

价值低估，金价上涨显著受益零售股

研究结论

- **黄金牛市格局下，公司经营出现拐点：**国际上黄金官方储备需求及民间投资需求上升远超过黄金供给能力，黄金价格长期看涨；国内受益于居民收入水平提升及消费升级，黄金饰品需求呈现加速增长态势，公司旗下老庙和亚一两品牌形成错位竞争，黄金经营业务出现拐点，总收入和单店收入大幅提升，预计2011年公司黄金业务将实现收入156.36亿元，同比增长70%，单店收入大幅提升72.97%。
- **弹性较大优质投资标的：**公司是受黄金价格影响弹性显著的零售上市公司，公司参股招金矿业所获投资收益贡献净利润为40%。其业绩受金价变动影响较大，我们测算金价变动10%，招金矿业净利润变动30%左右，影响公司总净利润15%左右。受益于黄金价格上涨，招金盈利能力不断提升，预计11~13年，招金矿业贡献投资收益4亿、4.7亿及5.8亿，占净利润比重为33.9%、33.6%及33.26%。
- **未来发展战略清晰：**预期公司未来成长性主要来自黄金饰品零售、餐饮医药为辅的连锁发展。公司十二五规划提出要做精商圈，做大企业，做强投资，做优品牌，做深文化，倾力打造成为“上海第一旅游品牌”，黄金珠宝，争取成为“中国黄金珠宝第一品牌”，成为“行业龙头企业”。同时公司加快餐饮板块、医药板块向外扩张速度。预计未来三年，童涵春堂新开门店增速将超过90%，品牌南翔小笼门店增速将在200%以上，绿波廊、上海老饭店门店数也将增加一倍。
- **自有物业重估价值高：**公司在豫园内圈拥有10万平方米、圈外有3.51万平方米成熟商业物业，这些物业由于取得较早，取得成本较低，受益于伴随商业地产价格不断上涨，公司自有物业重估价值远远超过账面价值，保守估算，公司自有物业重估价值在136.6亿元，重估后公司每股净资产为12元，高于目前股价20.48%左右。
- **股价与基本面明显背离：**公司拥有资金、资本及资源优势，但公司真实价值并没有实现最大化，公司目前市值与真实经营情况出现明显背离，我们从公司资产、股权投资、品牌价值及自有物业上对公司价值进行测算，认为公司未来合理价值在400亿左右，较目前143亿市值溢价179.72%，公司股价存在较高安全边际。
- **投资建议：**我们预测公司2011-2013年分别实现净利润8.85亿元、10.79亿元和13.08亿元，分别增长31.74%、22.01%和21.04%，预测EPS分别为0.61元、0.75元和0.90元。P/E分别为16.22倍、13.28倍、10.97倍。我们看好公司独特经营模式及资源稀缺性，分业务计算公司合理股价为15.25元，目前公司股价9.96元，距离合理股价53.11%的涨幅空间，首次给予公司买入评级。
- **风险分析：**金价下跌、香港品牌和其他本土品牌竞争风险、经济下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王佳
8621-63325888-6074
wangjia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120020

联系人

朱继红
8621-63325888-7524
zhujihong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011年11月17日)	9.96元
目标价格	15.25元
总股本/A股 (亿股)	14.37/14.37
A股市值 (亿元)	143.12
国家/地区	中国
行业	零售
报告发布日期	2011年11月17日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12070	18378	22510	26684
同比(%)	46%	52%	22%	19%
净利润	673	885	1087	1300
同比(%)	40%	32%	23%	20%
毛利率(%)	14%	11%	11%	10%
ROE(%)	15%	16%	17%	16%
每股收益(元)	0.47	0.61	0.75	0.90
P/E (倍)	21.2	16.22	13.28	10.97
P/B (倍)	3.1	2.6	2.2	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、豫园及公司情况	5
1、公司简介-资源得天独厚，无法复制	5
2、公司概况	5
二、黄金市场	6
1、市场容量	6
2、需求结构及特征	7
3、未来金价走势预测	10
三、主营业务	13
1、黄金业务拐点已现，单店收入大幅增长	13
2、餐饮-扩张提速	17
3、其他业务	18
四、股权投资	20
五、豫泰基地：可持续发展源泉	22
六、自有物业重估价值高	23
七、价值明显低估，未来弹性显著公司	24
八、盈利预测及投资建议	25
九、风险分析	26

图表目录

图 1：豫园地处上海城区中心，周边被重要商圈和金融圈包围	5
图 2：豫园商圈占地 5.3 公顷，商业建筑面积约 10 万平方米	5
图 3：公司黄金业务比重不断提升	6
图 4：2010 年，黄金饰品和招金矿业构成净利主体	6
图 5：2009 年中国黄金消费位列世界第二	7
图 6：国际金价不断走高，自 08 年起投资性需求快速上升	7
图 7：10 年金饰占中国黄金消费总量的 62%，其次为金条金币	8
图 8：2009 年各国金饰消费同比增幅	8
图 9：2001 年以来，我国金银珠宝销售额稳步增长	8
图 10：1980-1990 为我国生育高峰	9
图 11：02 年以来，我国登记结婚数量每年大幅攀升	9
图 12：中国黄金消费主体为饰品，投资需求占比 08 年以来开始增长	10
图 13：黄金存量变化示意图	10
图 14：黄金开采量和与美国实际利率正相关	11
图 15：历史上，金价是美国非货币性需求的先行指标	12
图 16：1992-2007，世界金饰需求和金价负相关	12
图 17：各国央行和私人持有者占存量的绝大部分	12
图 18：私人投资者、各国央行和黄金 ETF 是主要参与者	12
图 19：08 年以来全球央行净出售为负	13
图 20：7 月以来主要 ETF 持金量急剧攀升	13
图 21：金价 10 年 8 月以来持续加速走高	13
图 22：国内金银珠宝终端市场规模/亿	14
图 23：门店地区分布-主要以上海和华东为主	16
图 24：门店类型-主要以加盟为特约经销为主	16
图 25：截至 2011 年 8 月，亚一金店加盟店分布	16
图 26：截至 2011 年 8 月，亚一金店经销店分布	16
图 27：餐饮板块毛利不断提升，10 年受益世博收入大幅增长	18
图 28：未来三年收入复合增长率超过 10%	18
图 29：07-10 年，百货板块收入增长的同时成本几乎保持不变	19
图 30：10 年来，公司房地产收入波动较大	20
图 31：预计招金矿业未来三年业绩增长可观	22
表 1：老庙亚一差异	14
表 2：行业内各公司渠道模式对比	15

表 3：直营盈利能力强，扩张速度慢；加盟和经销优势在于扩张速度快	15
表 4：豫园商城黄金业务门店类型及数量	17
表 5：豫园商城黄金业务分品牌门店类型	17
表 6：百货板块主要店铺情况	19
表 7：开发项目情况概览	20
表 8：公司主要的投资项目	21
表 9：招金矿业未来三年黄金产量预测（单位：万盎司）	21
表 10：招金矿业未来三年收入净利润预测表	22
表 11：公司自有物业重估	23
表 12：按业务估值	24
表 13：公司各项业务预测	25
表 14：行业公司比较 2011/112011/11/7/7	26
表 15：金价变动对招金矿业盈利敏感性分析	27
表 16：黄金销售业务对金价敏感性分析	27

一、豫园及公司情况

1、公司简介-资源得天独厚，无法复制

豫园始建于明朝嘉靖年间，是著名的江南古典园林，闻名中外的名胜古迹和游览胜地，1982 年被国务院列为全国重点文物保护单位。从地理位置上讲，豫园商城身处聚文气、人气、财气之精髓的上海城市腹地，不仅是海派商贾的根，沪上金字招牌的脉，更成为时尚风潮的引领者。

豫园商城依托豫园商圈打造“上海第一旅游品牌”这一资源，积极开展多元化发展业务。公司餐饮业务和百货业务经营在核心商圈内，同时公司自有物业 10 万平方米也位于豫园商圈内。

图 1：豫园地处上海城区中心，周边被重要商圈和金融圈包围



资料来源：google 地图，东方证券整理

图 2：豫园商圈占地 5.3 公顷，商业建筑面积约 10 万平方米



资料来源：豫园商城官网，东方证券整理

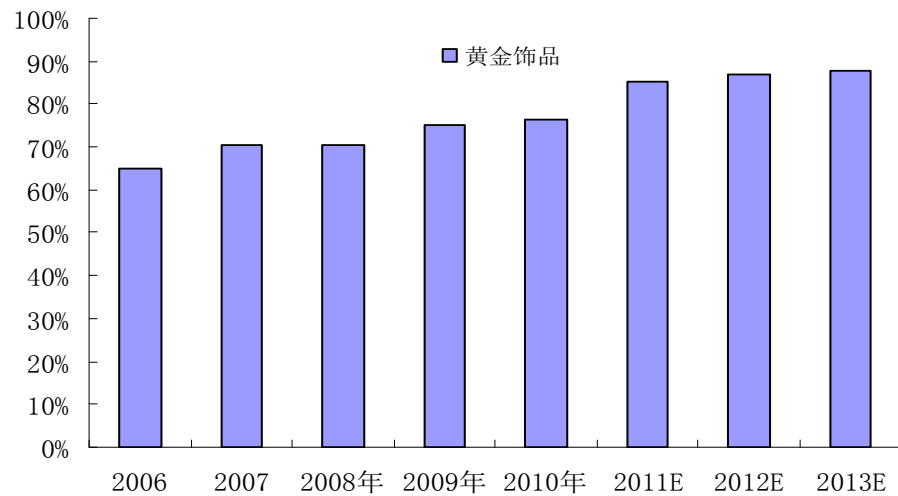
2、公司概况

公司是典型控股公司，旗下子公司众多。公司业务多元化经营，主要有黄金饰品、餐饮、医药、房地产和进出口五大块。除主业外，公司还参股招金矿业等公司，其中黄金饰品业务是收入的主要来源，覆盖黄金饰品的生产、加工和销售全领域。

黄金业务占比不断提升：公司旗下拥有老庙黄金、亚一金店两大品牌，在上海业界“四大金刚”中占有两席，2010 年黄金实现销售规模 91.98 亿元，同比增长 47.98%，占公司总收入的 76.2%，受益于黄金饰品行业景气持续高涨，公司未来 3—5 年将会继续加快自身品牌扩张，加快开店速度，公司黄金业务占比将会继续提升，我们预计 2011 年公司黄金收入 156.36 亿元，同比增长 70% 左右，在主营收入所占比重由 10 年 76.2% 提升至 85.08%。

