城的综合优势，深入推进“精致豫园”建设，全力打造“上海第一旅游品牌”；

第二，黄金批零业务目前发展主要靠加盟，通过公司“文化背书”，使得长三角之外的全国其他地区主动要求引入老庙和亚一品牌，而通过连锁加盟的快速发展方式，又进一步在全国范围提升了公司形象，加大了对公司旅游品牌的影响。而黄金在经济衰退周期具有抗跌的特性，黄金批零业务具备避险和消费的双重功能。加上加盟为主的经营模式可以转嫁风险，商品库存压力也不大，资金周转并不困难；

第三，在宏观经济持续向下的过程中，相对于中高端消费品来说，豫园部分产业形态如老字号的大众食品、小吃等属于抵抗经济衰退较为有效的业态，这可保证其在不利的经济环境中依然可以保持较好的盈利增长。2008 年的老字号和风楼小吃同比增长超过 30%，这一同店增长率要高于除奥特莱斯之外的其他零售业态；

第四，作为现金流充沛的企业，公司并没有简单照搬“零售+地产”的常见互补方式，而是量体裁衣，投资于与黄金零售主业具有协同优势并且自身相对熟悉的上游产业链等项目。

积极致力于旅游品牌建设，有效提升客流量

围绕“上海第一旅游品牌”的建设，公司重新梳理了内圈旅游板块。2008 年，公司从原先 6 家公司经营相关旅游产品，实际经营面积上万平方米，一年利润四五千万元，到现在整合为两家企业为主的经营团队，就是希望通过资源整合、集中管理、品种梳理，以降低成本、提高运行效率。公司相关旅游产品的业务有望在目前的盈利水平上再提高至少 10%。我们认为，内圈旅游板块整合尤其不能忽视的意义是，由

于公司主营业务中有较大部分是围绕豫园地区的旅游进行的，旅游板整合有利于增加本外地客流量，从而使得公司黄金零售连锁和餐饮连锁有望进一步提升业绩。

公司主题活动品牌有了质的飞跃。2008 年，围绕春节、端午、七夕、中秋等传统节日和奥运会，豫园策划开展了民俗艺术灯会、民俗庙会、茶文化节、端午文化节、中秋游园会、礼品节等活动，并通过全方位宣传，利用无线短信、网络多种媒体方式吸引媒体和游客。

地铁开通有利于客流量的提升。整个豫园商业街面积 5.3 万平米（5.3 公顷），目前游客量约 3500 万人/年。在建的河南南路拓宽工程和 M10 号线轨道交通预计 2009 年完工，M10 号在古城公园、英皇明星城、露香园地块内开设站点，地铁开通后，将进一步增加豫园游客量，尤其是吸引上海本地游客周末游豫园、节假日逛城隍庙，同时也有利于豫园逐步开发夜市，开创零售盈利的又一个增长点。

“上海第一旅游品牌”将最大受益于世博会

2010 年世博会将在上海召开，旅游无疑将成为受益最大的行业之一。作为一个国际化都市，上海吸引老外的旅游资源不算多，但豫园以其“全上海最中国化的地方”将成为世博会受益最大的旅游基地，“上海第一旅游品牌”将在 2010 年成为豫园最瞩目的盈利亮点，届时豫园将迎来开业以来最广泛的海外游客，公司的零售、餐饮、工艺品和其他商品销售都将有爆发式的增长。这为豫园扩大海外市场影响力和提升豫园在全球的知名度提供了千载难逢的契机，有利于其文化品牌的塑造，并有利于提高豫园在国外投资的旅游中心的市场影响力。

以 2005 年日本爱知世博会为例，原本预计参观人次 1500 万，但实际达到 2200 万人。这给展会所在的日本中部地区带来了巨大的经济利益。扣除大量开支之外展会盈利 50 亿日元，相关收入超过 4500 亿日元。数据显示，会展期间，名古屋的百货商店销售额同比增长 6.3%，旅店入住率几乎 100%。日本民间调查机构共立综合研究所推测，爱知世博会给爱知、三重等县带来的总体经济效益可达 1.28 万亿日元。由于交

通等基础设施得到改善，世博会还给这一地区经济发展带来后劲儿。交通网络得到完善，使很多企业都计划在这一地区发展，这种趋势从名古屋一些地段的地价上涨可见一斑。

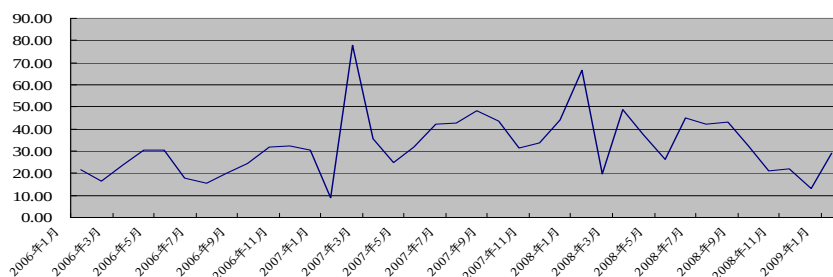
2010 年世博会期间，预计上海将迎来 200 个国家、国际组织参展团和 7000 万人次游客，直接消费支出可达 1455 亿元，豫园客流量有望达到 5000 万人次，零售、餐饮、工艺品和其他商品销售都将迎来爆发性增长。

