



批零贸易业/可选消费品

豫园商城 (600655)

双重收益于矿产以及黄金零售

——豫园商城 (600655) 2011 年中报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读:

由于招金矿业投资收益, 公司具有周期类属性, 但其他多元化业务能缓冲业绩波动, 在金价上涨的阶段公司将双重收益于矿产以及黄金零售产业。

投资要点:

- 公司 2011 年上半年收入 92.0 亿元, 增长 62.2%; 净利润 4.7 亿元, 同比增长 21.8%, 对应 EPS0.33 元, 扣非后净利润 4.2 亿元, 同比增长 7.4%。第二季度收入 38.8 亿元, 增长 38.1%; 实现净利润 2.43 亿元, 同比增长 24.6%, 对应 EPS0.17 元。
- 公司第二季度收入增速环比下降明显而利润环比提升主要是由于 1) 公司一季度黄金金条批发销售较多, 毛利率比较低, 实际贡献利润比较少; 2) 2010 年二季度公司因为迎接世博会, 各项费用支出较多, 而 2011 年没有此类支出, 期间费用率下滑明显。
- 公司第二季度综合毛利率 12.2%, 同比下降了 3.2 个百分点, 但环比提高了 3.6 个百分点, 主要原因还是 2011 年黄金批发销售增速快导致毛利率下降, 而一季度相对二季度金条占比又高所引起的。公司去年在迎接、参与世博会期间加大了营业费用和管理费用的投入, 2011 年上半年销售和管理费用较去年仅增长 2300 和 1900 万元, 销售、管理费用率分别下降了 0.8 和 1.2 个百分点。
- 我们预计公司 2011-13 年净利润 8.2/9.9/11.8 亿元, 同比增长 22%/22%/18%, 对应 EPS0.57/0.69/0.82 元, 其中 2011/2012 年招金分别贡献 0.29/0.37 元。公司未来超过一半利润将来自于招金矿业投资收益, 具有周期类属性, 但其他黄金、餐饮、医药、地产等多元化业务能缓冲业绩波动, 在金价上涨的阶段公司将双重收益于矿产以及黄金零售产业。我们给予公司目标价 15.4 元, 对照 2012 年招金利润 20X, 其他业务 25X, 谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,256	12,070	18,286	20,930	24,825
(+/-)%	5%	46%	51%	14%	19%
经营利润 (EBIT)	475	665	789	905	1,024
(+/-)%	17%	40%	19%	15%	13%
净利润	481	673	818	994	1,176
(+/-)%	47%	40%	22%	22%	18%
每股净收益 (元)	0.60	0.47	0.57	0.69	0.82
每股股利 (元)	0.06	0.02	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	5.7%	5.5%	4.3%	4.3%	4.1%
净资产收益率 (%)	12.1%	14.7%	15.4%	15.9%	16.0%
投入资本回报率 (%)	12.3%	11.5%	12.6%	13.5%	12.6%
EV/EBITDA	19.5	24.5	20.8	17.5	15.1
市盈率	20.5	26.4	21.7	17.9	15.1
股息率 (%)	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 15.40

上次预测: 15.90

当前价格: 12.36

2011.08.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.40-17.80
总市值 (百万元)	17,765
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,437/1,437
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	132

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,916
每股净资产	3.42
市净率	3.6
净负债率	64%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.13	0.16
Q2	0.14	0.17
Q3	0.09	0.11
Q4	0.11	0.13
全年	0.47	0.57

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	4%	-13%
相对指数	5%	16%	-9%

相关报告

《金店、金矿共同受益于行业发展》
2011.04.26
《立足多元化发展 投资收益保障近年业绩》
2009.08.18
《投资收益将止滑回升 尚待地产项目盈利》
2009.04.01