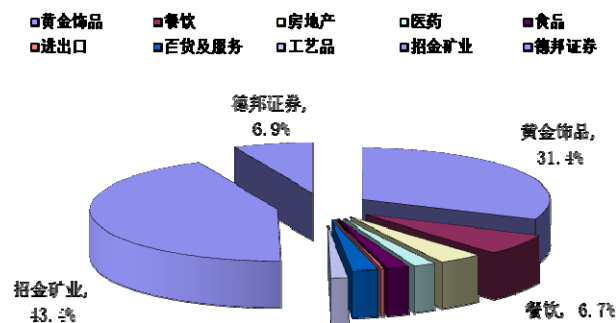
主营业务与股权投资并重：在其主营业务中，黄金饰品业务量大利薄，餐饮业务则小体量高毛利，二者相加贡献了公司主营业务约 80% 的利润。公司除经营黄金饰品零售业务外，还涉足黄金饰品上游企业，参股招金矿业 26.18% 股权，2010 年招金矿业投资收益对公司净利润贡献占比 46.7%。黄金零售利润占比贡献 34%，二者对净利润贡献接近 80%。

图 3：公司黄金业务比重不断提升



资料来源：东方证券预测

图 4：2010 年，黄金饰品和招金矿业构成净利主体



资料来源：公司公告，东方证券整理

二、黄金市场

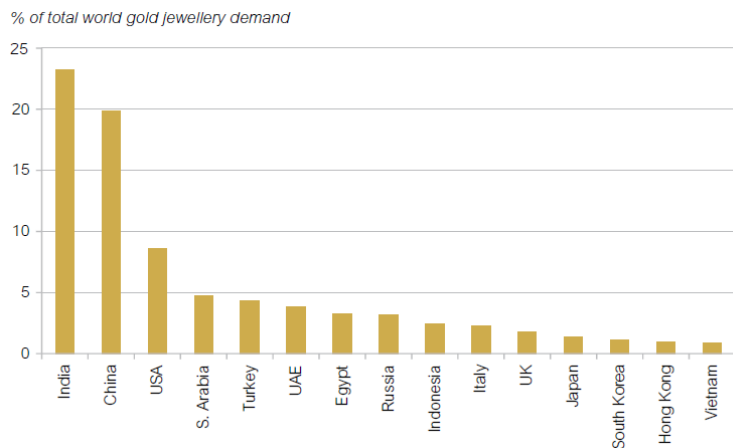
1、市场容量

中国有望超越印度成为黄金第一消费国

世界黄金协会发布的 2011 年第一季度《黄金需求趋势报告》显示：2010 年中国黄金年度总需求量首次突破 700 吨大关，同比增加 32%。其中黄金投资需求总量达到 187.4 吨，同比增长了 71.1%。中国是仅次于印度的世界第二大黄金购买国，但目前中国人均珠宝消费量仅为 0.26 克，是拥有相似黄金文化地区中消费量最低的国家之一，如果中国的人均消费量能达到印度、中国香港地区或沙特阿拉伯的水平，仅珠宝消费方面中国的黄金需求每年可能增加 100 吨。另外，中国目前黄金储备只占全部外汇储备的不到 2%。世界黄金协会认为，按国际标准来衡量，2%的黄金储备水平仍然很低，如果央行将黄金在外汇储备中所占的比例提高至 2.2%，以目前金价粗略估算，也需要增持约 400 吨的黄金。

我们认为伴随中国经济的持续稳定增长，中国黄金需求有望在未来持续保持快速增长，中国的黄金消费量未来可能超过目前黄金第一大消费国印度。

图 5：2009 年中国黄金消费位列世界第二



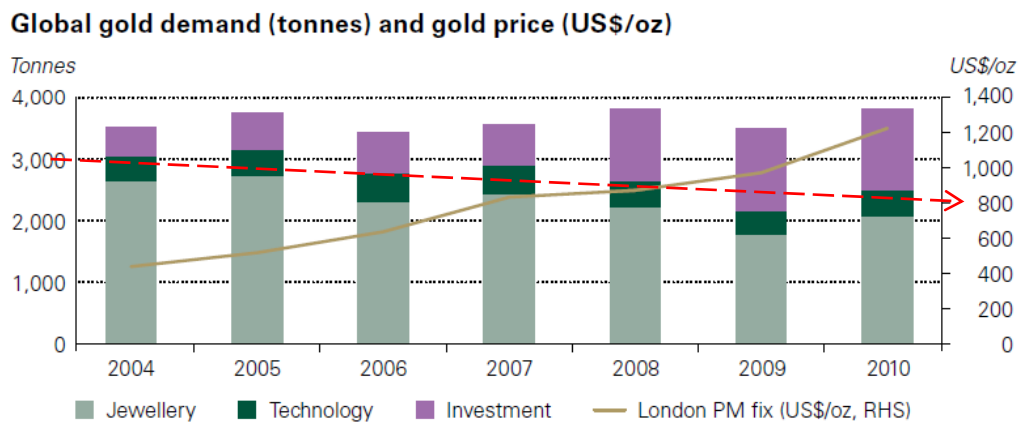
资料来源：GFMS, WGC, 东方证券整理

2、需求结构及特征

世界黄金市场：饰品消费缓慢下降，投资需求急速上升

从 2004 年至 2010 年全球黄金历史统计数据来看，珠宝首饰领域对黄金的需求量从 2004 年到 2010 年总体上表现出缓慢下降的趋势，2010 年总水平在 2000 吨左右。金条和金币需求总量从 2004 年至 2007 年均保持在 300-400 吨的水平，但从 2008 年起需求急剧上升，2008 年为 860 吨、2009 年为 743 吨、2010 年为 995 吨。

图 6：国际金价不断走高，自 08 年起投资性需求快速上升



资料来源：GFMS, LBMA, WGC, 东方证券整理

中国黄金市场：黄金饰品为需求主体，投资需求增长加速

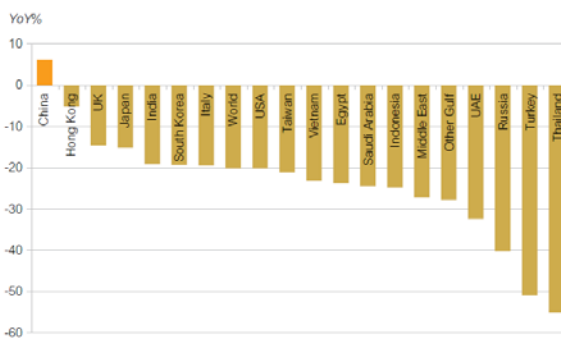
黄金的需求可分为消费性需求（黄金首饰）、投资性需求（金条金币）和工业需求。消费性需求中很大一部分和中国传统文化相联系，另一部分为婚嫁首饰需求，其余则为随机性消费，2010年，消费性需求和投资性需求分别占据了我国黄金市场62%和28%的市场份额，其余10%为工业需求及其他。

图7：10年金饰占中国黄金消费总量的62%，其次为金条金币



资料来源：中国黄金协会，东方证券整理

图8：2009年各国金饰消费同比增幅

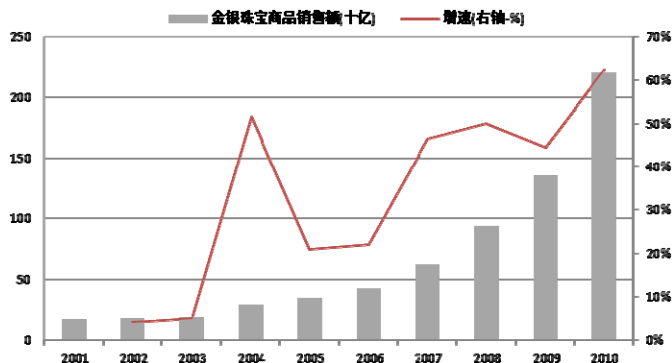


资料来源：GFMS, WGC, 东方证券整理

中国黄金消费需求正处加速增长阶段，预计未来三年年均增速有望达到20-30%

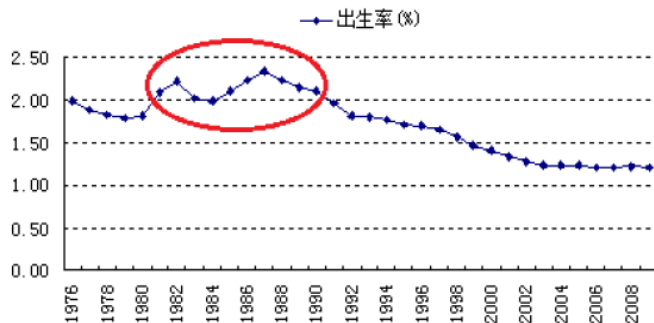
受益于经济高速增长和人民生活水平提高，国内黄金珠宝消费持续保持高速增长。2001年至2010年，我国金银珠宝商品销售额10年复合增速为28.9%，高于同期所有商品销售额复合增速6.0个百分点。2011年1-9月，限额以上企业金银珠宝零售额152亿，同比增速为39.72%，高出所有商品零售额同比增速4.42个百分点。由于国内传统文化等因素，中国黄金消费需求相比其他国家表现出刚性。2009年金融危机期间，全球黄金需求大幅下降，中国成为世界上黄金饰品消费唯一保持正增长的国家。

图9：2001年以来，我国金银珠宝销售额稳步增长

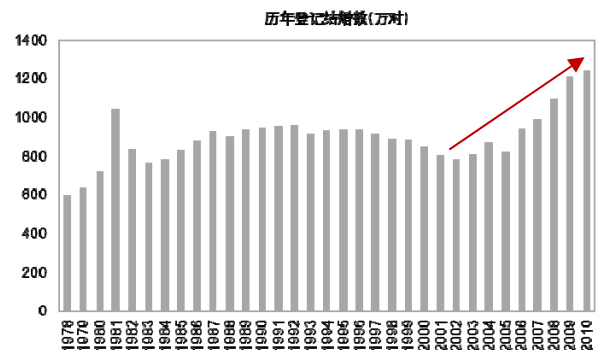


资料来源：国家统计局，东方证券整理

另外受益于消费升级及婚龄人口高峰期，中国黄金珠宝消费增速将会进一步加速提升。按照国际上经验，人均 GDP 超过 3000 美元后，居民消费将从以往的解决温饱中解放出来，开始寻求享乐型消费，由此带来奢侈品市场在一段较长时间的持续繁荣。中国居民人均 GDP 在 2008 年首次超过 3000 美元，2010 年达到 4384 美元，城镇人均可支配收入约为 2823 美元（19109 元）。同时我国 80 年代至 90 年代生育高峰出生的人，未来十年将逐步进入适婚年龄，由此将带来黄金饰品消费的强劲需求。根据民政部公布的数据，我国登记结婚人口数近十年来逐年上升，2002 年为 786 万对，2010 年达到 1241 万对。鉴于我国人口出生高峰维持到 1990 年前后，我们预计我国登记结婚人口数量将在未来 5 到 10 年达到峰值，这部分刚性需求将是维持行业高速增长的有力保障。