公司在世博会期间将负责建造世博会宣传项目，这将有利于提升公司的品牌宣传。公司将在世博会场地中心负责建造和经营约 1000 平米的宣传项目。主要做主题餐饮，虽然因为该临时建筑建造成本较高，预计不会有太大收益，但对公司的品牌宣传将起到很强的正面作用；世博会对豫园地区的旅游直接有益，并带动各项业务发展，保守估计 2010 年可达 5000 万的游客量；随着英皇明星城项目的成熟，也将一定程度带动豫园的发展。

黄金连锁主业业绩提升稳定潜力大，奠定公司稳健经营本质

公司业绩将长期受益于黄金需求增加和价格上涨。占公司主营业务收入 70% 的黄金批发零售直接受金价影响；另外，由于公司是招金矿业的第二大股东，投资收益受黄金价格影响也较为明显。根据世界黄金协会（WGC）《黄金需求趋势》报告，2008 年全球可确认的黄金需求同比增长 4%，达 3569 吨。而中国 2008 年按吨计黄金总需求量 395.6 吨，同比增长 18%。该报告对黄金消费的趋势预测上，认为未来一段时间内黄金需求仍将保持高景气。过去几年，我国黄金珠宝行业实现了高速发展，全国限额以上金银珠宝零售额过去 5 年保持 20% 以上的增长速度，预计到 08 年底，上海地区的黄金零售额和批发额占全国比例分别为 10% 和 28%。而豫园地区是上海乃至全国最大的黄金珠宝销售中心，必将受益于黄金批零行业景气度的高涨。纽约贵金属研究和咨询公司 CPM Group 预计，2009 年金价将在 800-1200 美元/盎司的区间波动。由于黄金价格将维持在较高位置，也将进一步增厚公司业绩。

图 2 2006 年以来我国金银珠宝类零售额增长情况



资料来源 Wind

公司黄金业务整体发展战略值得期待。

错位经营的“老庙黄金”和“亚一金店”是中国黄金珠宝业的龙头品牌。2007 年底中国黄金协会评选出的首批企业信用等级中，老庙黄金和亚一金店成为 7 家 AAA 级黄金零售企业中的两家，同年又成为中国黄金协会评选出的 13 个“中国黄金首饰驰名品牌”中的两个品牌；

现阶段注重以“加盟”经营方式实现品牌扩张，形成规模效应，提高市场份额。2008 年在经济衰退背景下，公司实现了 44.19% 的黄金连锁销售增速。通过自营和区域代理相结合的方式，公司争取在未来 5 年内，黄金珠宝零售业务销售位居全国第一、批发和零售合计位居全国第二。老庙的特许加盟方式取得了很好的成绩，2008 年上海本地外的加盟店/网点的销售额达 22 亿元，同比增长近 100%。自 2008 年下半年起，他们与中国银行上海分行及东方购物公司合作，通过中行遍布上海的营业网点，以及东方 CJ 传媒平台，销售金牛贺岁金条、龙凤呈祥金条等产品。半年累计销售工艺金条 400 多公斤，成为老庙新的盈利增长点；

从业态拓展层面上看，老庙正在积极筹划钻石首饰的网上销售，并准备在豫园商圈开出老庙黄金网上营销的概念店；

品牌商品创新不断，积极改善产品定位和结构。2008 年，公司注重产业和产品的平衡转变，坚持资源整合、结构调整，加快品牌引进步伐。老庙首先新建子品牌 L&M，以此树立新的品牌形象，拉动年轻人黄金饰品消费，让老庙黄金在市场上不再只是传统黄金首饰的老概念。另外，老庙黄金 3 年前创立了九天名玉子品牌，现已发展成为一个子公

司，它吸纳了多家实力较强的玉器供货商参股。由此其翡翠白玉商品的销售从原来局限在 3 家商场，渗透到老庙黄金所有直营门店及各加盟店铺；经营方式也从原来单一的零售发展到批发零售并举。该子公司的计划是上海每家商业中心新开 1-2 家门店。亚一金店将原玉器城更名为“德玉工坊”，打出“玉文化”品牌，并推出酷 GOLD 时尚黄金新系列，吸引年轻消费群。

预计未来几年公司可保持每年增加 150-200 家店面的扩张速度。截至 2008 年底，公司共拥有近 1200 家店面，已形成以上海为主，覆盖浙江、江苏、江西、安徽和山西等 22 个省区的市场网络。公司在沿海城市的连锁布局已基本完成，下一步拓展方向为内地城市与东北地区，随着省会城市布局密度的加大，逐步往二三线城市渗透。我们认为，特许加盟模式阶段性解决了老庙黄金发展的资金人员等瓶颈，有效提升了其全国的市场占有率。目前，老庙黄金的加盟店已分布到全国大部分地区，特别是华东地区对老庙加盟事业的贡献最大；中西部地区这两年异军突起，成为未来企业扩张的又一重要增长点。

表 2 老庙和亚一销售利润情况和门店数量统计

	销售收入（亿元）	净利润（亿元）	净利润率	直营店	经销代销店	特许加盟	店面总数
老庙黄金	43	1.5	3.5%	40	480	268	788
亚一金店	12	0.1174	1%	20	350	68	438

资料来源 公司公告

公司黄金业务毛利率随批发业务比重加大继续呈下降趋势

预计短期内公司将扩大规模与抢占市场作为主要目标，未来两年，批发业务的比重将进一步加大，毛利率将进一步下降。原因是公司主要采用加盟和经销网点扩张方式，多为毛利率水平仅 5% 左右的批发销售业务（批发业务是加盟店和经销网点的主要经营模式，通过公司将成品提供给加盟店进行销售，因此毛利率较低），致使毛利率稳定在 25% 左右的零售业务（零售业务经营方式为从交易所购买黄金——有税收优惠，采购主要集中于每年交易所的 4-5 次订货会，并委托加工，然后从零售店中卖出，产品附加值主要为牌誉，由上海计量总局进行质量背书。