模型更新时间: 2011.08.20

股票研究

可选消费品
批零贸易业

豫园商城 (600655)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 15.40

上次预测: 15.90

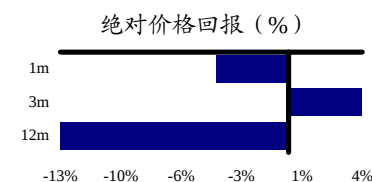
当前价格: 12.36

公司网址

www.yuyuantm.com.cn

公司简介

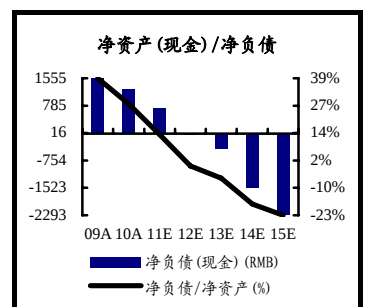
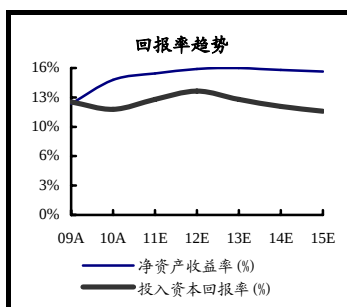
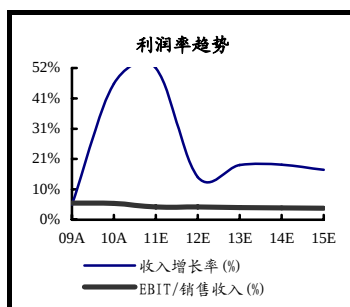
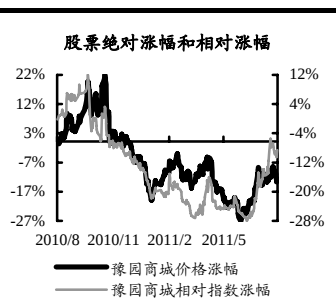
公司地处上海中心商业区,是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体,多元化发展的国内一流的综合性商业集团。公司旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号、上海市著名商标和百年老店等为核心的产业品牌资源,包括"老庙黄金"、"亚一金店"、"南翔小笼"等。公司投资近1.7亿元和山东招金集团等发起设立招金矿业公司,占20%股权(07年2月拟继续托管并受让复星投资所持的招金矿业15%股权);投资3.5亿元持有德邦



52 周价格范围 10.40-17.80
市值 (百万) 17,765

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	8,256	12,070	18,286	20,930	24,825	29,464	34,487
营业成本	7,011	10,359	16,363	18,737	22,275	26,484	31,028
税金及附加	123	159	238	272	323	383	448
销售费用	267	372	393	450	534	633	741
管理费用	380	515	503	565	670	796	931
EBIT	475	665	789	905	1,024	1,168	1,338
公允价值变动收益	-27	12	-20	0	0	0	0
投资收益	272	350	425	531	637	732	828
财务费用	157	170	167	156	141	129	114
营业利润	552	855	1,027	1,280	1,520	1,772	2,051
所得税	64	173	210	255	302	351	406
少数股东损益	26	40	50	60	71	83	96
净利润	481	673	818	994	1,176	1,368	1,580
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,446	2,538	2,527	2,638	3,042	4,124	4,917
其他流动资产	0	8	0	0	0	0	0
长期投资	3,304	3,180	3,180	3,180	3,180	3,180	3,180
固定资产合计	1,034	1,061	1,132	1,180	1,204	1,223	1,245
无形及其他资产	22	85	150	219	287	355	423
资产合计	8,651	10,273	11,215	11,674	13,549	15,280	17,711
流动负债	2,964	3,432	3,612	3,087	3,782	4,131	4,953
非流动负债	1,564	2,059	2,026	2,028	2,031	2,035	2,040
股东权益	3,987	4,570	5,316	6,238	7,343	8,638	10,146
投入资本(IC)	3,439	4,665	5,040	5,380	6,559	7,942	9,550
现金流量表							
NOPLAT	421	535	636	729	824	941	1,077
折旧与摊销	110	114	99	112	126	142	158
流动资金增量	111	-405	-237	-113	-683	-214	-725
资本支出	-40	-46	-185	-199	-189	-199	-219
自由现金流	602	197	312	529	79	669	291
经营现金流	583	555	369	514	25	615	251
投资现金流	-156	276	219	332	448	534	609
融资现金流	-427	235	-599	-735	-69	-68	-67
现金流净增加额	0	1,066	-11	111	404	1,081	793
财务指标							
成长性							
收入增长率	5.1%	46.2%	51.5%	14.5%	18.6%	18.7%	17.0%
EBIT 增长率	16.9%	40.0%	18.7%	14.6%	13.1%	14.1%	14.5%
净利润增长率	46.5%	39.7%	21.5%	21.6%	18.3%	16.3%	15.5%
利润率							
毛利率	15.1%	14.2%	10.5%	10.5%	10.3%	10.1%	10.0%
EBIT 率	5.7%	5.5%	4.3%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%
净利润率	5.8%	5.6%	4.5%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	12.1%	14.7%	15.4%	15.9%	16.0%	15.8%	15.6%
总资产收益率(ROA)	5.6%	6.5%	7.3%	8.5%	8.7%	9.0%	8.9%
投入资本回报率(ROIC)	12.3%	11.5%	12.6%	13.5%	12.6%	11.8%	11.3%
运营能力							
存货周转天数	87	75	58	58	58	58	58
应收账款周转天数	6	4	4	4	4	4	4
总资产周转天数	357	286	214	4	14	11	13
净利润现金含量	1.21	0.82	0.45	0.52	0.02	0.45	0.16
资本支出/收入	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
偿债能力							
资产负债率	52.3%	53.5%	50.3%	43.8%	42.9%	40.4%	39.5%
净负债率	39.0%	27.5%	13.6%	-0.5%	-5.9%	-17.5%	-22.6%
估值比率							
PE	20.5	26.4	21.7	17.9	15.1	13.0	11.2
PB	2.5	3.9	3.3	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	19.5	24.5	20.8	17.5	15.1	12.4	10.4
P/S	1.2	1.5	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率	0.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%