图 10：1980-1990 为我国生育高峰


资料来源：国家统计局，东方证券整理

图 11：02 年以来，我国登记结婚数量每年大幅攀升


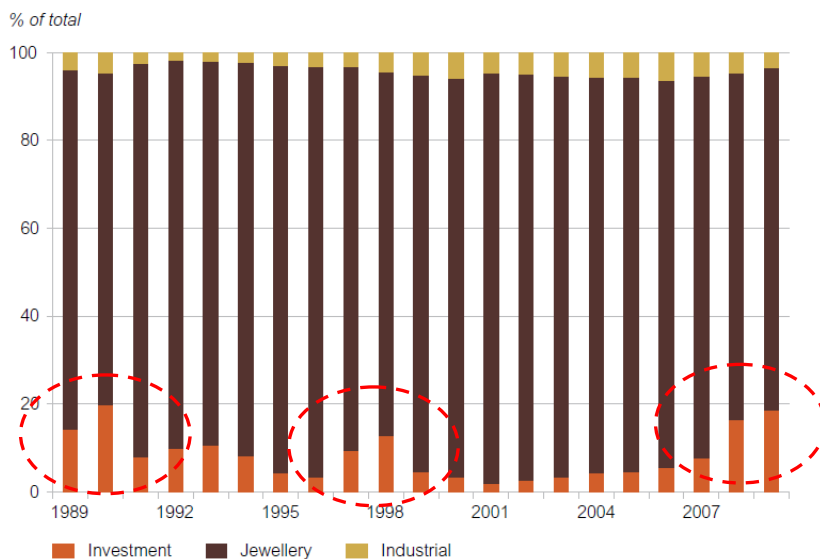
资料来源：国家民政局，东方证券整理

受央储及民众避险需求，中国黄金投资需求增速超过消费需求增速

投资性需求主要是为了抵抗通胀、保值增值。08 年以来伴随着全球通货膨胀预期的不断增强，这部分需求增长很快，回顾黄金投资的历史，每一次黄金投资需求的急剧增长都和经济金融危机、通货膨胀及国际政治局势动荡相关。投资需求占总需求比例 2007 年为 7%，2008 年上升到 17%，2009 年为 19%，2010 年上升为 28%。

我们认为主要有四方面因素将进一步拉动中国黄金投资性需求的增长。1、根植于中国文化之中的黄金投资传统；2、新兴市场的通胀恐慌。全球流动性过剩的状况导致资本大量涌入新兴市场，尤其是中国。这些资本流入对通胀产生了推波助澜的作用，这导致中国消费者纷纷转向黄金投资；3、中国国内投资渠道有限，大量投资者日益转向将黄金作为储蓄和投资多元化的手段，而中国机构对提高黄金类资产分配的需求也越来越大；4、中国顶尖经济学者均主张增加中国的黄金储备，以保存储蓄量，并对冲外汇储备的贬值情况。2011 年第一季度中国大陆黄金投资需求量达到 90.9 吨。预测未来三年年均增速超过 30%以上。

图 12：中国黄金消费主体为饰品，投资需求占比 08 年以来开始增长



资料来源：GFSM，WGC，东方证券整理

3、未来金价走势预测

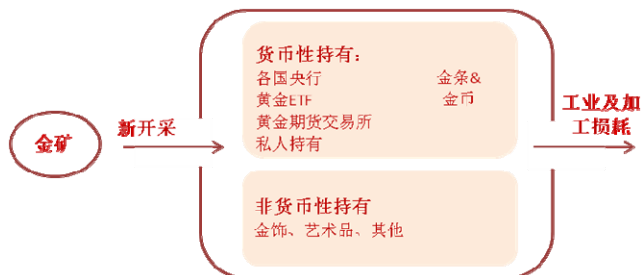
影响黄金价格的主要因素：

----实际利率、央行净出售、黄金 ETF 需求、黄金期货库存需求

和世界上所有其他商品一样，决定黄金价格的，是供给与需求。黄金的特殊性在于，一方面它有着货币属性，一方面它又是价格受各种国际因素影响的大宗商品。并且黄金和其他大宗商品（如天然气）相比有一个显著的不同：不考虑加工中的损耗，黄金在消费过程中（黄金工业需求除外）并未被消耗掉。

由于黄金在消费过程中并未被消耗掉这一特性，我们可把黄金存量看做一个池子，池子的流入部分为新开采的黄金，流出部分为工业使用和黄金加工过程中的损耗。而池中主要的两个构成部分为：以金饰艺术品等存在的非货币性持有，及以金条金币等形式存在的货币性持有。如图所示：

图 13：黄金存量变化示意图

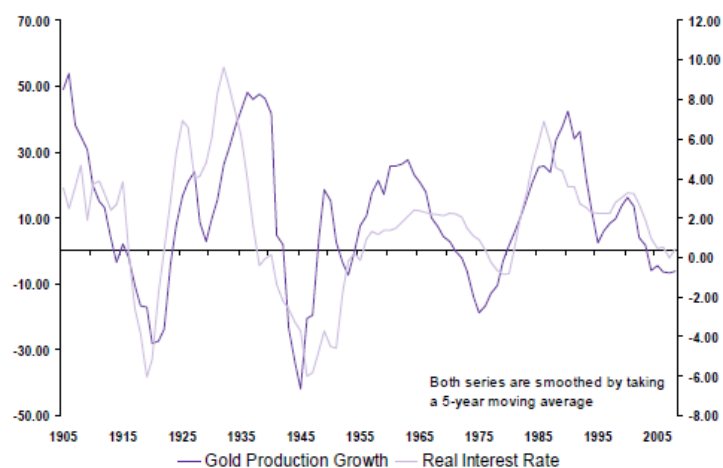


资料来源：东方证券整理

供给方面，黄金的初次供给主要是黄金开采量。历史数据显示，黄金开采量和实际利率正相关，实际利率高的时候黄金开采量也高，实际利率低的时候开采量低。我们认为：黄金开采量的主要影响因素为黄金的边际开采成本，边际开采成本可进一步分解为现实开采成本和机会成本。现实开采成本的主要决定因素为社会物价水平，短期内相对稳定；机会成本可理解为黄金在今天被开采了导致明天无黄金可采的成本，该因素主要受贴现率（操作中我们用实际利率表示）的影响。实际利率降低，开采量减少，实际利率上升，开采量增加。

图 14：黄金开采量与和美国实际利率正相关

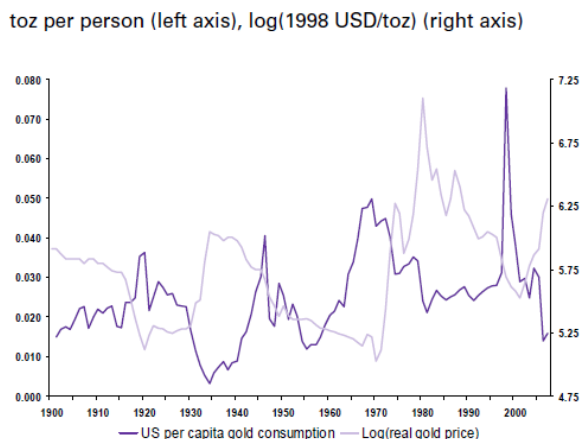
% change (left axis), ex-post US real interest rate (right axis)



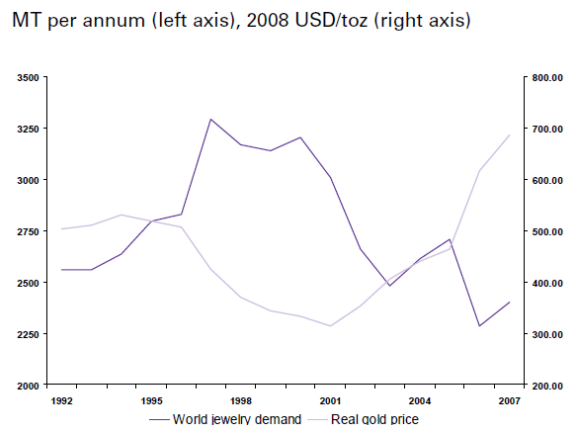
资料来源：USGS, RobertShiller, GSGlobalECSResearch, 东方证券整理

黄金存量虽然不直接决定价格，但持有的黄金随时有可能被出售，从而转化为供给，历史上，央行是主要的黄金净出售方。黄金饰品等非货币性持有可以被近似看做已经退出流通，但如果金价涨幅较高，可能引发黄金饰品持有者熔融饰品从而增加供给。

需求方面，主要分为非货币性需求（金饰和工业需求）和货币性需求（投资需求，主要形式为金条金币）。非货币性需求占比较大但相对稳定，投资性需求主要受国际政治局势和经济金融状况影响，波动较大。因此实际决定金价走势的主要是投资性需求，而不是占比大的非货币性需求。相反，是金价走势影响了非货币性需求。

图 15：历史上，金价是美国非货币性需求的先行指标


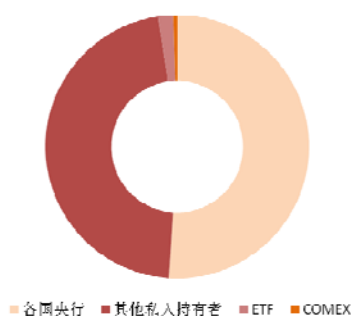
资料来源：USGS, GSGlobalECSResearch, 东方证券整理

图 16：1992-2007，世界金饰需求和金价负相关


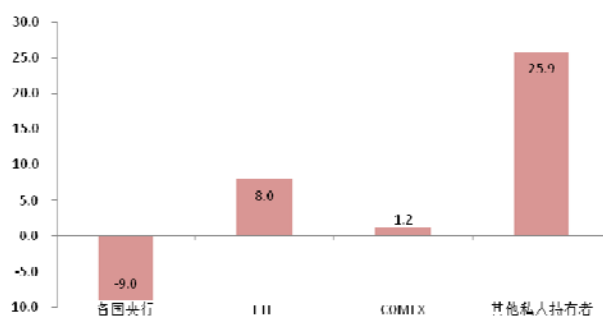
资料来源：GFMS, COMEX, GSGlobalECSResearch, 东方证券整理

在投资性需求方面，主要有四个主体参与其中：各国央行、黄金 ETF、黄金期货交易所、及其他私人参与者。从存量上看，各国央行和私人持有的实物投资黄金几乎占据所有份额，黄金 ETF 和黄金期货交易所持有的黄金份额占比很小。但从交易量上看，各国央行和黄金 ETF 量比较大，并且黄金 ETF 需求量有逐年上升的趋势。