用六个字概括就是“拿金、加工、贴牌”)比重下降。2008 年毛利率也从 11.07%下降为 10.20%，按照黄金批发业务 5%的毛利率，黄金零售业务 25%的毛利率，我们可以通过方程解出，公司黄金批发业务比重由 2007 年的 70%上升到 2008 年的 74%。

长远来看，公司正积极寻求国外品牌合作，加强设计开发能力，提升品牌形象，实现从“计量销售”到“计件销售”的定价模式，提升毛利率。由于公司目前黄金饰品为计量销售，即按黄金重量售卖，附加值低。公司远景计划为按件销售，这种方式将充分发挥品牌效应，有效提高黄金零售的毛利率。

二季度黄金饰品销售额有望回升。今年 1 季度，由于行业竞争影响，公司的生肖金条等收藏金由于工艺复杂原因销售受影响比较大，导致老庙的销售受到一定程度的影响，一季度销售同比下降了 1000 万元；但是鉴于二季度主要销售是婚庆饰品，据统计，2009 年上海市有 25 万对新人登记结婚，刚性需求较大，预计二季度占公司黄金销售 70%的黄金饰品销售有望回升。

国外珠宝商由于定位不同和中国市场的特殊性，决定了老庙和亚一目前的市场竞争力仍然有待提高

表 3 国内黄金珠宝零售商情况对比

销售商	店面数	销售额	EBIT 利润率	定位	经营区域	店面增加目标
老庙黄金	约 1200 家，自营 60 家，加	56 亿元	3.5%	中档 偏高	自营上海为主，加盟和经销 网点外地为主	预计每年增加 150-200 家店
亚一金店	盟 330 家，其余为经销网点					
老凤祥	共约 1400 家，其中自营约 60 家，加盟 300 多家，其余 为经销网点	90 亿元	3.5%	中档 偏高	主要为华东地区	预计每年增加 100-150 家
周大福	约 700 家，包括自营和加盟	80 亿元	-	高档	全国布局，上海 40 家店面， 北京 28 家，广州 26 家	目标 2010 年全国 1000 家店，销售收入 100 亿
周生生	约 120 家，均为自营	15 亿元	14%	高档	全国布局，其中上海 8 家， 北京 7 家，	预计 2009 年增加至 140 家
谢瑞麟	-	约 20 亿	8.8%	高档	-	-

资料来源 各大公司公告、国海证券研究所

我们的假设:

- 1、2009/2010 年，黄金整体批零业务外生式增长率为 15%、13%；
- 2、2009/2010 年，假设金价不变的前提下，黄金批零业务内生式增长率为 3%、5%；
- 3、2009/2010 年，黄金均价的增长幅度分别为 6%、5%；
- 4、2009/2010 年，黄金批发业务占黄金总体批零业务的比例逐步提高到 77%、80%。

按照 1-3 条假设，2009/2010 年销售收入增长率为 25.56%、24.58%；

按照批发业务毛利率 5%、零售业务毛利率 25%来算，黄金整体批零业务 2009/2010 年毛利率分别为 9.6%、9%。

表 4 公司黄金批发与零售连锁业务收支预测（单位：亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	23.92	28.43	38.39	56.82	71.34	88.88
增长率	20.85%	18.86%	35.03%	48%	25.56%	24.58%
CAGR	30.17%					
毛利率	11.9%	11.5%	11.1%	10.2%	9.6%	9%
毛利润	2.85	3.27	4.26	5.8	6.85	8.00

资料来源 国海证券研究所

餐饮连锁业务技术含量颇高，是公司未来业绩成长的突破点

三大餐饮品牌的附加值在于其不可复制的“庙俗文化”，老字号品牌，技术含量颇高，有较高的技术进入壁垒。通过加大连锁开店步伐，有望缓解公司金店连锁一条腿走路的现实境况。餐饮公司组建集团后，明确了以品牌为核心的发展思路，旗下包括南翔馒头、上海老饭店、绿波廊酒楼、湖心亭茶楼等多家餐饮公司。其中，南翔馒头等低端业态主要集中在老城隍庙和乔家栅区域；绿波廊和老饭店则定位于高端奢侈品消费，并积极寻求连锁经营。目前“南翔馒头”品牌对餐饮集团利润贡献在 20%左右，再加上老饭店、绿波廊，三者利润贡献共超过餐饮集团利润的 60%以上。未来公司将以品牌为核心进行股权和资源整合，加大异地连锁扩张步伐，复制其高毛利（整个老庙餐饮的毛利率水平平均高

达 50%) 的盈利能力, 奠定公司进入上海餐饮业前三强的基础。

努力加快各餐饮品牌的海外连锁扩张速度。 目前南翔在海外共有 17 家, 开店地址在日本、东南亚等地的五星级酒店, 主要是通过“品牌输出+技术人员输出”的形式(2005-2009 年的扩张推进和计划为: 6、12、15、17、20 家, 四年的复合增长率为 35.16%); 2008 年, 在德国汉堡建成“汉堡——上海欧洲旅游中心”, 作为上海市和汉堡市的友好合作项目。该项目位于汉堡中心, 占地面积 3400 平米, 紧靠汉堡民俗博物馆和汉堡大学。中心由豫园商城负责经营, 采用豫园风格, 建有原建筑物 80% 大小的湖心亭和九曲桥, 并开设上海老饭店、南翔馒头、湖心亭茶楼和绿波廊酒楼等店。由于开店费用支出较大和牌誉输出的经营模式, 导致目前公司海外扩张尚无盈利。今后公司将尝试自营开店的模式, 毛利率可望有较大幅度的提升。