● 2011 年中报情况概述:

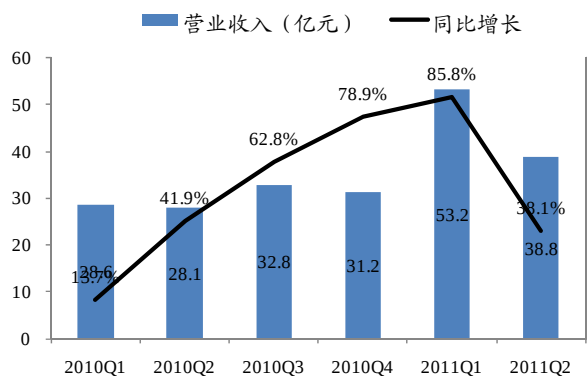
公司 2011 年上半年收入 92.0 亿元, 同比增长 62.2%; 实现净利润 4.7 亿元, 同比增长 21.8%, 对应 EPS0.33 元, 扣除非经常性损益后净利润 4.2 亿元, 同比增长 7.4%, 公司一月出售了申万 500 万股股份, 获得 1760 万元收益。

公司 2011 年第二季度收入 38.8 亿元, 同比增长 38.1%, 增速环比下降了 47.7 个百分点; 实现净利润 2.43 亿元, 同比增长 24.6%, 增速环比上升 5.7 个百分点, 对应 EPS0.17 元。

公司第二季度收入增速环比下降明显而利润环比提升主要是由于

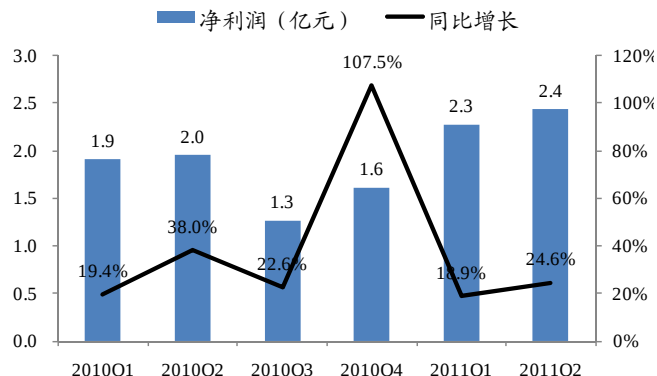
- ✓ 公司一季度黄金金条批发销售较多, 毛利率比较低, 实际贡献利润比较少;
- ✓ 2010 年二季度公司因为迎接世博会, 各项费用支出较多, 而 2011 年期间费用率下滑明显。

图 1: 公司单季度收入情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司单季度净利润情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

● 分行业看, 公司黄金销售增长迅速, 招金贡献度提升

- ✓ 黄金珠宝销售收入增速较快

公司上半年黄金销售收入 79.3 亿元, 同比增长 88.9%, 增速明显超过行业以及其他主要竞争对手增速, 主要是由于公司金条批发销售增长较快, 故也导致了黄金销售毛利率下降明显, 远低于主要竞争对手水平。

公司四川老庙黄金 2010 年开业, 2011 年上半年已实现收入 4.5 亿元, 同比增长 35 倍, 显示了老庙品牌在当地已经被广大消费者认同并接受, 加盟和专柜的拓展也使得收入增速提升迅速。

- ✓ 餐饮由于 2010 年同期世博因素, 2011 年出现同比下降

由于世博园区餐饮关闭导致 2011 年上半年公司餐饮/食品收入同比减少, 但公司加大了餐饮连锁的扩张速度, 在陆家嘴开设了“小吃王国”, “南翔小笼”和“绿波廊”也会积极拓展, 下半年餐饮收入增速有望提升。

- ✓ 招金矿业利润贡献度提升

公司参股的招金矿业上半年净利润同比增长 28.1%, 超过公司净利润增

速，导致招金对于公司的利润贡献度有所提升。另外，国际金价 7 月以来加速上涨，下半年招金的利润增速应为显著提高，提升公司净利润增速。

表 1: 公司 2011 年上半年收入/利润分行业增长情况及毛利率分析 (单位: 亿元)