从量上我们可以看出，各国央行和黄金 ETF 是影响黄金价格的主要主体，私人持有者由于数量众多且分散，我们认为其对金价的影响并非领导性的，而是被动对金价做出反应。另外，由于黄金期货会影响现货价格，黄金期货交易所的库存需求也是需要关注的因素。

图 17：各国央行和私人持有者占存量的绝大部分


资料来源：WGS, GFMS, COMEX, 黄金 ETF, 东方证券整理

图 18：私人投资者、各国央行和黄金 ETF 是主要参与者


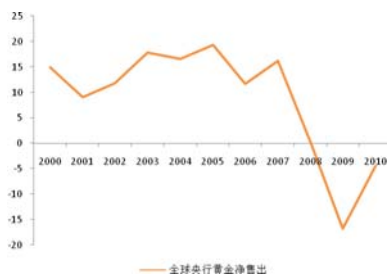
资料来源：WGC, GFMS, COMEX, 黄金 ETF, 东方证券整理

未来金价预测

07 年以来，伴随着美国次贷危机引发的全球金融危机，以及之后不断升级的欧债危机、美国的三次量化宽松，全球货币泛滥。黄金作为有效的避险手段受到了各国央行、机构投资者和私人的广泛青睐。在投资渠道有限或者长期负利率的国家，黄金更是中短期优秀的投资标的。数据显示，08 年下半年以来全球央行黄金的净出售量为负值，与此同时，主要黄金 ETF 的持金量在今年上半年一定数量的减少后，7 月开始又呈现急剧攀升态势。

根据东方证券有色团队预测，未来两年黄金价格将保持 10% 以上的复合涨幅。短期来看，黄金价格持续走高对公司是一个利好，因为公司的存货会随着金价的上涨而增值，从而提高公司的毛利率。另一方面，持续走高的金价会激发国内黄金投资者的热情，增加金条销售量，从而增加公司收入。

图 19：08 年以来全球央行净出售为负



资料来源：bloomberg，东方证券整理

图 20：7 月以来主要 ETF 持金量急剧攀升



资料来源：bloomberg，东方证券整理

图 21：金价 10 年 8 月以来持续加速走高



资料来源：bloomberg，东方证券整理

三、主营业务

1、黄金业务拐点已现，单店收入大幅增长

旗下两品牌差异定位，错位竞争

公司旗下老庙和亚一两品牌形成错位竞争，其中老庙更多的注重金条和纯金制品的批发和零售，亚一更加注重镶嵌类和玉器类商品的销售。

“老庙黄金”是公司黄金珠宝业务的主力品牌，源于 1896 年（清光绪 22 年）开业的“费文元”银楼，至今已有百余年历史，现已成为一家集设计、生产、加工、批发、销售金银珠宝于一身的知名企业，以优质的产品、温馨的服务和成功的广告演绎了品牌的深刻涵义，成为中国金饰业龙头。老庙黄金产品以时尚金饰（唯有金、宝贝金、K-Gold）、恒久美钻（ForeverMark、爱情地带、精品裸钻）、好运金条（生肖金条、好运金条、龙凤金条）为主，其中金条销售比重较大。

“亚一金店”源于解放前的“宝成银楼”，目前以经营黄金、铂金、钻石、珠宝玉器而闻名遐迩，诞生出亚一金店和亚一品牌，产品包括：婚庆系列、生肖系列、宝宝系列、情侣系列、亲情系列。亚一金店定位时尚消费，“倡导都市流行文化，引导都市消费潮流”，吸引了大批年轻消费者

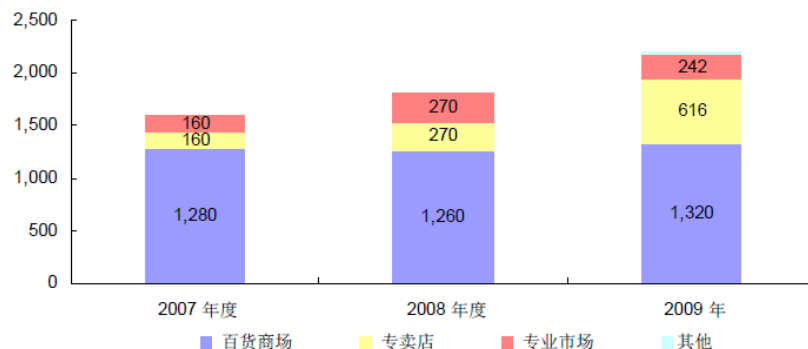
表 1：老庙亚一差异

	定位	目标人群	代表广告语	产品	定价
老庙黄金	传统黄金首饰	传统黄金消费人群	老庙黄金给您带来好运气	各种首饰、金条	主要按重
九天名玉	体现精巧，品位艺术	收藏鉴赏		玉器摆件	按件
L&M	强调个性魅力，崇尚设计和体验	恋爱或即将步入婚礼殿堂的都市白领		高端 VIP 服务，珠宝定制	按件
亚一	把握潮流、引导消费	新婚夫妇、时尚一族、年轻白领	亚一款式最流行	各种首饰、金条	主要按重

资料来源：公司网站，东方证券整理

市场分散，行业集中度低

中国黄金饰品市场还极度分散，行业集中度较低，行业 CR3 仅为 10% 左右。绝大多数本土企业规模较小，品牌知名度差，竞争力较弱。少数有品牌和规模的企业，多数是地域性品牌，跨区域全国性的品牌影响力较小。因此我们认为未来中国黄金饰品市场竞争格局依然是扩大市场规模，抢占市场份额格局，大力发展加盟店、特许经销商及跨区域收购兼并和整合将是未来快速扩张的重要途径。

图 22：国内金银珠宝终端市场规模/亿


资料来源：中宝协，东方证券整理

批发是扩张主要渠道

公司黄金业务包括零售和批发两种模式，其中，零售业务的经营方式为从交易所购买黄金，采购主要集中于每年交易所的 4-5 次订货会，并委托加工，然后流通环节卖出，因此零售毛利率相对较高，约为 20-25%，零售业务主要是直营店，

批发业务是加盟店和经销网点的主要经营模式，由于公司将成品提供给加盟店进行销售，其毛利率较低，约维持在 3-5% 的水平，批发业务主要是加盟店和特许经销商。

目前黄金饰品主要品牌中，豫园商城和老凤祥的渠道模式主要以加盟店和特约经销为主，明牌珠宝、潮宏基和谢瑞麟主要以直营为主。香港品牌中，六福集团和周大福是直营和经销平分秋色，而周生生则是毛利高的珠宝领域采取直营，而目前毛利低的贵金属领域则采取批发模式。

表 2：行业内各公司渠道模式对比

公司	品牌	产品结构	销售模式
豫园商城	老庙、亚一	黄金首饰为主	批发为主
老凤祥	老凤祥	黄金首饰为主	批发为主
明牌珠宝	明牌	铂金、黄金为主	零售为主、加盟占比高
潮宏基	潮宏基、VENTI	K 金首饰、小镶嵌为主	零售为主、直营占比高
谢瑞麟	TSL、SAXX	铂金、钻石首饰为主	全部直营
六福集团	六福、LuvinaJewelers	黄金简单配饰、小镶嵌	零售为主、经销占比高
周生生	周生生、点睛品	黄铂金首饰为主	珠宝直营、贵金属批发
周大福	周大福	黄金首饰为主	直营经销并重

资料来源：公司年报、东方证券研究所《潮宏基-志存高远，厚积而薄发》

在各种销售渠道中，直营毛利率最高，销售费用也最高，考虑销售费用差异之后，直营的利润率依然是最高的。直营的优势在于对门店终端完全的控制能力，有利于品牌维护，缺点在于扩张的成本很大（新开门店成本、铺货成本、存货流通和存储风险），扩张速度慢。加盟店与特约经销的利润率低，对销售终端控制能力差。尤其是特约经销模式，对经销商依赖大，但加盟店与特约经销的优势在于扩张成本较低，扩张速度快、资金周转快、经营风险可控。

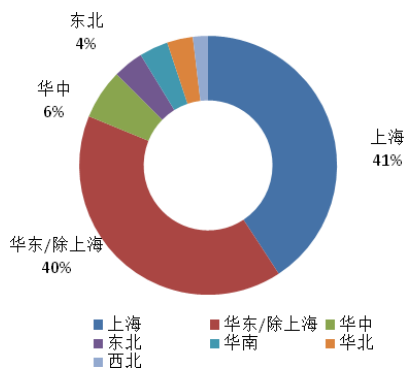
表 3：直营盈利能力强，扩张速度慢；加盟和经销优势在于扩张速度快

渠道类型	终端控制力	扩张速度	盈利能力	销售类型
直营	+++	+	+++	零售
加盟	++	++	++	批发
特约经销	+	+++	+	批发
金交所			+-	批发

资料来源：东方证券整理

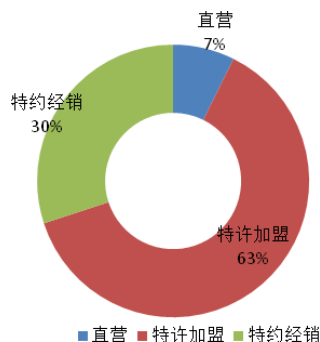
公司在黄金饰品的经营中，出于风险控制和低成本扩张的考虑，公司黄金业务门店目前主要以加盟店和特约经销商为主，目前公司零售和批发业务占比是 30%和 70%左右。批发占比较大是顺应黄金饰品市场当前（存货价值高昂，铺货成本高，运输和储存风险高）和行业仍处于发展初期阶段（行业集中度低，竞争充分，毛利率低，品牌影响力有限）等特点，虽然已批发为主的经营模式毛利率较低，但在行业还存在区域性分隔、集中度较低情况下，公司黄金业务一方面巩固和加强上海及周边地区的直营店盈利能力，另一方面通过加盟店等渠道实现全国性营销网络的快速扩张，从而快速提升市场份额和实现收入快速增长是最好的扩张方式。