2008 年, 老庙餐饮集团还完成了和风楼和会景楼的装修与改造, 其中会景楼先后引进振鼎鸡、瑞阳科技、克莉丝汀等知名品牌, 同时创新打造“清真时尚”品牌回风楼和新开百年老字号德兴馆, 目前来看都取得了不错的业绩。

表 5 公司餐饮业务收支预测 (单位: 亿元)

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3.96	4.2	4.3	4.4	4.6	4.9
增长率	1.89%	5.87%	2.74%	3%	4%	6%
CAGR	3.36%					
毛利率	56.3%	56.2%	56%	56.5%	56.5%	56.5%
毛利润	2.23	2.36	2.41	2.489	2.599	2.769

资料来源 国海证券研究所

医药、百货等其他业务是打造豫园综合旅游景点的必要经营形态

医药零售连锁未来几年具有一定的发展空间

公司的“童涵春堂”品牌起源于乾隆四十八年。童涵春堂药业聚焦开发新剂型新产品, 以养生滋补品为主。通过饮片厂和制剂厂研发上市童涵春堂牌“各类散装冬虫夏草、枫斗、燕窝、高丽人参、进口西洋参”

新产品，开发瓶装精制饮片“胖大海、金银花”等 9 个品种，新增枫斗 8 种规格；

2008 年全年该业务约实现 5 亿元销售收入，净利润 1000 万元左右，一季度受经济衰退影响和受冬虫夏草自身再生能力差等特点影响带来的采购量萎缩，导致毛利率达 30-40% 的冬虫夏草的销售有所下降。公司未来三年计划是新开 50 家店，争取建成覆盖上海市的销售网络：童涵春堂药业还在市内形成了品牌产品的销售网络，目前共有 60 多家连锁店，包括直营店、加盟店、专柜和医保定点网点，开发挖掘终端客户“开心人大药房”等 6 家新客户，获得 3 个竞标药品的分销市场总代理项目，形成了新的营销增长空间；

豫园医药产业的发展远景：加快建设“行业领先、国内一流、国际接轨”的现代医药品牌企业。近期目标是在上海医药行业同类型企业位居前三位，成为率先进入资本市场的国药公司；中期目标是在中国医药企业位居前列，成为有综合竞争力的药业集团；远景目标为把童涵春堂打造成跻身主流市场的中国药业领先企业。

表 6 公司医药业务收支预测（单位：亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3.9	3.2	3.65	4.93	6.41	8.33
增长率	2.24%	-17.75%	13.91%	35%	30%	30%
CAGR	6.64%					
毛利率	16.92%	20.17%	22.28%	22.2%	22.2%	22.2%
毛利润	0.66	0.65	0.81	1.1	1.42	1.85

资料来源 国海证券研究所

百货、食品、工艺品业务是吸引客流量、提升业绩的必备形态

公司百货业务均在豫园旅游内圈，为更好的与旅游景观形象相匹配，正处于调整期。百货公司旗下的天裕楼以前经营的是些不入流的品种，2008 年以来逐步引入 Esprit、美特斯邦威、森马、361° 等二三线品牌，适当提高定位，有利于吸引更多的游客消费和有利于客单价的提升。目前招租率维持在较高的水平，每年大约可以提价 10%。我们认为，二三线品牌的引入与豫园商城所在外滩商圈的整体定位比较吻合，毕

竟，豫园商城并非像南京西路、徐家汇、淮海路商圈那样是纯商业定位，而是更侧重于文化与旅游定位。前车之鉴是公司 08 年卖掉的庙前广场一度想要引入一线品牌，但最终还是复制了豫园内圈的百货经营定位；

食品主要是豫园内小食品和商品的销售（梨膏糖、老城隍庙五香豆），目前每年大约可实现 200 万左右的利润；

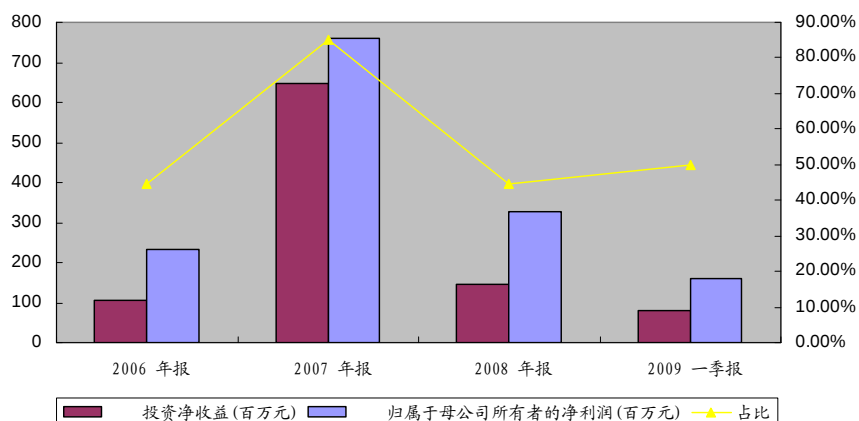
工艺品销售主要在华宝楼，主要靠招租收取租金收入，租金稳定。销售种类主要是仿古品。通过引入筷子店和瓷板画等一些特色产品销售提高招租率和租金水平。