行业	2011H1 收入	成本	毛利率	收入 YOY	成本 YOY	毛利率变动
黄金饰品	79.3	74.0	6.7	88.9	93.8	减少 2.40 个百分点
餐饮	2.4	0.8	66.7	(25.0)	(34.6)	增加 4.88 个百分点
食品	0.5	0.3	41.3	(7.1)	(5.2)	减少 1.18 个百分点
进出口	4.9	4.9	\	23.9	23.9	减少 0.02 个百分点
医药	2.2	1.8	19.0	(6.0)	(8.8)	增加 2.48 个百分点
工艺品	0.3	0.2	39.9	15.4	14.4	增加 0.52 个百分点
房产	0.0	0.1	(236.2)	(99.0)	(94.8)	减少 271.39 个百分点
百货及服务	2.3	0.7	71.2	11.6	(3.4)	增加 4.48 个百分点
子公司	2010H1 贡献 净利润	2011H1 贡献 净利润	YOY	占公司总利润比重		
招金矿业	1.5	1.9	28.1%	40.4%		

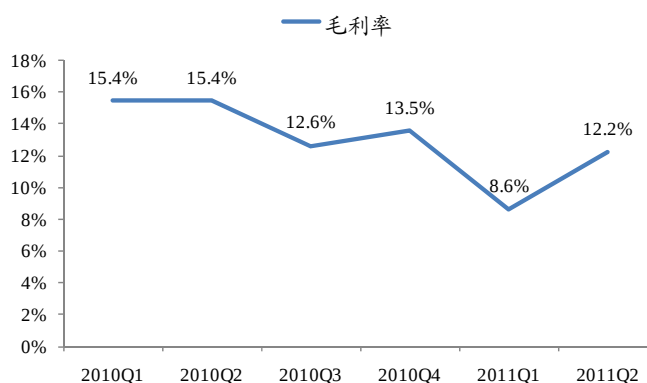
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

● 公司毛利率同比下降，世博费用支出消失使得期间费用率下降

公司第二季度综合毛利率 12.2%，同比下降了 3.2 个百分点，但环比提高了 3.6 个百分点，主要原因还是今年黄金批发销售增速快导致毛利率下降，而一季度相对二季度金条占比又高所引起的。

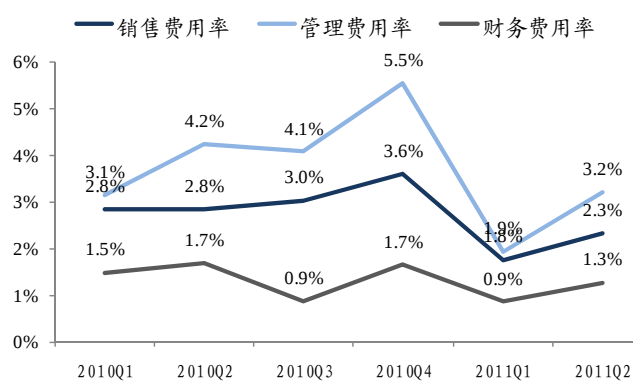
公司 2010 年在迎接、参与世博会期间加大了营业费用和管理费用的投入，2011 年没有相关支出，2011 年上半年销售和管理费用较去年仅增长 2300 和 1900 万元，销售、管理费用率分别下降了 0.8 和 1.2 个百分点。

图 3: 公司单季度毛利率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 公司单季度三项费用率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

● 盈利预测和投资评级

由于金价 2011 年 7 月份以来的大幅上涨,我们调高了招金矿业净利润同比增长幅度,从而调高了公司的盈利预测。

主要假设:

- 公司 2011 年黄金珠宝业务全年收入增速 70%，毛利率下降至 6.5%

左右;

- 餐饮、食品业务 2011 年收入分别同比下降 20%及 5%，毛利率提升 3-4 个百分点;
- 招金矿业 2011 年净利润同比增长 35%;

我们预计公司 2011-13 年实现收入 183/209/248 亿元，同比增速 51%/14%/19%，实现净利润 8.2/9.9/11.8 亿元，同比增长 22%/22%/18%，对应 EPS0.57/0.69/0.82 元，其中 2011/12 年招金分别贡献 0.29/0.37 元。

公司未来超过一半利润将来自于招金矿业投资收益，具有周期类属性，但其他黄金、餐饮、医药、地产等多元化业务能缓冲业绩波动，在金价上涨的阶段公司将双重收益于矿产以及黄金零售产业。我们给予公司目标价 15.4 元，对照 2012 年招金利润 20X，其他业务 25X，谨慎增持。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		