图 23：门店地区分布-主要以上海和华东为主



资料来源：公司网站，东方证券整理

图 24：门店类型-主要以加盟为特约经销为主

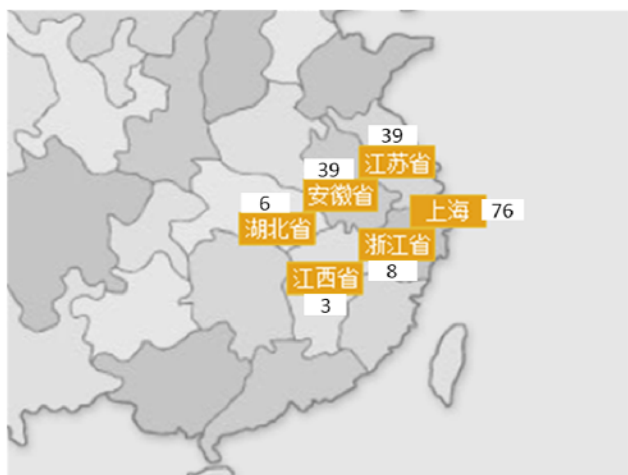


资料来源：公司年报，公司网站，东方证券整理

未来扩大二三线城市布局，预计每年新开门店 200 家

截至2010年底，公司共有门店1341家，其中直营店99家，特许加盟店753家，特约经销门店489家。其中老庙黄金共有929家门店，地区分布上主要以上海和华东地区为主，门店类型上主要以加盟店和特约经销为主。亚一金店共有412个门店，其中直营店全部分布在上海，加盟店主要分布在华东地区，分别分布在上海、江苏、安徽、浙江、湖北和江西，专柜和特约经销店主要分布在华北、华东和华南，分别分布在江苏、上海、安徽等16个省。

图 25：截至 2011 年 8 月，亚一金店加盟店分布



资料来源：公司网站，东方证券整理

图 26：截至 2011 年 8 月，亚一金店经销店分布



资料来源：公司网站，东方证券整理

公司十二五期间对黄金业务提出5年规划，在今后5年发展规划中，老庙黄金将确保在中国宝零售业中前三位，力争第二，追求第一，成为行业的领头羊。未来加快开店速度加快自身品牌的拓展步伐，扩大市场占有率，在积极拓展全国销售网络的同时，构筑全国区域分销和代理体系，以提高竞争力。预计未来

3-5年公司每年新开门店200家左右，以直营、加盟、经销商扩展成分为主，由华东市场转向立足于全国，将门店逐步辐射到一级城市，区域性，二级城市—加盟商，三级城市—经销处。同时不排除公司加大对黄金业务支持力度，通过收购兼并或合资合作等方式，吸纳具有优势的国内外品牌，实现品牌的多元化，以加速主业发展的动力。

表 4：豫园商城黄金业务门店类型及数量

门店类型	2007	2008	2009	2010
直营	48	52	82	99
特许加盟	153	324	491	753
特约经销	450	552	474	489
合计	651	926	1047	1341

资料来源：公司年报，东方证券整理

表 5：豫园商城黄金业务分品牌门店类型

	直营店	加盟店	特约经销
亚一	31	171	210
老庙	68	528	179

资料来源：亚一金店官网，东方证券整理

2、餐饮-扩张提速

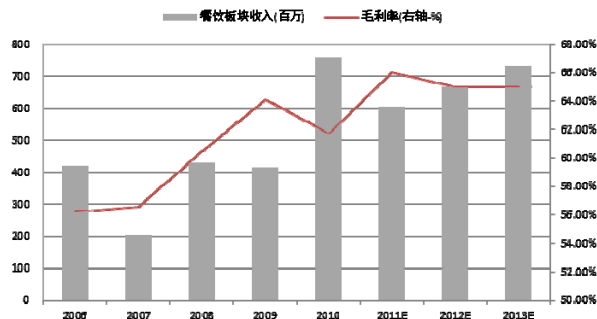
公司除黄金饰品零售业外，另一利润贡献较多的业务是餐饮连锁经营。旗下拥有诸多品牌，涵盖正餐、点心、连锁餐饮及酒店等，包括上海老饭店、湖心亭茶楼、绿波廊酒楼、南翔小笼、小吃广场等，其中南翔小笼以餐饮连锁方式经营，国内国外共同发展。

由于餐饮业务毛利率较高，平均毛利率超过60%，因此餐饮收入占比6.25%，主营利润占比却高达31%，是除黄金饰品外贡献利润最多的另一主要来源。公司未来将加快餐饮板块的扩张速度，组建多元投资、多品牌聚集的专业外拓公司，采用新的考核方法和激励机制，2011年重点瞄准长三角地区，重点发展南翔小笼、老饭店和绿波廊。在品牌定位上将参考鼎泰丰模式。

上海老饭店：创建于清光绪元年（1875年），原名“荣顺馆”，2000年10迁址至豫园，是重要的涉外餐馆，先后接待过印尼总统梅、俄罗斯前总统普京夫人等，拥有最原汁原味的正宗本邦经典菜肴，是上海正餐的代表。现已在日本名古屋和东京相继开出2家分店。

绿波廊酒楼：以国宴、船点著称，以接待世界政要、国宾名流最多而享誉海内外，英国女王伊丽莎白二世、美国前总统克林顿、古巴共和国主席卡斯特罗等国家元首都是座上贵宾。目前有3家直营店，分别为位于豫园的绿波廊酒楼（老楼）、新绿波廊及绿波廊会所。此外，还有2家北京绿波廊，模式为品牌输出。2008年9月，绿波廊落户德国“汉堡豫园”。

南翔小笼：国内国外齐发展，目前在国外共有15家店，分别分布在日本、韩国、印尼（6家）、新加坡（3家）、马来西亚和香港。在国内有5家店，全部分布在上海。公司对这些海外门店为品牌输出的模式，并没有股权。这些门店对公司业绩贡献较小，公司正在考虑收购部分海外门店的股权。南翔小笼的可复制性比较强，公司未来将加快开店步伐，预计未来将新开门店9家，上海市内6家，市外3家。

图 27：餐饮板块毛利不断提升，10 年受益世博收入大幅增长


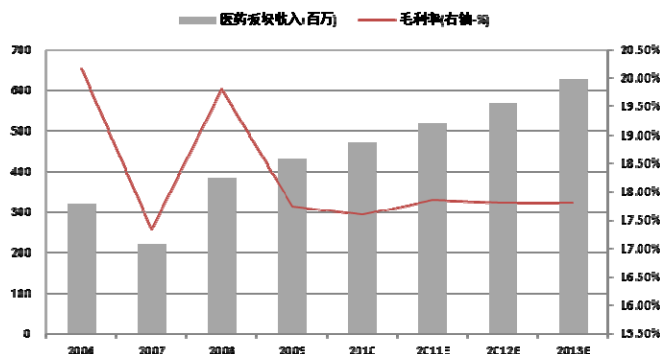
资料来源：公司年报，东方证券整理

3、其他业务

医药：未来三年收入符合增长率超过 10%

公司医药板块拥有药业连锁、中药饮片、制药、投资发展 4 家子公司，主要经营中药老品牌“童涵春堂”，该品牌在上海市区有 38 家直营连锁药店（其中 9 家医保定点单位）、18 家专卖柜。产品主要为中药精制饮片、旅游精制饮片冬虫夏草系列品牌产品，六味地黄丸（浓缩丸）系列中成药等。公司未来将重点发展“童涵春堂”品牌，打造多个中华老药铺，探索药妆、药食、药膳等混合业态组合的外拓发展道路，以社区商业中心和城镇商业街作为目标市场，加快童涵春堂连锁业态的发展。公司未来三年的计划为新开直营店、专柜、加盟店 50 家，形成较具市场竞争力统一规范格局的品牌特色经营网络。

2010 年医药板块实现收入 4.7 个亿，营业利润 0.83 个亿，占主营业务比例分别为 4.0% 和 6.0%。我们也较为看好该项业务，预计未来 3 年收入符合增长率超过 10%。预计 2011 年医药板块实现净利润 2000 万左右。

图 28：未来三年收入复合增长率超过 10%


资料来源：公司年报，东方证券整理

百货：盈利稳定

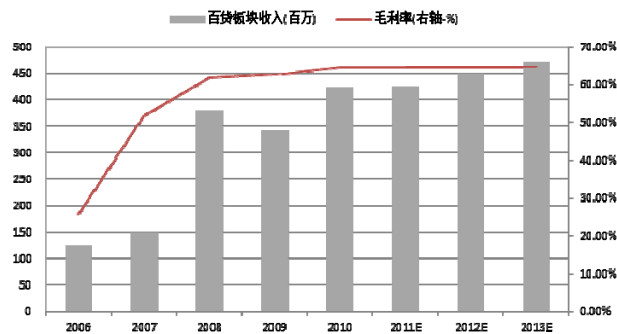
公司的百货及服务主要集中在豫园商圈内，分为百货及小商品等。由于豫园内圈的物业全部为上市公司所有，因此公司的百货板块无需面对同类公司通常需要面对的物业风险。另一方面，豫园每年稳定的旅游客流成为百货经营业绩稳定的保证。由于百货客流量仅限于豫园商圈内游客，因此百货利润相对较为稳定，预计 2011 年百货业务实现净利润 1000 万左右。

表 6：百货板块主要店铺情况

百货	
天裕楼	地处旧校场路与方浜中路交界处，5800 平方米，以经营品牌服饰为主，以“时尚、休闲、自然”为主题概念。内有 Esprit、ELLE、BELLVILLES、MarkFairwhale、Nike、Addidas 等众多时尚品牌。
妇女儿童用品主题店、	地处豫园商城中心位置，2186 平方米，主要经营女士羊毛衫、儿童服装、文具用品等。“永青假发”旗舰店亦座落于此。以培育热销卖点为经营宗旨。
豫园百货礼品店	地处九曲桥畔，汇聚珍珠饰品、玉器、陶瓷工艺品、印章、水晶摆件、刺绣、文化衫等，该店以外国游客和团队消费为主。
小商品	
豫园老街	全长百余米，集聚了三十余家极富中国民族风情的特色商铺，涵盖了居家用品、工艺礼品、喜庆用品和传统特色商品四大板块。上海老城隍庙地区的传统特色商品，中华老字号。
豫园时尚街	位于文昌路，全长 60 米，共有 19 个商铺。由生活用品、工艺礼品、休闲食品、咖啡饮料四个版块组成。定位时尚消费，目标人群为时尚阶层。
中华老字号汇总	位于豫园黄金广场，汇集了北京红螺、御食园、太仓肉松、郭金山、佰味林、新长发、立丰等来自全国各地的 40 余家老字号食品商家。
豫园礼品街	地处豫园商城西侧，与轨交十号线仅百步之遥，共有 65 家商铺。

资料来源：公司网站、东方证券研究所

图 29：07-10 年，百货板块收入增长的同时成本几乎保持不变



资料来源：公司年报，东方证券整理

房地产：2011 年房地产业务有所突破

上海豫园商城房地产发展有限公司是豫园商城的全资子公司，于 94 年 2 月成立，主营房地产投资开发。开发的项目包括豫园商城等 3 个商业项目，武汉东湖国际等 4 个商品住宅项目，及德国汉堡豫园 1 个旅游文化交流项目。子公司目前储备地块包括开发中的武汉东湖项目、上海金山项目及沈阳地块。