我们说百货、食品和工艺品业务是公司主业的必备形态，原因在于：豫园作为上海市中国文化的代表景点，游客的需求必然是多样化的，这些业务的开展有利于吸引游客量增加。

另外，公司由于国有企业体制的历史原因，有 4000 多名员工沉淀在餐饮业和百货业。随着该部分员工的退休，百货业的整合和发展还是有机会的，但是难度较大，需要时间。

投资收益是公司利润第二增长点，显示其“商业投资公司”定位属性

图 3 公司历年投资收益占净利润比例



资料来源 Wind

公司除零售和餐饮主业外，还充分发挥零售企业现金流充足的特点，投资于一些项目，充分显示出其“商业投资公司”的属性。正如我们在开篇公司盈利模式中讲到的，这种投资并不能被简单的解读为术业

不专，而恰恰是其大股东复星产业具有较强的创投能力的表现，也是公司根据自身经营商品属性的具体情况所做出的现实选择（表 7）。

但要提醒投资者的是，非主业投资收益也加剧了公司业绩的波动（图 3）。例如，由于公司 07 年确认了城隍庙广场置业有限公司股权转让收益 3.45 亿元，并确认了德邦证券 1.65 亿元的投资收益，直接将 2007 年公司净利润拉高到 7.6 亿元，而 08 年证券市场大幅下跌使得德邦证券收益大幅缩水。2008 年扣除联营公司之后的投资收益总计只有 3500 万元，同比减少了 91.7%。

表 7 公司历年投资收益构成（单位：万元）

	2005	2006	2007	2008
招金矿业股份有限公司	2976	5615	5740	7530
德邦证券有限责任公司	0	3305	16494	3305
上海城隍庙广场置业有限公司	0	0	42158	0
合计	2976	8920	64392	10835
占年度投资收益的比例	70%	86%	100%	74%

资料来源 公司公告

表 8 公司投资业务情况说明

项目	项目描述	补充说明
招金矿业 26%	公司拥有招金矿业 26.18% 的股权，是其第二大股东，08 年该部分投资收益为 7200 万元； 由于公司采用从上海黄金交易所采购黄金方式，该部分业务尚不能起到完善产业链的作用，主要是投资收益； 另外，我们认为，公司通过参股招金矿业，可对市场上的黄金需求和价格走势有清晰深刻的预判，有利于公司提前精准备货。事实上，公司 08 年 8.26 亿元的商品库存中，大多为黄金存货； 我们假定，09 年金价将有 5% 左右的涨幅，公司对招金矿业的投资收益将有所上升	上海复星产业投资有限公司将招金矿业 15%（上市前比例）的股权委托上海豫园旅游商城股份有限公司管理，该资产涉及金额 1.2 亿元，托管期限为 04 年 10 月 28 日至股权转让完成日，托管费每年 723 万元；经公司第六届董事会第十次会议（临时会议）决议，并经公司 08 年第二次股东大会（临时会议）决议，公司受让上海复星产业投资有限公司所持的招金矿业 1.59 亿股（上市前比例 15%，上市后比例 10.91%），该资产托管经营于本报告期末结束
德邦证券 33%	公司拥有其 32.73% 的股份，2008 年投资收益大幅下降，该项投资收益 3500 万元，贡献净利润 3000 万；德邦证券正准备 IPO，一旦放行，将为公司带来较大收益； 我们假定，09 年全年，A 股市场延续上半年上升的趋势为大概率事件，该部分收益将会有较大幅度提升	德邦证券情况： 上海本地券商，03 年 5 月成立，注册资本 10.08 亿元。08 年营业收入 3.3 亿元，净利润 1 亿元； 08 年业务结构： 3/4 的收入来自于手续费及佣金（含代理买卖证券业务收入、证券承销业务收入、受托客户资产管理业务收入，比 07 年 4.5 亿元同比减少 44.5%），另外 1/4 来自利息净收入和投资净收益（仅 3600 万元，远逊于 07 年的 6 亿元）
友谊复星 48%	公司 2008 年该项投资收益： 1087 万元 ； 公司 2008 年以 7 亿元收购友谊复星 48% 的股份，现金支付，价格较低。据公司估计，该部分股权的市场价值至少在 9 亿元以上。 2009 年以后，保守认为该部分股权将以成本法计算，保	友谊股份财务情况： 08 年营业收入 255.64 亿元，净利 4.68 亿元；09 一季度收入 71.24 亿元，净利润 1.47 亿元；友谊复星为友谊股份控股股东，公司寄望百联集团以友谊股份为平台重组旗下超市。如果百联集团收回这部分股份，公司希望通过商业物业置换；即便百联集团不收回，这部分股权也将受益于重组；

	守估计友谊复星不分红，豫园商城不确认投资收益	我们的观点： 无论重组与否，公司都将从中获益
武汉中北项目 30%	公司全资子公司上海豫园商城房地产发展有限公司与上海复地投资管理有限公司共同成立了武汉中北房地产开发有限公司（公司占30%股权），该公司目前正从事武汉市核心地段武汉中北路市政府斜对面的住宅开发项目，该住宅占地面积46.5万平米，建筑面积106万平米，是公司未来业绩的潜在增长点	鉴于该项目体量巨大，目前仍然处于开发建设的前期阶段，一期开发的6万平米仍未结转，加上09/10年房地产市场大幅回暖可能性不大，房地产业务也成了公司短期内的经营风险点。 我们的假设： 2010年之前，该项目都不会为公司带来投资收益，也不会形成较高的资本支出
小结	假设： 2009年招金矿业投资收益增加5%，德邦证券投资收益（经纪业务增长50%，自营业务预计将有至少200%的增长）增加100%以上； 我们的估计： 2009年公司以上各部分投资收益比2008年大约增加4000万元，EPS可至少增厚0.055元	