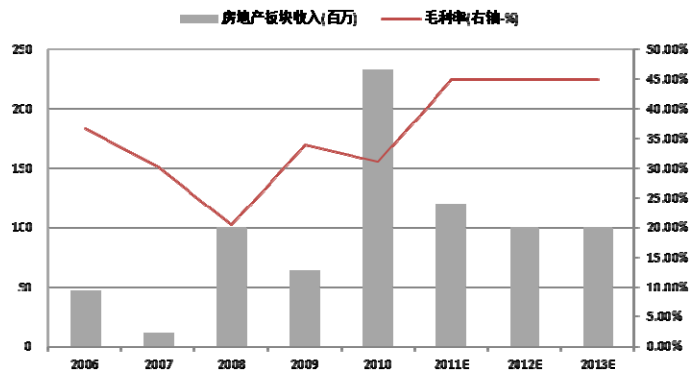
表 7：开发项目情况概览

项目名称	项目类型	占地面积 M2	建筑面积 M2	竣工时间	位置
豫园商城	商业楼宇群	5.3 公顷	6 万	1994 年	上海豫园
1 世界	商业综合楼	5000	50000	2004 年	沈阳沈河区
城隍庙广场	商业广场	12970	25638	-	上海豫园
豫景公寓	商品住宅	5885	共 289 套	1998 年	上海南车站路
豫欣公寓	商品住宅	共 345 套	48000(规划)	2001 年	上海斜土路
豫园雅郡	商品住宅	78838	85000(规划)	三期销售中(约 100 套)	上海金山
复地·东湖国际	商品住宅	527934	106 万	三期开发销售中 (1017 套)	武汉
德国汉堡项目	文化交流	3400	2500	2008 年	德国汉堡

资料来源：公司网站、商业地产信息，东方证券研究所

公司在房地产领域的发展一直比较保守，房地产业务在公司收入和净利润中的占比较小。随着公司成功完成几个商业地产和商品住宅的开发销售，公司在房地产领域的开发运作和管理经验逐渐成熟，销售规模呈现增长态势。

2011 年前三季公司房地产结算收入 9000 万左右，销售毛利率达到 45.41%，基于金山豫园雅郡三期 100 套左右商品住宅和武汉东湖国际三期 1017 套商品住宅未来两年内会全部进入结算，我们预计公司房地产板块的收入和净利润未来两年很可能超出预期，预计 2011 年公司房地产实现收入 1.2 亿元。

图 30：10 年来，公司房地产收入波动较大


资料来源：公司年报，东方证券整理

四、股权投资

公司并非单纯的消费类的企业，股权投资在其利润构成中占较大比重。10 年公司主营业务与股权投资对利润总额的贡献为 40%，构成了公司利润的主体。公司目前主要的股权投资有招金矿业、友谊股份、上海银行和克里斯汀、浙江国旅 14.75%、江西婺源 16% 的股权。

表 8：公司主要的投资项目

	投资成本/亿	持股比例	2009 投资收益	2010 投资收益
招金矿业	5.7	26.18%	1.94	3.14
友谊股份	8.5	48%	0.01	0.07
上海银行	0.7	0.82%	0.36	0.36
克里斯汀	1.0	5%	0.02	0.02
浙江国旅	0.47	13.4%	-	-
江西婺源	0.78	16%	-	-

资料来源：公司年报、东方证券研究所整理

招金矿业

招金矿业由招金集团、复星投资、豫园商城、广信投资及老庙黄金共同发起设立，2006 年在香港主板上市。截至 2010 年底，招金集团持股 37.6%，为第一大股东，豫园商城持股 26.2%，为第二大股东。招金矿业是一家集勘探、开采、选矿、冶炼及销售于一体，专注于开发黄金产业的综合企业，主要产品为「9999 金」及「9995 金」标准金锭。

目前招金矿业在招远地区拥有 6 个经营金矿，包括大尹格庄金矿、金翅岭金矿、夏甸金矿、河东金矿、金亭岭金矿及蚕庄金矿。招远黄金资源约占中国总剩余黄金资源的十分之一，是国内最大的黄金生产基地及中国产金第一市。公司的业务遍及全国主要产金区域，2010 年以股权投资的形式在澳大利亚投资一家黄金上市公司。截至 2010 年底，公司共拥有约为 15941 千盎司黄金矿产资源量和约 8,098 千盎司的可采黄金储量。

基于公司目前充足的储备和积极扩张的步伐，我们预计公司未来几年矿产黄金产量将持续稳定增长。2010 年，公司新探获黄金储量 141.4 吨，其中大尹格庄和夏甸金矿共探获黄金储量 47 吨，埠外金矿共探获黄金储量 94 吨。预计未来几年埠外产量的增长将快于埠内，埠内主要的增长将来自金翅岭、夏甸和大尹格庄金矿。根据公司的最低增长目标，我们保守估计今年全年及未来两年矿产黄金的产量增速最低为每年 15%，预计 11-13 年招金矿业自产黄金量分别为 73.52 吨、80.88 吨和 89.35 吨。

表 9：招金矿业未来三年黄金产量预测（单位：万盎司）

矿产黄金	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
金翅岭	8.48	8.90	7.96	12.11	6.90	13.79	15.86	18.24
夏甸	4.37	5.07	7.71	9.61	5.48	10.95	12.60	14.49
大尹格庄	7.54	8.06	8.14	6.05	2.59	5.18	5.96	6.85
河东	3.57	3.85	3.96	3.94	1.60	3.19	3.67	4.22
金亭岭	1.78	1.16	1.67	2.11	1.10	2.21	2.54	2.92
蚕庄	0.00	0.00	0.00	2.11	1.06	2.12	2.44	2.80
埠外	1.19	4.55	6.91	8.39	5.82	11.63	13.38	15.38
总计	26.94	31.59	36.35	44.32	24.54	49.08	56.44	64.91
矿产黄金	26.94	31.59	36.35	44.32	24.54	49.08	56.44	64.91
冶炼加工	35.32	25.06	26.30	22.96	12.22	24.44	24.44	24.44
总产量	62.26	56.65	62.65	67.28	36.76	73.52	80.88	89.35

资料来源：公司年报，公司业绩发布，东方证券研究所预测

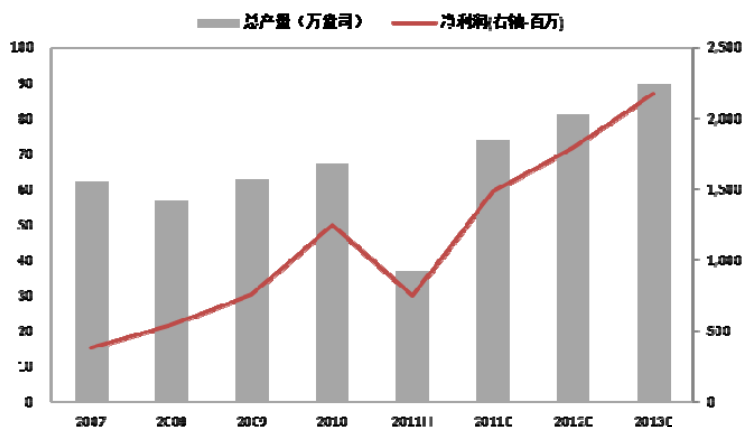
招金矿业作为典型生产矿产金为主的黄金企业，业绩受金价变动和产量变动影响较大。我们做简单模拟，净利润变动为金价变动或产量变动与净利润率之积。公司净利润变动率目前公司黄金业务净利润率在30%左右，根据东方证券有色金属研究团队的观点，黄金价格未来两年保守预计还将有每年10%的增长。即金价或产量变动10%，公司净利润变动30%左右。基于上述产量和金价的预测，我们预计11年~13年招金实现净利润分别为15亿、18亿和22亿。按目前公司持股比例26.18%计算，未来三年招金矿业对公司业绩的贡献将分别为3.9亿、4.7亿和5.8亿元。

表 10：招金矿业未来三年收入净利润预测表

	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
总产量（万盎司）	62.26	56.65	62.65	67.28	36.76	73.52	80.88	89.35
黄金年均价（元/盎司）	2428.96	3800.05	4464.47	6090.67	6800.21	6699.73	7369.71	8106.68
收入（百万）	1512.27	2152.73	2796.99	4097.80	2499.76	4925.64	5960.77	7243.18
净利润（百万）	375.92	538.12	751.33	1242.16	746.20	1477.69	1788.23	2172.95
净利率	24.9%	25.0%	26.9%	30.3%	29.9%	30%	30%	30%
未来三年黄金价格每年增速预测：								10%
未来三年净利率保守估计：								30%

资料来源：公司年报，公司业绩发布，东方证券研究所预测

图 31：预计招金矿业未来三年业绩增长可观



资料来源：招金矿业公司年报，东方证券预测

五、豫泰基地：可持续发展源泉

豫泰基地是公司现有“豫园商圈”未来可持续发展的重要项目，与豫园“老商城”仅一街之隔，“豫泰基地”位于旧校场路的西侧，沉香阁路和方浜中路之间，在建筑风格将延续城隍庙老城厢的味道。豫泰基地建成后，将把豫园地区打造为全球商旅文最佳结合区和地标，现有豫园将同步调整产业结构与配比，构建外古内今的新格局。尤其是计划尝试创新夜市经营模式，进一步深入挖掘中国传统文化和品牌的精华，提升豫园夜市的商业能级。

豫泰基地用地面积 12558 平方米（其中出让用地面积约 10076 平方米，市政用地面积约 678 平方米，扩大用地面积约 1804 平方米）。豫泰基地项目预计投资约 20 个亿，容积率为 3，地上可建面积 7 万平米，地下可建面积为 3 万平米。

目前该项目仍处于居民拆迁阶段，计划动迁 1000 户，拆迁费用预计 10 亿左右，考虑到建成后考虑折旧摊销金额较大，我们认为未来采取“租售结合”经营方式可能性较大。由于豫园商圈人气叫旺，日均流量 10 万人次，未来商铺租金价格也较高。

目前已经拆迁近 1/3 左右，考虑到拆迁许政府协作，拆迁时间不确定性强，我们预计短期内豫泰基地建成可能性较小。但未来豫泰基地若建成，相当再造一个“豫园商城”，对公司未来业绩将会产生较大贡献。目前我们无法预测未来豫泰基地项目租售比，但极端假设，商铺全部租出，按照 40 元/㎡日租金来计算，商铺租金年收入在 10 亿左右，由于商铺出租毛利率较高，未来净利润贡献也较大。

六、自有物业重估价值高

除豫泰基地外，公司在豫园内圈拥有 10 万平米成熟商业物业、商圈外如摩登时代、陆家浜、童涵春、五香豆等 3.17 万平方米及德国汉堡 3400 平方米地产。这些物业由于取得较早，取得成本较低，我们认为伴随商业地产价格不断上涨，公司自有物业重估价值远远超过账面价值，截止 2011 年 6 月 30 日，公司账面上所有房屋及建筑物固定资产净值为 8.88 亿元，我们按各物业重估价值保守计算，公司自有物业重估价值在 136.6 亿元，扣除公司负债，公司资产重估净值为 131.2 亿元，相对于公司目前固定资产净值增加 122 亿元左右，合每股净资产增加 8.47 元，目前公司每股净资产为 3.54 元，重估后公司每股净资产为 12 元，高于目前股价 20.48%左右。

表 11：公司自有物业重估

商业地产	占比	面积	市价	价值
豫园城隍庙	100%	100000	6	60
南浦大桥摩登时代	100%	5000	2	1
陆家浜	100%	10000	2	2
浦东童涵春	100%	6700	1	0.67
童涵春	100%	5000	3	1.5
东方路五香豆	100%	5000	2	1
德国汉堡豫园	100%	3400	2	0.68
沈阳一世界	100%	5000	0.5	0.25
武汉东湖旁	30%	1060000	0.3	9.54
豫泰基地	100%	100000	6	60
合计				136.64
公司负债				5.45
公司资产净值				8.88
股本				14.4
公司每股净资产增值				8.47
公司每股净资产				3.54
公司重估后每股净资产				12 元

资料来源：东方证券研究所整理预测

七、价值明显低估，未来弹性显著公司

1、分业务估值法

公司作为多元化经营公司，不但拥有黄金销售企业，并且在拥有 700 多年历史的上海腹地拥有大量商铺，还经营餐饮、医药、房地产等业务，因此我们在估值中，必须考虑以上资产价值。我们在估值中，采取分业务分别估值法。

公司目前盈利主要来自于黄金零售、黄金矿产投资、餐饮、房地产、医药等业务。由于公司利润主要来源是黄金零售和黄金矿产投资（11 年这两块业务净利润占总收益近 90%），因此我们把房地产、餐饮、医药等业务统一成其他业务，因此估值中我们业务分别黄金零售、招金矿业及其他业务。

按照我们对公司业绩预测，预计 2011 年公司黄金零售贡献净利润 4 亿元左右，EPS 为 0.28 元；黄金矿产投资收益为 4 亿元，EPS 为 0.28 元，其他业务贡献净利润 8000 万元，贡献 EPS 为 0.05 元。黄金零售业、黄金投资业务及其他业务我们分别给予估值为 25 倍、25 倍及 25 倍，公司合理股价为 $0.28 \times 25 + 0.28 \times 25 + 0.05 \times 25 = 15.25$ 元。

表 12：按业务估值

EPS	2011E	合理股价
合计	0.614	$7 + 7 + 1.25 = 15.25$ 元
黄金业务	0.28	$0.28 \times 25 = 7$ 元
招金矿业收益	0.28	$0.28 \times 25 = 7$ 元
其他业务	0.05	$0.05 \times 25 = 1.25$ 元

资料来源：东方证券整理预测

2、综合市值法

公司拥有资金、资本及资源优势，但公司真实价值并没有实现最大化，公司目前市值与真实经营情况出现明显背离，我们从公司资产、股权投资、品牌价值及自有物业重估价值上对公司真实价值进行测算，认为公司未来合理价值在 400 亿左右，较目前 147 亿市值溢价 172%，公司股价存在较高安全边际。

账面资产价值 107.8 亿：截止 2011 年前三季度，公司账面资产为 107.8 亿元，主要包括公司现有黄金业务及豫园内圈业务。

招金矿业：公司持有中国四大黄金生产企业之一招金矿业 26.18% 的股权。招金矿业目前总市值 434 亿港元，豫园商城所占市值为 113.6 亿港元，折合人民币 93 亿左右。招金矿业未来存在回归 A 股预期，届时招金矿业估值将进一步提升，

其他股权投资价值：持有上海著名糕点连锁克莉斯汀 5% 的股权、中国最美乡村江西婺源旅游股份有限公司 16% 的股权和上海银行 0.82% 的股权、浙旅控股 13.4% 的股权及友谊股份约 5% 股权，这些股权投资未来均存在上市可能性，我们暂不考虑这些资产未来上市对公司影响，仅计算以上项目原始投资资本为 11.45 亿元。

品牌价值逐年攀升：公司与其他零售股不同的是，公司除具有独特区域优势外，公司还拥有老品牌文化沉淀的资源，因此公司品牌价值优势明显。据世界品牌实验室近日发布 2011 年(第八届)《中国 500 最具价值品牌排行榜》中，公司及其旗下品牌连续第七届入选，品牌价值逐年攀高，2011 年品牌价值为 122.16 亿元，排名提升至第 83 位。

物业价值：公司持有豫园商圈内和圈外 13.51 万平方米的自有物业，目前不考虑豫泰基地，物业市值为 66 亿左右。

八、盈利预测及投资建议

1、公司黄金业务增长来自于门店扩张及老门店销售增长，考虑目前黄金饰品景气高持续，我们预计 11 年、12、13 年每年新开店 200、190 家及 185 家；按业务分，其中黄金零售业务分别增长 70%、28.66% 及 23.2%；黄金批发业务分别增长 70%、27.35%、23.20%；综合预计 2011 年、2012 年和 2013 年黄金销售收入 70%、27.55%和 23.17%左右，黄金销售批发业务毛利率分别为 4.64%、5%、5%；黄金销售零售业务毛利率分别为 22.9%、22.9%及 22.9%。

2、公司批发业务增速较快，规模效应和批发业务占比提高带来资产周转加快和期间费用率下降，毛利率逐渐下降，预计2011年、2012年和2013年，综合毛利率分别为11.3%、11.05%和10.69%；费用率分别为7.03%、6.5%和6.1%。

3、其他版块业务：餐饮业务收入增长分别为-20%、10%、10%，毛利率为 66%、65%和 65%；医药业务每年收入增长 10%，毛利率分别为 17.86%和 17.8%；进出口收入每年增长 10%，毛利率为 1.1%等。

4、未来三年招金矿业对公司业绩的贡献将分别为 4.0 亿、4.7 亿和 5.8 亿元。

5、11 年房地产项目我们考虑金山项目和武汉中北项目，预计贡献净利润 1000-2000 万元。

表 13：公司各项业务预测

营业收入增长	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
黄金饰品	-32.05%	186.55%	12.28%	47.98%	70%	27.55%	23.17%
进出口	-66.81%	438.11%	-27.77%	23.31%	10%	10%	10%
医药	-31.13%	73.95%	12.07%	9.41%	10%	10%	10%
饮食	-51.23%	109.15%	-2.66%	81.58%	-20%	10%	10%
食品	-52.45%	134.38%	1.73%	44.49%	-7%	10%	10%
工艺品	-48.79%	95.26%	16.86%	27.70%	15%	13%	11%
百货及服务	18.92%	153.64%	-9.43%	23.14%	1%	5%	5%
综合毛利率	17.37%	15.64%	15.59%	15.51%	11.30%	11.05%	10.69%
黄金饰品(%)	10.87%	9.07%	9.68%	7.97%	7.50%	7.84%	7.84%
进出口(%)	1.64%	1.07%	1.14%	0.91%	1.10%	1.10%	1.10%
医药(%)	17.34%	19.81%	17.75%	17.60%	17.86%	17.80%	17.80%
饮食(%)	56.55%	60.42%	64.08%	61.72%	66.00%	65.00%	65.00%
食品(%)	37.97%	40.35%	40.23%	41.92%	41.92%	41.00%	41.00%
工艺品(%)	34.15%	35.18%	44.48%	40.28%	36.25%	36.25%	36.25%
百货及服务(%)	51.79%	61.70%	62.67%	64.57%	64.50%	64.50%	64.50%

房产(%) 30.28% 20.44% 33.96% 31.05% 45.00% 45.00% 45.00%

资料来源：东方证券研究所预测

综上分析，我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年公司分别实现净利润 8.85 亿元、10.79 亿元和 13.08 亿元，分别增长 31.74%、22.01%和 21.04%，预测 EPS 分别为 0.614 元、0.755 元和 0.905 元。P/E 分别为 16.22 倍、13.28 倍、10.97 倍。

公司独特区域优势及独特经营模式具有不可复制性，理应享受资源稀缺性溢价，且股价与基本面真实情况明显偏离，我们看好公司独特经营模式及资源稀缺性，分业务来看 2011 年公司黄金零售贡献净利润 4 亿元左右，EPS 为 0.28 元；黄金矿产投资收益为 4 亿元，EPS 为 0.28 元，其他业务贡献净利润 8000 万元，贡献 EPS 为 0.05 元。黄金零售业、黄金投资业务及其他业务我们分别给予估值为 25 倍、25 倍及 25 倍，公司合理股价为 $0.28 \times 25 + 0.28 \times 25 + 0.05 \times 25 = 15.25$ 元。距离目前股价还有 53.11% 的涨幅空间，首次给予买入评级。

表 14：行业公司比较

公司名称	货币	股价	PE				PB				EV/EBITDA				ROE			
		2011-11-7	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
老凤祥	CNY	34.1	50.7	31.17	23.04	18.26	8.98	6.37	5.04	4.01	19.52	12.73	9.95	8.1	19.42	22.85	23.42	23.03
飞亚达A	CNY	17.16	63.72	39.18	27.9	19	5.32	4.73	4.09	3.42	32.53	21.19	16.05	12.38	9.49	9.37	11.04	16.24
豫园商城	CNY	10.22	21.84	17.62	14.06	11.64	3.21	2.77	2.35	1.98	21.56	16.79	12.6	8.66	15.72	15.19	16.29	17.32
东方金钰	CNY	16.38	100.43	37.83	23.64	17.56	13.36	10.67	8.07	6.47	47.68	26.92	17.21	14.03	14.25	20.24	24.24	23.33
周生生集团国际	HKD	25.15	21.64	15.69	12.54	10.16	3	2.65	2.29	1.97	16.48	12.23	9.74	7.87	15.76	17.72	19.23	19.9
亨得利	HKD	3.15	19.36	15.24	12.2	9.79	2.62	2.25	1.99	1.72	13.85	9.56	7.73	6.23	15.42	16.71	18.24	19.77
蒂芙尼	USD	77.84	27.36	21.35	18.75	16.55	4.59	4.22	3.72	3.17	13.76	11	9.69	8.8	17.9	20.09	20.45	20.82
Zale Corp	USD	3.78	-1.2	-1.44	-3.52	--	0.45	--	--	--	-14.8	21.85	9.66	--	-34	-35.05	--	--
Prada Jewelry	THB	5.8	9.51	9.06	8.29	--	0.86	0.92	0.88	--	4.58	--	--	--	8.76	9.83	10.89	--
Movado Group Inc	USD	16.54	-8.96	34.34	20.68	--	1.16	--	--	--	94.39	--	--	--	-12.59	--	--	--
谢瑞麟	HKD	6.5	8.16	--	--	--	1.75	--	--	--	6.18	--	--	--	23.96	--	--	--
景福集团	HKD	1.42	14.6	--	--	--	0.62	--	--	--	13.82	--	--	--	4.52	--	--	--
Gems TV Holdings	SGD	0.01	-0.36	--	--	--	0.23	--	--	--	0.18	--	--	--	-45.26	--	--	--