资料来源 国海证券研究所

存量资产重估升值——较高的商业物业价值构筑较高的安全边际

商业地产具备升值潜力：在豫园地区，除豫园公园和城隍庙之外的物业均为公司产权，目前经营面积共约 11.3 公顷。其中豫泰项目占地 6 公顷，分为两块，一块 3 公顷已经拆迁完毕，尚未动工，目前用途是作为公司的停车场；另一块尚未拆迁，原因是拆迁需区政府协作，目前暂缓开工。我们预计该地块在 2010 年世博会前不会动土开工。

另外公司还投资有一些股权（表 9）。

我们估计这些资产合计市场价值在 137 亿元左右，其中商业地产价值在 77.7 亿元左右，公司重估价值达每股 18.91 元，仅此一项价值就接近目前公司的市场价格，这为公司股价构筑了较高的安全边际。

表 9 资产重估价值构筑投资安全边际

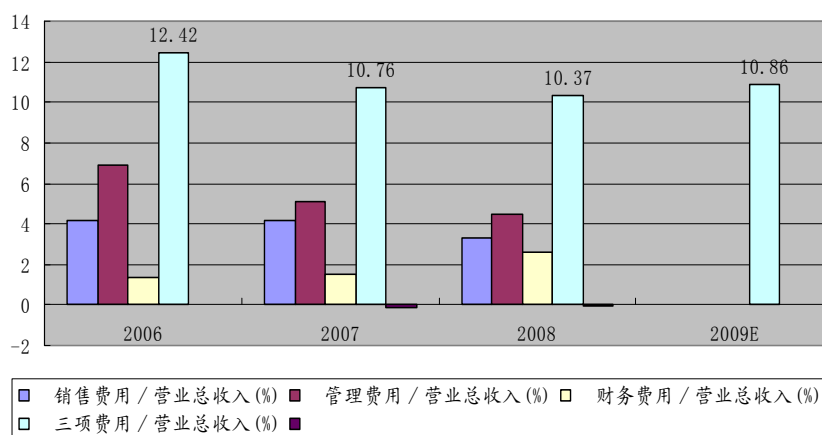
资产	占比	股数/面积	市价	重估价值（万元）
商业地产（平米）				
投资性物业	-	24.334 公顷	2.8 万元/平米	681352
开发性物业	30%	106 公顷	0.3 万元/平米	318000*0.3=95400
股权				
招金矿业	26%	38160 万股	10 元	381600
德邦证券	33%	33082 万股	2.5 元	82705
上海银行	-	2390 万股	10 元	23900
其他法人股	-	-	-	17855
友谊复星股权	48%	-	-	90000
合计重估价值	-	-	-	1372812
每股重估价值	-	-	-	18.91 元/股

资料来源 公司公告、国海证券研究所（注：保守假设投资性物业比 07 年折价 30%）

财务分析显示公司管理能力较好

公司历年费用水平控制稳定。2008 年除财务费用外，公司其他两项费用都有所下降。其中，公司能耗下降 4.92%，每百元销售额电费从 0.61 元减少至 0.58 元。根据公司公告的费用计划和我们的判断，预计公司 2009 年总体费用将实现 10.86% 的水平，同比增长 4.7%。

图 4 公司三费控制稳定



资料来源 Wind、公司公告

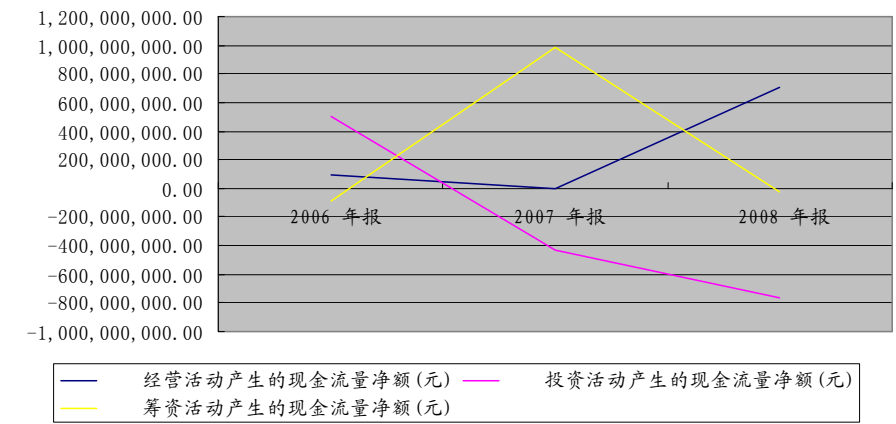
公司资金面充足，短期内融资压力不大。尽管公司 2008 年 7.05 亿元的经营性现金流不足以弥补 7.6 亿元的投资性现金流净流出和 0.26 亿元的筹资性现金流净流出，但是，由于公司 2007 年以来的货币资金始终维持在 14 亿元人民币以上，显示公司资金面充足，据此我们判断，公司短期内融资压力不大。

2008 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增加 70,358.82 万元，同比上升 51619.87%，主要因为：黄金饰品商业零售连锁、加盟、经销网点增加，销售规模扩大；2008 年公司下属上海豫园商城房地产发展有限公司暂借给武汉中北房地产开发有限公司项目的工程借款较上年同期减少；公司下属上海豫泰房地产有限公司 2007 年为启动“豫泰项目”购入动迁房，2008 年无上述因素，使得公司购买商品接受劳务所支付的现金同比去年有所减少。

2008 年，投资活动产生的现金流量净额同比减少 32,837.36 万元，

同比下降 76.02%,主要因为公司根据股权转让协议,向上海复星医药(集团)股份有限公司支付了上海友谊复星(控股)有限公司的股权转让款,向上海复星产业投资有限公司支付招金矿业股份有限公司股权转让款。

图 5 公司近三年现金流情况



资料来源 Wind

表 10 公司经营性现金流与营业收入比

	2006	2007	2008
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入(%)	108.56	114.28	111.83
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入(%)	2.1	0.02	8.97
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益	0.6	0.01	3.51
资本支出 / 折旧和摊销	1.06	0.95	1.04

资料来源 Wind

盈利预测

我们以前边每一部分的假设作为估值假设的基础:

- 1、黄金批零业务 2009、2010 年销售收入增长率 25.56%、24.58%，毛利率分别为 9.6%、9%;
- 2、餐饮连锁业务 2009、2010 年销售收入增长率 4%、6%，毛利率分别为 56.5%、56.5%;
- 3、医药连锁业务 2009、2010 年销售收入增长率 30%、30%，毛利率分别为 22.2%、22.2%;
- 4、对招金矿业的投资收益 2009/2010 年分别增长 5%、10%;
- 5、对德邦证券的投资收益 2009/2010 年分别增长 130%、30%;

6、期间费用 2009/2010 年分别增长 4.7%、4.5%。

综上分部预测，预计公司 2009 和 2010 年将实现净利润分别为 4.11 亿元、5.58 亿元，同比增长 29%和 35.4%，每股收益 0.567 元和 0.769 元。

表 11 按分部预测 2009/2010 年净利润情况（亿元）

各分部项目	2009E	2010E
主业部分		
黄金批发零售连锁	6.85	8.00
餐饮连锁	2.6	2.77
医药连锁	1.42	1.85
投资收益		
招金矿业	0.76	0.83
德邦证券	0.8	1.05
合计	12.43	14.50
期间费用	7.6	7.94
EBT	4.83	6.56
净利润	4.11	5.58
股本（亿股）	7.259	7.259
每股收益（元）	0.567	0.769
P/E	33.21	24.49

资料来源 表 4、5、6、8（P=18.83）

估值及投资评级

豫园商城作为上海地区的商业龙头公司，经营商品品种和经营形态具有独一无二的投资价值，理应享有一定的稀缺性溢价。综合考虑黄金批零主业在金价上涨和经济回暖预期下预计将取得快速发展、餐饮连锁海外扩张提速、医药品牌提升、独具一格的创投能力、资产估值溢价带来的安全边际、世博会效应，公司 09/10 年 EPS 分别为 0.64 元和 0.91 元，市盈率分别为 29.4 倍和 20.7 倍。公司黄金零售和餐饮业务的价值与公司的资产重估价值两相结合，并且参照目前上海本地商业股的平均市盈率水平，根据 2009 年市盈率水平，我们认为豫园商城相对于上海商业板块还有 10%的溢价空间。给予公司首次“增持”评级。

附件 1 盈利预测表和估值比较

表 12 盈利预测表 (单位: 百万元)

项目	2007	2008	2009E	2010E
一、营业利润				
营业收入	5,636.18	7,855.58	9,819.47	12,176.14
(+/-%)	24.26%	39.38%	25.00%	24.00%
减: 营业成本	4,639.43	6,706.83	8,395.65	10,410.60
销售毛利率 (%)	17.68%	14.62%	14.50%	14.50%
(+/-%)	25.49%	44.56%	25.18%	24.00%
减: 营业税金及附加	109.56	133.88	176.75	219.17
/营业收入 (%)	1.94%	1.70%	1.80%	1.80%
(+/-%)	24.42%	22.19%	32.02%	24.00%
减: 营业费用	227.78	258.57	392.78	487.05
/营业收入 (%)	4.04%	3.29%	4.00%	4.00%
(+/-%)	14.18%	13.52%	51.90%	24.00%
减: 管理费用	304.66	350.38	441.88	547.93
/营业收入 (%)	5.41%	4.46%	4.50%	4.50%
(+/-%)	0.68%	15.01%	26.11%	24.00%
利息费用	123.19	205.52	130.40	79.14
减: 利息收入	15.45	22.87	103.91	163.32
加: 汇兑损失	-1.24	8.86	0.00	0.00
减: 汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 财务费用	114.53	205.66	26.49	-84.17
/营业收入 (%)	2.03%	2.62%	0.27%	-0.69%
(+/-%)	50.77%	79.57%	-87.12%	-417.77%
减: 资产减值损失	23.23	-0.33	0.00	0.00
加: 公允价值变动净收益	-5.91	4.01	0.00	0.00
加: 投资净收益	645.78	146.25	224.00	269.33
加: 其他	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	971.40	556.50	636.42	780.73
EBIT/销售收入	17.24%	7.08%	6.48%	6.41%
增长率 (%)	186.33%	-42.71%	14.36%	22.68%
EBITDA	1,074.80	674.68	716.29	860.94
EBITDA/销售收入	19.07%	8.59%	7.29%	7.07%
增长率 (%)	142.17%	-37.23%	6.17%	20.19%
营业利润	856.87	350.83	609.93	864.90
/营业收入 (%)	15.20%	4.47%	6.21%	7.10%
(+/-%)	225.45%	-59.06%	73.85%	41.80%
二、利润总额				
加: 营业外收入	86.43	84.92	1.00	1.00

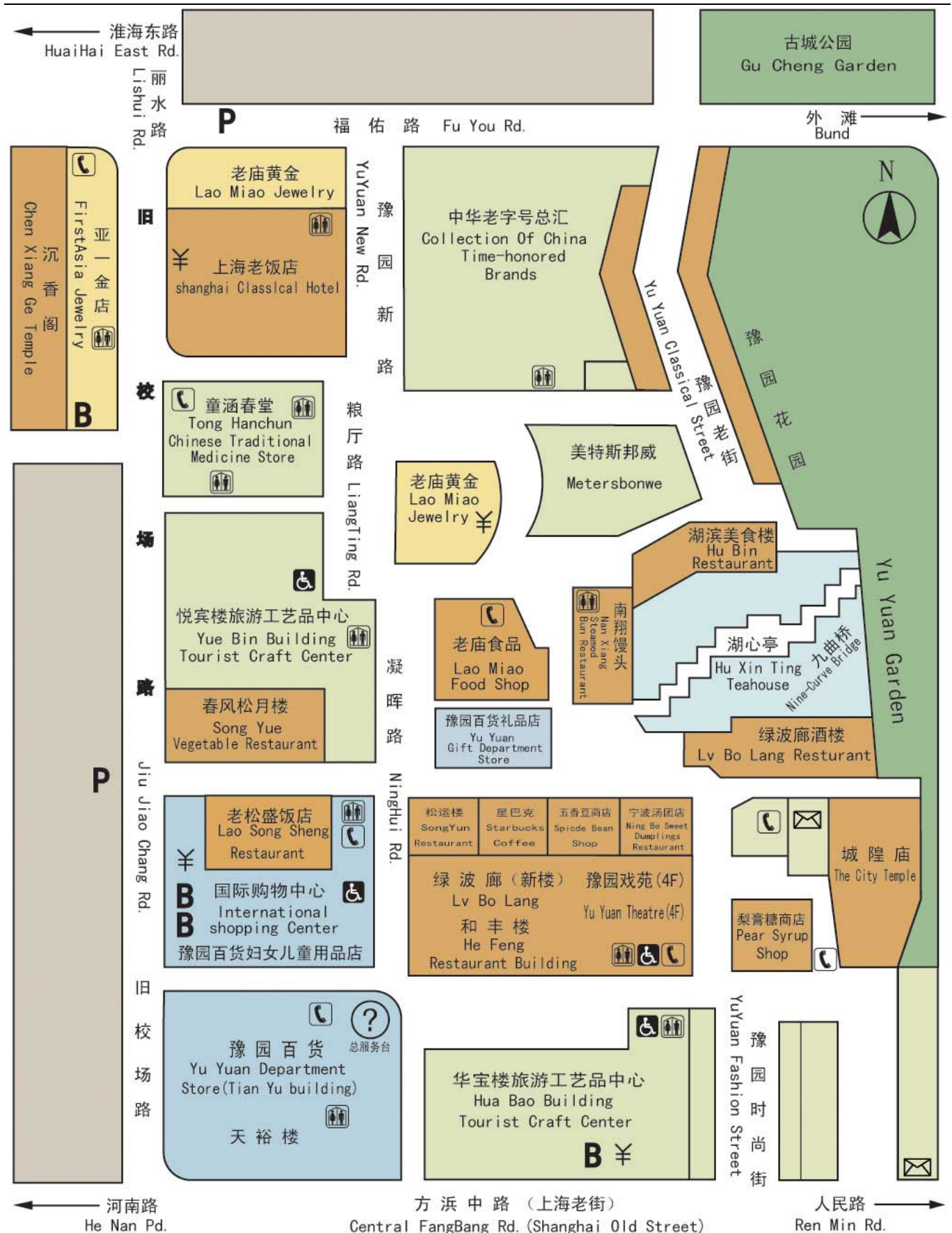
减：营业外支出	30.86	3.54	3.00	3.00
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	912.43	432.21	607.93	862.90
/营业收入 (%)	16.19%	5.50%	6.19%	7.09%
(+/-%)	224.37%	-52.63%	40.65%	41.94%
三、净利润				
减：所得税	131.91	65.22	91.19	129.44
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	780.53	366.99	516.74	733.47
/营业收入 (%)	13.85%	4.67%	5.26%	6.02%
(+/-%)	207.84%	-52.98%	40.80%	41.94%
四、归属于母公司所有者净利润				
减：少数股东损益	20.35	38.44	51.67	73.35
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	760.18	328.55	465.07	660.12
总股本（百万股）	725.92	725.92	725.92	725.92
EPS	1.048	0.453	0.641	0.909
P/E (P=18.83 元)	17.97	41.57	29.4	20.7

表 13 上海本地商业股可比上市公司市盈率对比表

公司	股价 (元)	EPS (元/股)			P/E		
		2008	2009E	2010E	2008	2009	2010E
豫园商城 (600655)	18.83	0.45	0.641	0.909	41.84	29.4	20.7
百联股份 (600631)	12.53	0.32	0.39	0.49	39.16	32.13	25.57
中国铅笔 (600612)	16.92	0.25	0.47	0.61	67.68	36.00	27.74
新世界 (600628)	10.62	0.31	0.34	0.43	34.26	31.24	24.70
友谊股份 (600827)	12.53	0.33	0.48	0.58	37.97	26.10	21.60
益民商业 (600824)	6.34	0.165	0.16	0.19	38.42	39.63	33.37
上海九百 (600838)	6.10	0.0077	-	-	792.21	-	-
平均	-	-	-	-	43.22	33.05	26.24

资料来源 Wind (注：以 2009 年 5 月 21 日收盘价计，P/E 平均值剔除上海九百)

附件2 豫园商城俯瞰示意图



国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。