资料来源：bloomberg，东方证券整理

九、风险分析

1、金价下跌风险

尽管公司经营业务多元化，但公司与黄金相关业务占比较大，其中占总收入 80%以上，占净利润 90%以上。在黄金业务中，公司不仅经营黄金饰品销售业务，并且参股招金矿业。由于招金矿业中 90%业务是纯黄金业务，因此公司净利润变动与金价变动公司与金价较为敏感性。短期内公司面临最大风险就是金价大幅下跌对公司净利润影响。

关于金价短期大幅下跌，我们从招金矿业投资收益和黄金销售业务两方面考虑对公司净利润影响。

1)、首先是招金矿业盈利能力随金价变动敏感分析。

招金矿业是中国四大黄金矿产企业中，纯黄金业务占比最大公司，占比高达 90%以上，但由于黄金矿产企业毛利率较高，且公司黄金产量逐年增长 15%，因此公司规避短期金价快速下跌能力较强。我们黄金价格及产量变动进行敏感性分析，如果黄金价格短期快速下跌 10%，产量不增长情况下，影响招金矿业净利润-24.5%，影响 EPS0.07 分，占 2011 年公司净利润 11.13%。

表 15：金价变动对招金矿业盈利敏感性分析

		黄金价格变动										
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
黄金产量变动	0%	-49.0%	-36.8%	-24.5%	-12.3%	0.0%	12.3%	24.5%	36.8%	49.0%	61.3%	73.5%
	5%	-45.2%	-32.3%	-19.4%	-6.6%	6.3%	19.2%	32.0%	44.9%	57.8%	70.6%	83.5%
	10%	-41.3%	-27.9%	-14.4%	-0.9%	12.6%	26.1%	39.5%	53.0%	66.5%	80.0%	93.5%
	15%	-37.5%	-23.4%	-9.3%	4.8%	18.9%	33.0%	47.1%	61.1%	75.2%	89.3%	103.4%
	20%	-33.7%	-19.0%	-4.3%	10.5%	25.2%	39.9%	54.6%	69.3%	84.0%	98.7%	113.4%
对豫园商城EPS的影响						黄金价格变动						
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
黄金产量变动	0%	0.14	0.17	0.21	0.24	0.28	0.31	0.34	0.38	0.41	0.45	0.48
	5%	0.14	0.18	0.22	0.25	0.29	0.33	0.36	0.40	0.43	0.47	0.51
	10%	0.15	0.19	0.23	0.27	0.30	0.34	0.38	0.42	0.46	0.49	0.53
	15%	0.16	0.20	0.24	0.28	0.32	0.36	0.40	0.44	0.48	0.52	0.56
	20%	0.17	0.21	0.25	0.29	0.33	0.37	0.41	0.46	0.50	0.54	0.58

资料来源：东方证券研究所整理

2)、其次，公司经营黄金销售业务对金价敏感性分析

如果金价快速下跌 10%，公司存货会出现跌价风险，影响公司公允价值。由于公司部分存货实行远期套保业务，一定程度规避金价下跌风险。经测算，若金价下跌 10%，按照公司 30%套保业务计算，将影响公司 2011 年 EPS0.08 元，影响公司净利润 13.09%。

表 16：黄金销售业务对金价敏感性分析

		公司套期保值比例									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
黄金价格一个半月内下跌幅度	-1%	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
	-2%	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00
	-3%	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.00
	-4%	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00
	-5%	-0.06	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	0.00
	-6%	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	0.00
	-7%	-0.08	-0.07	-0.06	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	-0.01	0.00
	-8%	-0.09	-0.08	-0.07	-0.06	-0.05	-0.04	-0.03	-0.02	-0.01	0.00
	-9%	-0.10	-0.09	-0.08	-0.07	-0.06	-0.05	-0.03	-0.02	-0.01	0.00
	-10%	-0.11	-0.10	-0.09	-0.08	-0.06	-0.05	-0.04	-0.03	-0.01	0.00
	-11%	-0.13	-0.11	-0.10	-0.08	-0.07	-0.06	-0.04	-0.03	-0.01	0.00
	-12%	-0.14	-0.12	-0.11	-0.09	-0.08	-0.06	-0.05	-0.03	-0.02	0.00
	-13%	-0.15	-0.13	-0.12	-0.10	-0.08	-0.07	-0.05	-0.03	-0.02	0.00
	-14%	-0.16	-0.14	-0.12	-0.11	-0.09	-0.07	-0.05	-0.04	-0.02	0.00
	-15%	-0.17	-0.15	-0.13	-0.11	-0.09	-0.08	-0.06	-0.04	-0.02	0.00
	-16%	-0.18	-0.16	-0.14	-0.12	-0.10	-0.08	-0.06	-0.04	-0.02	0.00
	-17%	-0.19	-0.17	-0.15	-0.13	-0.11	-0.09	-0.06	-0.04	-0.02	0.00
	-18%	-0.21	-0.18	-0.16	-0.14	-0.11	-0.09	-0.07	-0.05	-0.02	0.00
	-19%	-0.22	-0.19	-0.17	-0.14	-0.12	-0.10	-0.07	-0.05	-0.02	0.00
	-20%	-0.23	-0.20	-0.18	-0.15	-0.13	-0.10	-0.08	-0.05	-0.03	0.00

资料来源：招金矿业公司年报，东方证券预测

综合以上分析，若金价短期内快速下跌 10%，影响公司 EPS0.15 元（招金 0.07 元，黄金销售 0.08 分），占公司 2011 年净利润 24.5%。影响后，公司招金股权投资贡献 EPS 为 0.21 元，黄金饰品销售贡献 EPS 为 0.2 元，公司其他业务贡献 EPS 为 0.05 元。即使出现这种情况，公司合理股价为 0.46*25=11.5 元，较目前公司股价高出 15.46%。

或者在出现极端情况，金价短期暴跌 20%，则影响招金净利润 49%，影响黄金销售业务 0.17 元，考虑影响后，公司招金股权投资贡献 EPS 为 0.15 元，公司黄金销售业务贡献 EPS 为 0.11 元，其他业务贡献 EPS 为 0.05 元，极端情况出现时，公司股价底限为 (0.15+0.11+0.05)*25=7.75 元。

2、公司面临内资品牌老凤祥和外资品牌（周大福、周生生、谢瑞麟）竞争

3、经济下滑

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,853	6,594	8,152	10,176	营业收入	12,070	18,378	22,909	27,795
现金	2,511	2,263	2,880	3,908	营业成本	10,359	16,301	20,379	24,824
应收账款	124	261	305	350	营业税金及附加	159	179	229	284
其它应收款	309	625	732	848	营业费用	372	465	550	611
预付账款	451	1,000	1,178	1,346	管理费用	515	602	687	803
存货	2,422	2,445	3,057	3,724	财务费用	170	225	252	274
其他	38	-	-	-	资产减值损失	2	1	10	14
非流动资产	4,420	4,044	3,767	3,469	公允价值变动收益	12	36	12	12
长期投资	2,996	2,996	2,996	2,996	投资净收益	350	400	480	570
固定资产	953	919	856	779	营业利润	855	1,042	1,295	1,566
无形资产	74	61	51	43	营业外收入	35	71	47	32
其他	397	68	-136	-348	营业外支出	5	10	9	10
资产总计	10,273	10,638	12,040	13,817	利润总额	885	1,103	1,333	1,588
流动负债	3,432	3,395	3,729	4,266	所得税	173	157	180	210
短期借款	611	819	715	767	净利润	713	946	1,153	1,378
应付账款	279	485	615	719	少数股东损益	40	62	67	78
其他	2,542	2,091	2,400	2,781	归属于母公司净利润	673	885	1,085	1,301
非流动负债	2,059	1,479	1,387	1,287	EBITDA	1,139	1,367	1,681	1,987
长期借款	2,025	1,445	1,445	1,445	EPS (元)	0.47	0.61	0.75	0.90
其他	34	34	-58	-158					
负债合计	5,491	4,874	5,170	5,631					
少数股东权益	212	273	341	419					
股本	1,437	1,437	1,437	1,437	主要财务比率				
资本公积	946	946	946	946	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
留存收益	2,186	3,071	4,157	5,457	成长能力				
归属母公司股东权益合计	4,570	5,491	6,588	7,901	营业收入	46.2%	52.3%	24.7%	21.3%
负债和股东权益	10,273	10,638	12,040	13,817	营业利润	55.0%	21.9%	24.2%	21.0%
					归属于母公司净利润	39.7%	31.5%	22.7%	19.8%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	14.2%	11.3%	11.0%	10.7%
单位:百万元					净利率	5.6%	4.8%	4.7%	4.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	14.7%	16.1%	16.5%	16.5%
经营活动现金流	555	579	533	674	ROIC	9.7%	13.0%	13.5%	13.8%
净利润	713	946	1,153	1,378	偿债能力				
折旧摊销	114	100	100	100	资产负债率	53.5%	45.8%	42.9%	40.8%
财务费用	174	225	252	274	流动比率	170.5%	194.2%	219.2%	239.9%
投资损失	-356	-400	-480	-570	速动比率	100.0%	122.2%	137.2%	153.2%
营运资金变动	-98	-425	-441	-462	营运能力				
其它	8	133	-77	-79	总资产周转率	1.3	1.8	2.0	2.1
投资活动现金流	276	619	480	570	应收账款周转率	95.8	95.6	80.9	84.8
资本支出	-48	0	0	-0	应付账款周转率	40.2	42.6	37.1	37.2
长期投资	394	184	-	-	每股指标 (元)				
其他	-70	435	480	570	每股收益	0.468	0.616	0.755	0.905
筹资活动现金流	235	-1,446	-396	-215	每股经营现金流	0.4	0.4	0.4	0.5
短期借款	-415	207	-104	52	每股净资产	3.2	3.8	4.6	5.5
长期借款	-5	420	-	-	估值比率				
普通股增加	639	-	-	-	P/E	21.2	16.1	13.2	11.0
资本公积增加	-266	-	-	-	P/B	3.1	2.6	2.2	1.8
其他	282	-2,073	-292	-267	EV/EBITDA	13.7	11.4	9.9	8.6
现金净增加额	1,065	-248	617	1,028					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn