

豫园商城(600655)

研究员: 耿焜 执业证书编号: S0570510120045

☎ 025-83290907 ✉ gengkun4055@126.com

🌐 http://t.zhangle.com/4035

优质主业与战略投资双轮驱动, 重估价值高

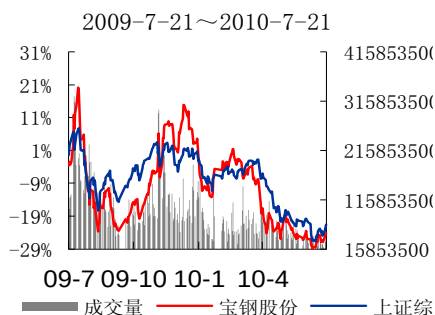
投资评级: 推荐(维持评级)

零售 II

当前价格(元): 9.82

目标价格(元): 13.33

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **黄金饰品业务高增长, 低风险:** 该板块是公司发展最快的支柱产业, 旗下有“老庙黄金”及“亚一黄金”双品牌运作, 在目前景气度较高的黄金珠宝行业中占据优势地位, 上半年受益于公司外延扩张的提速以及金价上升带来的黄金投资需求的旺盛, 板块销售增速高达 88.87%, 公司对该板块采取较为谨慎的经营策略, 较低的存货比率以及黄金租赁业务能够保证其具备较强的应对金价波动风险的能力。

◆ **餐饮板块外拓能力强, 未来业绩贡献突出:** 该板块旗下餐饮品牌较多, 大部分历史悠久, 文化积淀深厚, 各大餐饮店的母店基本位于豫园内圈, 未来将逐步“由内向外”拓展; 板块毛利率较高, 2011 年中期高达 66%, 其对公司业绩贡献仅次于黄金饰品板块, 未来餐饮板块外拓将带给公司较大的业绩释放空间。

◆ **其他板块毛利率较低, 对公司业绩贡献较小。**

◆ **公司在“复星系”带领下拥有较多优质股权投资项目:** 公司持有 26.18% 的招金矿业股权, 2011 年中期为公司贡献投资收益约 1.9 亿元, 占公司净利润的比例高达 40.41%, 招金矿业近年来黄金资源量及储量不断增加, 外延扩张能力突出, 我们认为其未来业绩有望维持高速增长, 将持续为公司贡献较多的投资收益; 另外, 公司持有的其他战略投资项目也将在未来助力业绩提升。

◆ 根据相对估值法的结果, 公司 2011 年/2012 年/2013 年 EPS 分别为 0.58 元/0.65 元/0.79 元, 对应当前 9.82 元的股价, 公司 2011 年动态市盈率仅为 16.93 倍, 估值偏低; 根据 RNAV 法的估值结果, 公司重估价值区间为 13.33~14.72 元, 具备较高的安全边际。我们认为公司具有优质主业及战略投资双重保障, 在黄金珠宝行业中处于优势地位, 结合相对估值及 RNAV 法两种估值结果, 维持“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	143732.20
流通 A 股(万)	143732.20
52 周内股价区间(元)	8.95-14.69
总市值(亿)	141.15
总资产(亿)	107.78
每股净资产(元)	3.55

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	120.70	178.76	258.93	361.26
+/-%	46.20	48.1	44.8	39.5
净利润(百万)	672.73	827.99	936.06	1131.92
+/-%	40.36	23.08	13.05	20.92
EPS(元)	0.47	0.58	0.65	0.79
P/E	20.98	17.05	15.08	12.47

目录

一、公司简介—兼具内生增长与外延扩张能力的优质企业.....	4
1. 重投资—“复星系”带领公司获取优质股权.....	4
2. 提内生—背靠政策支持，不断调整豫园地区结构.....	6
3. 拓外延—主业扩张打开业绩提升空间.....	7
4. 建品牌—品牌效应彰显竞争优势.....	8
二、黄金珠宝行业将维持高景气度，公司在行业中优势明显.....	9
1. 黄金珠宝行业增长较快，未来高景气度仍将持续.....	9
2. 豫园商城在黄金珠宝行业中占据领先地位.....	11
三、公司主营以黄金饰品销售为主，其它板块各有特色.....	12
1. 黄金饰品板块收入维持高增长，抗风险能力强.....	13
2. 餐饮板块业绩贡献仅次于黄金饰品，外拓趋势明显.....	15
3. 医药板块受政策影响，短期内业绩将被压制.....	18
4. 其他板块营业利润占比低，对公司业绩影响不大.....	19
四、战略投资拓展公司投资收益空间.....	21
1. 招金矿业为公司贡献较多投资收益，其业绩未来有望维持高增长.....	21
2. 其他战略投资项目将在未来助力公司业绩提升.....	22
五、盈利预测与投资评级.....	22
1. 相对估值法.....	22
2. RNAV 估值法.....	24

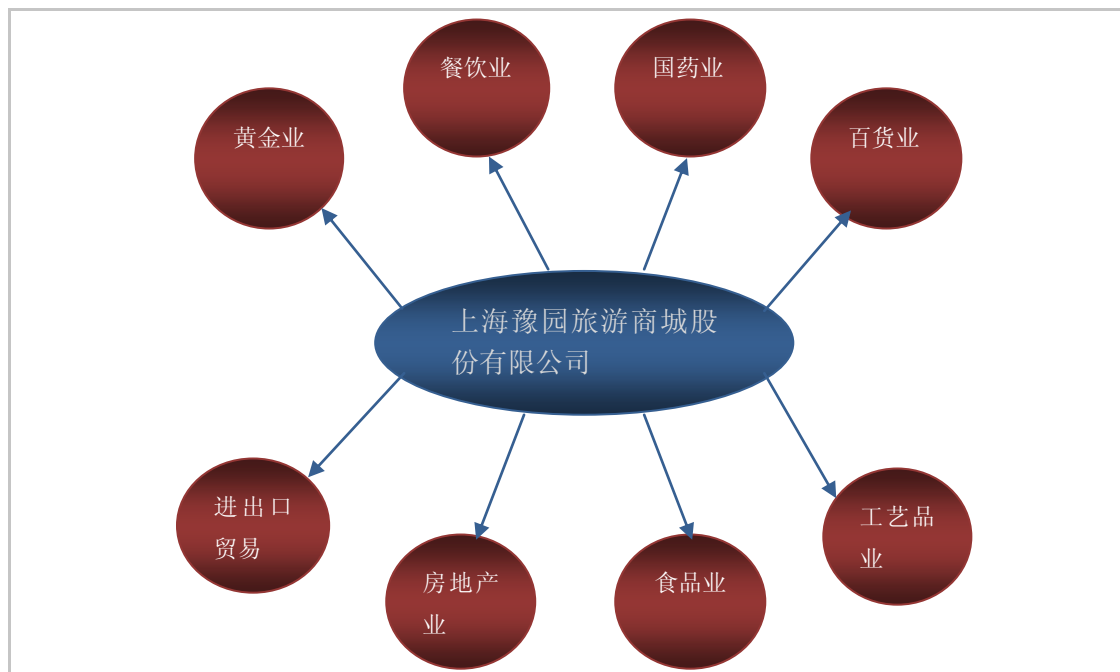
图表目录

图表 1: 公司主营业务结构图	4
图表 2: 公司股权结构图	5
图表 3: 复地集团主导的股权投资事件	5
图表 4: 公司股东易主后投资收益水平增幅较大	6
图表 5: 豫园地区规划示意图	6
图表 6: 内圈调整带来公司营业收入快速增长	6
图表 7: 黄金珠宝商贸功能区地理位置图	7
图表 8: 公司各项主业外拓提速	8
图表 9: 2008—2011 年公司品牌价值逐步提升	9
图表 10: 我国境内结婚人口上升趋势明显	10
图表 11: 金银珠宝消费与居民收入水平关联度强	10
图表 12: 1995-2010 年中国和印度的金饰需求量 (单位: 吨)	10
图表 13: 公司主要竞争对手情况	11
图表 14: 黄金珠宝类内地上市公司黄金珠宝类销售规模比较 (单位: 万元)	12
图表 15: 2011 年中期公司各业务收入占比	12
图表 16: 2011 年中期公司各业务营业利润占比	12
图表 17: 公司各种类门店数量	13
图表 18: 2006—2011 年中期黄金饰品销售收入及毛利率情况	13
图表 19: 同行业内地上市公司黄金珠宝类销售毛利率比较	14
图表 20: 同行业内地上市公司存货占流动资产比	14
图表 21: 2008—2011 年中期公司交易性金融负债规模	15
图表 22: 黄金租赁费用率低于银行贷款利率	15
图表 23: 公司餐饮板块旗下资产表	15
图表 24: 公司旗下各大餐饮店母店基本位于豫园内圈	16
图表 25: 餐饮板块海外发展地图	16
图表 26: 2006—2011 年中期餐饮板块销售收入及毛利率情况	17
图表 27: 城隍庙子公司及南翔馒头子公司 2006—2010 年净利润	17
图表 28: 2006—2011 年中期医药板块销售收入及毛利率情况	18
图表 29: 童涵春堂药业股份有限公司 2006—2010 年净利润	18
图表 30: 公司百货板块旗下各门店概况	19
图表 31: 2006—2011 年中期百货板块销售收入及毛利率情况	19
图表 32: 豫园商城百货有限公司 2006—2010 年净利润	19
图表 33: 2006—2011 年中期食品板块销售收入及毛利率情况	20
图表 34: 2006—2011 年中期工艺品板块销售收入及毛利率情况	20
图表 35: 招金矿业 2005-2011 年中期贡献的投资收益额	22
图表 36: 其他战略投资项目概况	22
图表 37: 营业收支预测表 (单位: 百万)	23
图表 37: RNAV 法估值表	25

一、公司简介—兼具内生增长与外延扩张能力的优质企业

公司于 2002 年于上交所上市，主要经营场所为豫园商城，最早是由 150 多年前清朝同治年间的老城隍庙市场发展而来，中间历经由庙市—老城隍庙市场—豫园商场—豫园商城的历史演变过程，拥有“中国黄金珠宝第一城”的称号。目前公司的主营业务较多，大致分为黄金业、餐饮业、国药业、百货业、工艺品业、食品业、房地产业、进出口贸易八大块，并已在黄金饰品销售、传统中式餐饮、中医药生产销售等领域积累了较为明显的竞争优势。

图表 1：公司主营业务结构图

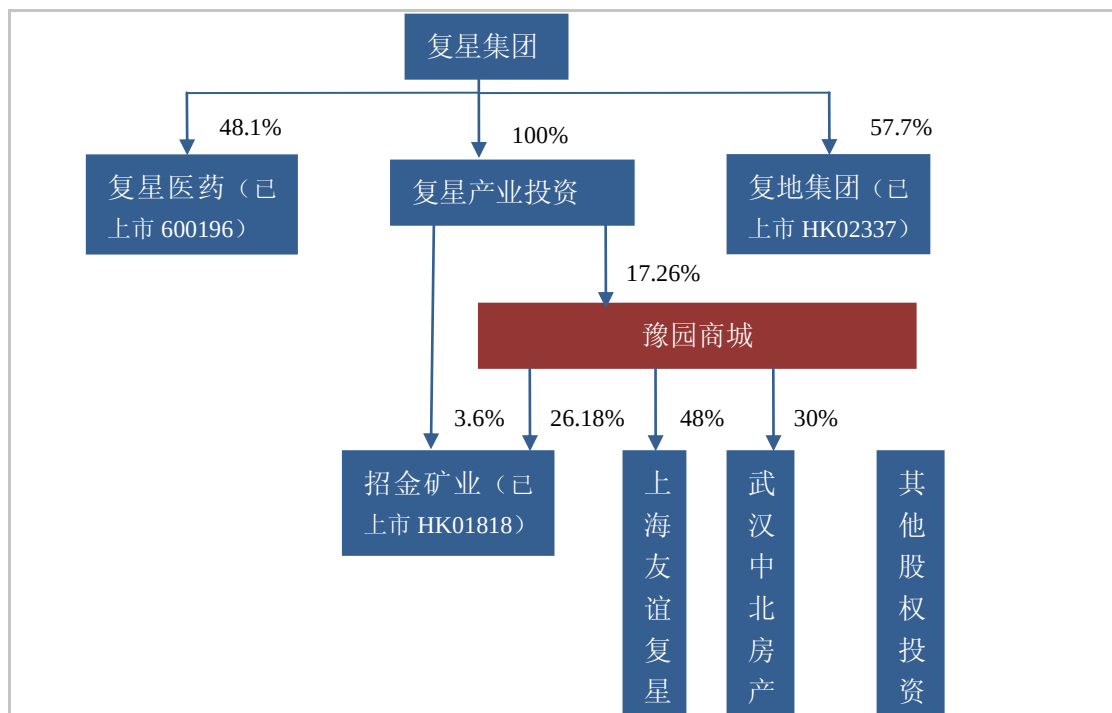


资料来源：华泰证券

1. 重投资—“复星系”带领公司获取优质股权

公司目前的控股股东为上海复星产业投资有限公司，其持有公司股票 248,042,678 股，占总股本的 17.26%。复星产业投资于 2001 年 11 月成立，为复星集团的全资子公司，经营范围为实业投资和资产管理。

图表 2: 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华泰证券

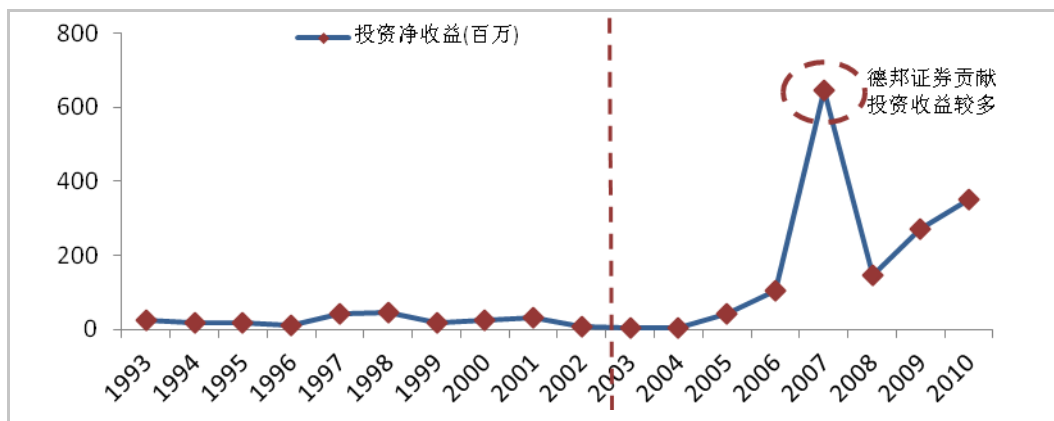
“复星系”具有较为丰富的实业投资经验，其投资主线较为清晰，目前在地产、医药、钢铁、矿业等各行业都有其上市平台，自从 2002 年公司股东易主，复星产业投资成为公司的控股股东开始，“复星系”多次主导了公司的股权转让及投资，范围涉及房产、证券、有色金属、连锁食品、旅游等行业，优质的投资标的带来了公司投资收益的大幅增加。

图表 3: 复地集团主导的股权投资事件

时间	股权转让及投资事件
2002	向复地集团转让豪亭公司 70% 的股份，股权转让价格为 718.22 万元。
2003	与其它 6 位发起人共同组建德邦证券，公司出资 30240 万元，持股比例 30%；复星产业投资出资 19523.89 万元，占德邦证券股份 9.37%。
2004	投资发起设立招金矿业，公司出资 16067.45 万元，持股比例为 20%，老庙黄金出资 803.37 万元，占比 1%；复星产业投资出资 16067.45 万元，占比 20%。
2007	以 69996 万元受让复星医药持有的上海友谊复星 48% 的股权；与复地集团子公司上海复地投资管理有限公司通过公司成立的武汉中北房地产开发有限公司合资开发武昌中北路 147 号地块。
2008	以 1.1 亿元受让亚洲克莉丝汀国际控股有限公司 5% 的股权；以 39432 万元受让复星产业投资持有的招金矿业 15900 万股股票，受让后公司共持有 38160 万股股票，占比 26.18%，为第二大股东。
2009	通过收购杭州世诚经济信息服务有限公司及浙江易川投资管理有限公司 100% 股权，间接持有浙江国旅 14.75 的股份。
2010	以 77.52 百万收购江西三清山旅游集团有限公司持有的江西婺源旅游股份有限公司 16% 股权，共计 3015.84 万股；出售德邦证券 32.73% 的股权。

资料来源：公司公告，华泰证券

图表 4: 公司股东易主后投资收益水平增幅较大

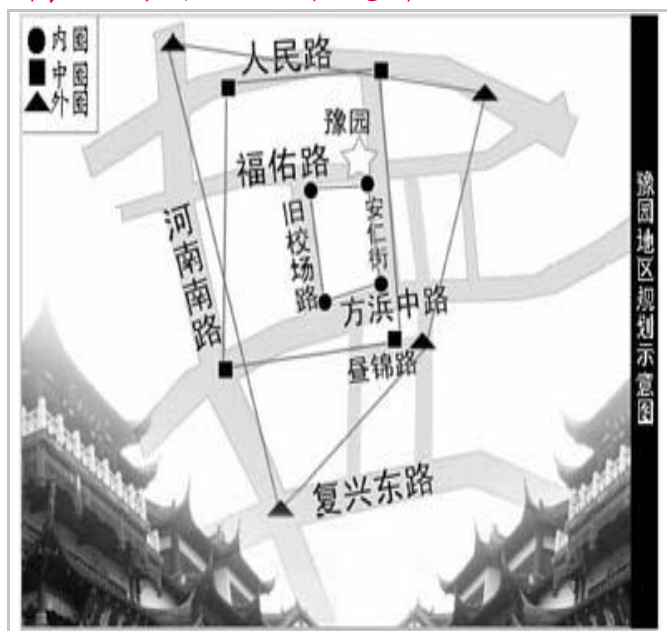


资料来源: 公司公告, 华泰证券

2. 提内生—背靠政策支持, 不断调整豫园地区结构

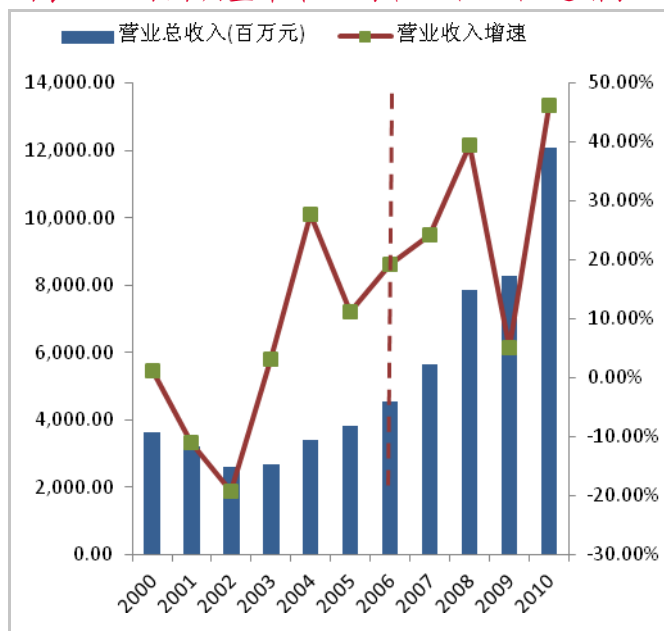
公司主要经营场所豫园地区是上海 700 年历史发源地“老城厢”的核心, 每年客流量达 3700 万人次, 是上海最具传统特色的市级商业中心, 其范围为东至中华路、北到人民路, 西至河南中路, 南至复兴中路, 区域面积 0.72 平方公里。根据上海黄浦区的规划, 豫园地区主要划分为“内圈”、“中圈”、“外圈”。其中内圈为核心商圈, 其范围为北至福佑路, 东至安仁街, 南至方浜中路, 西至旧校场路, 占地面积为 0.053 平方公里, 公司在其中拥有约 10 万平米的商业物业。豫园内圈分别于 2006 年、2009 年进行了两次大规模的调整, 调整后的内圈在经营业态、商业结构方面更为合理, 各板块功能定位更加清晰, 对豫园商城市口的繁荣及公司业绩的提升都有较大贡献。

图表 5: 豫园地区规划示意图



资料来源: 政府网站, 华泰证券

图表 6: 内圈调整带来公司营业收入快速增长



资料来源: 公司公告, 华泰证券

根据黄浦区“十二五”规划的目标，将加快对豫园内圈结构调整和中圈功能开发，建立全国第一个商贸功能区“黄浦外滩黄金珠宝商贸功能区”，其建筑面积约为 12 万平方米，建筑范围北起外白渡桥、南至城隍庙、西自河南路、东到外滩，拟建项目包括黄金体验馆、品牌概念店、创意设计区、品牌发布场、流行趋势研究院等。通过大楼置换及业态调整后，新建商贸功能区不仅能够扩大豫园商圈的外延范围，也能在一定程度上解决豫园商城内游客构成单一、日夜客流不均的问题，商贸功能区建成后带来的客流增量将使公司主业极大受益。

图表 7：黄金珠宝商贸功能区地理位置图

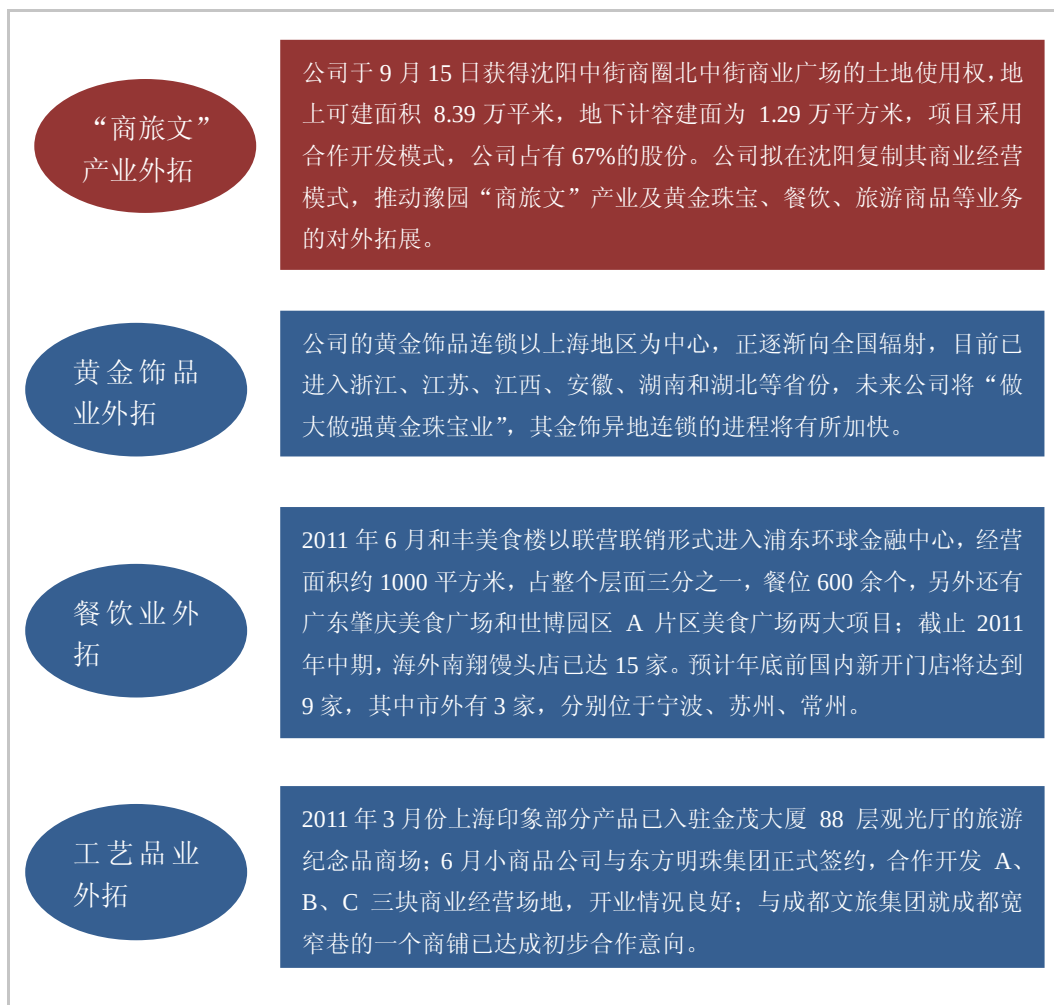


资料来源：政府网站，华泰证券

3. 拓外延—主业扩张打开业绩提升空间

近期公司各项主业逐渐摆脱内圈的资源依赖，不断在探索新的经营和拓展模式，主要受三个因素驱动：豫园内圈营业面积较为固定，单纯依靠其内生增长对公司业绩贡献有限；目前公司的各项主业都已发展成熟，且具有良好的经营优势和品牌效应，已具备对外扩张的条件；世博会的开展将公司的业绩推向了高点，为其外延扩张提供了较大动力。我们认为，“商旅文”产业引领公司各项主业进行外延扩张，能够充分发挥公司各项主业的经营优势，有助于扩大其市场影响力，公司未来业绩增长可期。

图表 8: 公司各项主业外拓提速

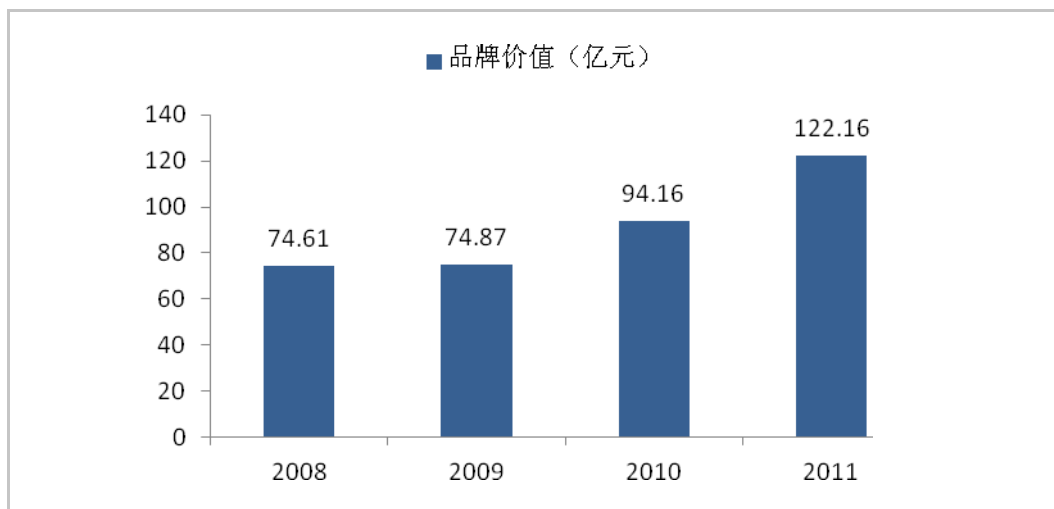


资料来源：公司公告，华泰证券

4. 建品牌—品牌效应彰显竞争优势

公司对品牌建设较为重视，在商务部认定的第二批“中华老字号”名录中，公司有 9 个品牌入榜，分别是湖心亭茶楼、老城隍庙五香豆、豫园梨膏糖、童涵春堂、永青假发、王大隆刀剪、丽云阁扇庄、德兴馆和华宝楼。在 6 月 28 日世界品牌实验室揭晓的名单中，公司以 122.16 亿元的品牌价值排在世界品牌实验室编制的《中国 500 最具价值品牌》第 83 位，品牌价值比 2010 年的 94.16 亿提高了 28 亿，名次比 2010 年的第 84 位提升了 1 位。

图表 9: 2008—2011 年公司品牌价值逐步提升



资料来源:《中国 500 最具价值品牌》, 华泰证券

由于黄金饰品的价值较高, 消费者在购买时会着重考虑其品牌因素, 因而品牌价值的提升对公司黄金饰品销售规模的扩大有明显的推动效应。伴随着公司品牌价值的提升, 其综合竞争力也在进一步提高, 公司目前在内地黄金珠宝业上市公司中份额排名第二, 仅次于老凤祥。随着越来越多的境外品牌进入我国, 黄金饰品行业竞争日益激烈、消费者品牌意识也在逐渐增强, 公司的品牌价值将助其在竞争中占据优势地位。

二、黄金珠宝行业将维持高景气度, 公司在行业中优势明显

公司黄金饰品销售占公司销售收入比重较高, 2011 年中期达到 88.87%, 其受黄金珠宝行业影响较大, 我们将着重对该行业其进行分析。

1. 黄金珠宝行业增长较快, 未来高景气度仍将持续

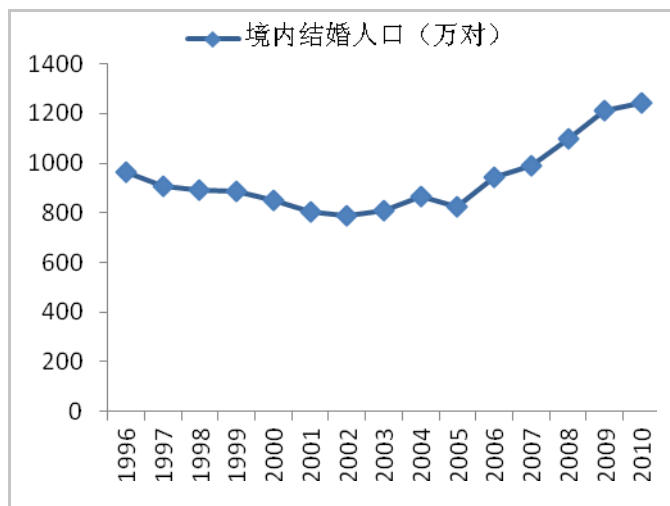
我国黄金珠宝行业面临高速增长, 婚庆消费拉动效应较为明显:

黄金珠宝的单位价值较高, 属于一种相对奢侈品, 具有消费及投资双重属性, 近年来我国限额以上金银珠宝销售额逐年上升, 2010 年达到 1260.76 亿元, 较去年同期增长 56.04%。黄金珠宝消费的高速增长主要有以下几方面原因: 首先, 从投资角度来讲, 近期金价的持续高位运行激发了投资者对金饰品的投资需求, 对黄金珠宝消费拉动较大; 其次, 在消费属性方面, 近年来随着我国居民收入的不断提高以及消费结构的不断升级, 黄金珠宝逐渐被普通消费者所接受; 另外, 传统婚庆需求对于黄金珠宝消费的拉动效应也较为明显。

建国以来我国一共经历了三次人口生育高峰, 其中第三次人口出生高峰期处于 1981—1990 年间, 在该 9 年间净增人口 1.43 亿, 其中 1987 年人口出生率达到 23.3‰ 的峰值, 目前 20 世纪 80 年代出生的人群已介于 21—30 岁之间, 已具备一定经济实力并处于适婚年龄。根据民政部公布的数字显示, 2005 年以来我国境内结婚人口数呈现明显上升的趋势, 其中 2010 年结婚人口数已达 1241 万对, 较去年同期增加 28.8 万对, 假设 80 年代生人平均结婚年龄为 25 岁, 那么我们推算结婚高峰将延续至 2015 年, 而根据我国传统的风俗

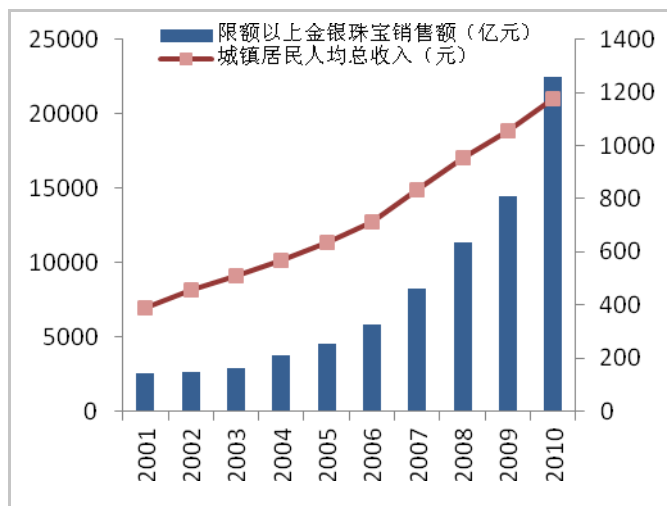
习惯，黄金珠宝类商品属于结婚必备品，假设每对新人购买黄金珠宝类商品的消费为 2000 元，我们粗略测算婚庆带动黄金珠宝消费为 200 亿元，占限额以上金银珠宝销售额的 15.86%，较为可观。未来四年内的结婚高峰将持续为我国金银珠宝行业带来巨大的消费市场。

图表 10: 我国境内结婚人口上升趋势明显



资料来源: 民政部, 华泰证券

图表 11: 金银珠宝消费与居民收入水平关联度强

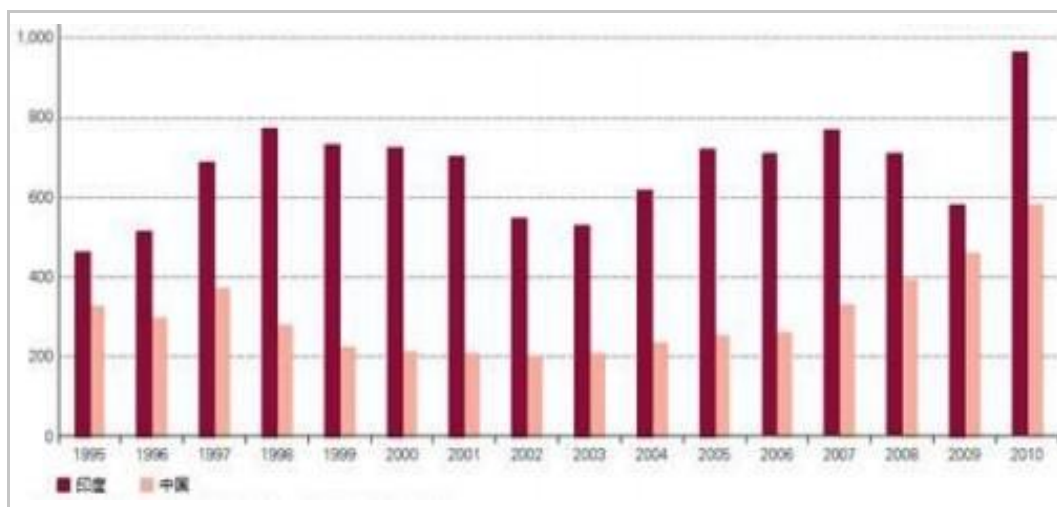


资料来源: WIND, 华泰证券

我国金饰需求市场较大，人均黄金消费量低，未来发展潜力依然很大：

从黄金珠宝需求方面来看，我国和印度目前是全球金饰需求的两大主要市场，1995-2004 年两国金饰需求占全球需求比例约为 24%，2010 年这一比例升至 40%。根据世界黄金协会发布的 2011 年第三季度《黄金需求趋势报告》显示，前三季我国金饰需求合计 376.8 吨，其中第三季度在全球金饰需求同比下降 10% 至 465.6 吨的情况下，我国金饰需求逆势而行，同比增长 13% 至 131 吨，在全球金饰需求中占比达 28%，已超越印度成为全球金饰需求最大的单一市场。

图表 12: 1995-2010 年中国和印度的金饰需求量 (单位: 吨)



资料来源: GFMS, 世界黄金协会, 华泰证券

从人均黄金消费量水平来看，世界黄金协会 2010 年发布的《虎年黄金分析报告》显示，由于金融体制

的差异，我国境内黄金珠宝人均消费量为 0.26 克，与具有类似黄金文化的国家相比仍相对较低。报告中预计，如果我国境内人均黄金消费水平与印度、中国香港或沙特阿拉伯持平，仅金饰的年需求量就会增加 100 吨—4000 吨的规模。

2. 豫园商城在黄金珠宝行业中占据领先地位

目前我国黄金珠宝类公司中份额较大的主要有 9 家，其中 5 家已于内地上市，3 家于港股上市，另有一家周大福将于港股上市，我们对这 9 家公司的主打产品、内地网点数量以及经营特点进行了分析，发现各家黄金珠宝零售商的产品同质化较高，除了谢瑞麟主营铂金及钻石饰品外，其他几家主要是以黄金饰品为主，差异化较小；从各公司内地网点数量来看，截止 2010 年底，豫园商城、老凤祥以及周大福都已经超过千家，明牌珠宝门店数量也欲突破千家，除了周大福外其他三家的门店扩张仍以批发（即加盟及特约经销）为主，我们认为批发模式是行业竞争初级阶段的产物，从国外黄金珠宝行业发展历程以及国内周大福的发展轨迹来看，未来黄金珠宝自营店将成为主流。

图表 13：公司主要竞争对手情况

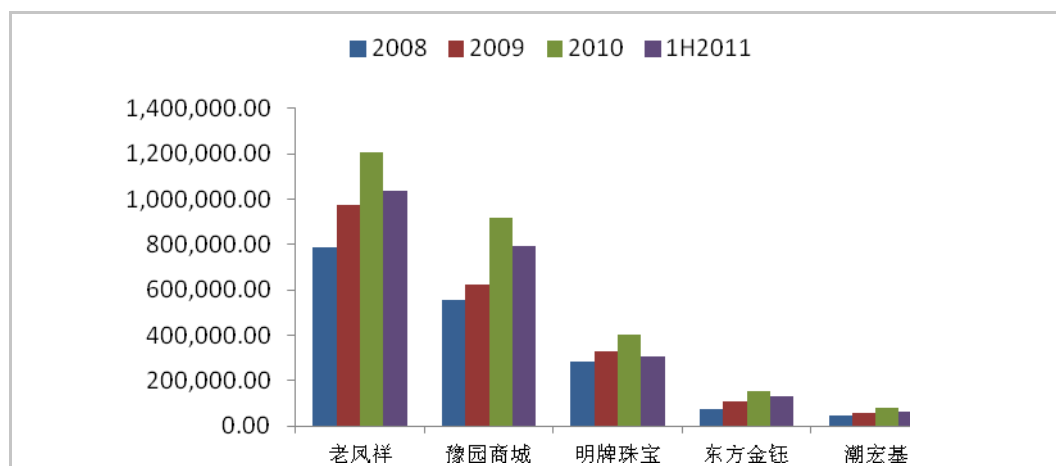
主要竞争对手	主打产品	内地网点数量	经营特点
老凤祥	黄金珠宝首饰等	自营、加盟、经销、总经销网点数量分别为 69 家、464 家、514 家和 33 家，总计 1080 家（截止 2010 年底）	公司是跨越三个世纪的百年老店，销售网络以上海为中心、向苏浙皖三省辐射，并通过自营银楼+加盟银楼+总经销+经销商等多重渠道向全国范围扩张。
明牌珠宝	黄铂金、镶嵌饰品	经销商 639 家、专柜及直营店 296 家，总计 935 家（截止 2010 年底）	连续三年在同行业中铂金饰品销售额排名第一；门店布局全国，已形成了江浙片区、京津片区、辽川片区三个核心区域。
东方金钰	黄金产品+镶嵌首饰+翡翠产品+X		公司在翡翠市场领先地位较明显；计划打造“珠宝零售航母平台”，目前在河北、浙江、武汉、昆明等地开设多家加盟连锁店，
潮宏基	K 金珠宝首饰、足金首饰	367 家（截止 2010 年底）	拥有“潮宏基”和“Venti”两大珠宝品牌，形成“以百货渠道为主，专卖店和电子商务为辅”的多层次复合型渠道模式。
豫园商城	黄金珠宝首饰等	直营店 99 家、加盟店 753 家、特约经销网点 489 家，总计 1341 家（截止 2010 年底）	旗下有“老庙黄金”及“亚一黄金”两个品牌，门店网络以上海市场为核心，覆盖浙江、江苏、江西、安徽、湖南和湖北等省份。
周大福	黄金珠宝首饰等	1417 家，自营店居多（网站资料）	建立了公司化的运作模式以及一口价的定价策略，在技术及产品上优势较大，销售网络遍布内地、香港、澳门及东南亚市场。
谢瑞麟	铂金、钻石饰品	TSL145 家，SAXX23 家（官网统计）	除了“TSL”品牌外，公司亦致力推广其以现代爵士乐为主题的副品牌“SAXX”，门店网络分布于内地、澳门、香港、马来西亚。
周生生	黄金珠宝首饰等	193 家（截止 2011 年 6 月底）	旗下有周生生和点睛品两个品牌，门店网络分布在内地、香港、澳门、台湾。
六福	黄金珠宝首饰等	618 家品牌店，39 家自营店（截止 2011 年 3 月底）	旗下有六福和 Luvina Jewelers 两个品牌，销售渠道遍布于香港、美国、加拿大、澳门及中国内地等市场。

资料来源：华泰证券

我们搜集整理了内地上市的几家黄金珠宝类公司与黄金珠宝相关的主营收入数据，目前占据龙头地位的是老凤祥，其 2011 年中期的黄金珠宝类销售收入达到 103.76 亿元，豫园商城以 79.27 亿元的销售额位居第二，仅比老凤祥少 24.49 亿元；明牌珠宝、东方金钰、潮宏基黄金饰品份额较低，三者销售规模合计仅为

50.47 亿元，与老凤祥及豫园商城相比差距较大。

图表 14：黄金珠宝类内地上市公司黄金珠宝类销售规模比较（单位：万元）



资料来源：WIND，华泰证券

总体来看，当前我国黄金珠宝行业的竞争较激烈，豫园商城凭借其营销网点数、品牌以及规模优势在行业中居于领先地位：2010 年底门店数已达 1341 家，其中直营店已扩至 99 家，多于老凤祥的 69 家，且旗下拥有“老庙黄金”及“亚一黄金”双品牌运作，2011 年中期品牌价值已达 122.16 亿元，营销网点及品牌优势较为明显；另外，在内地上市的黄金珠宝类公司中，豫园商城黄金珠宝类销售规模仅次于老凤祥，与明牌珠宝、东方金钰、潮宏基相比具有较强的规模优势。

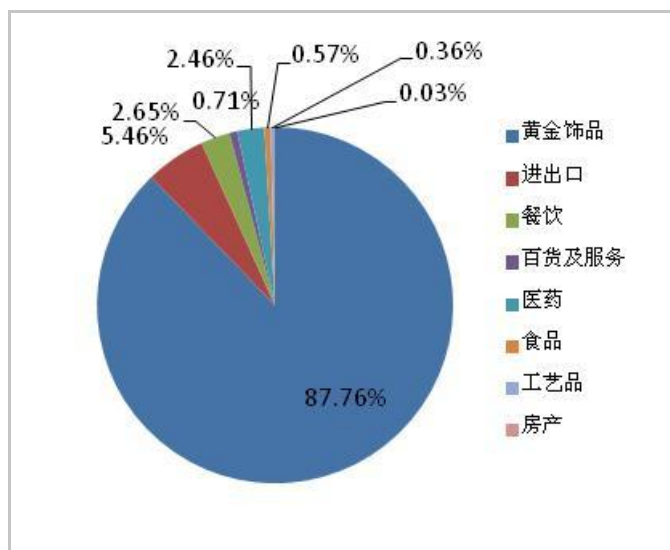
三、公司主营以黄金饰品销售为主，其它板块各有特色

公司目前的主营业务主要有八大块，包括黄金饰品、进出口、餐饮、医药、百货及服务、食品、工艺品及房产。从 2011 年中期的数据来看，黄金饰品销售收入占比 87.76%，营业利润占比 67.31%，是公司的支柱产业；餐饮与医药毛利率高于黄金饰品，贡献的营业利润占比分别为 20.26%、5.34%，属于公司的优势产业；其他板块的收入及营业利润占比都较小，对公司业绩影响不大。

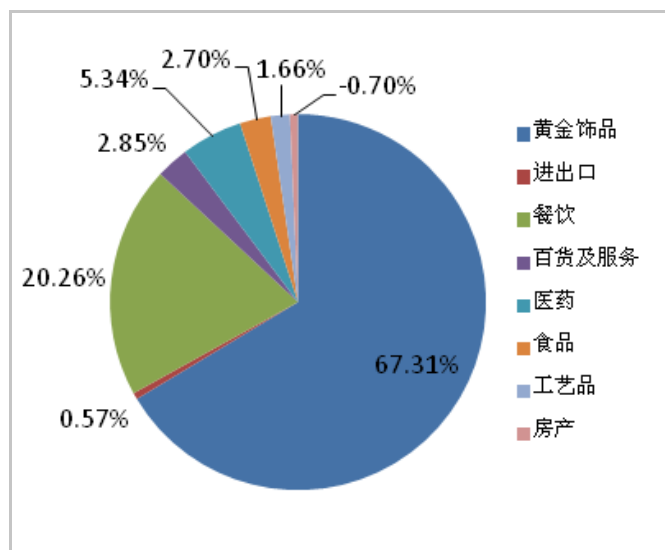
从各主营业务的增长水平来看，2010 年受世博会的影响，公司各板块的收入增速有所提高，其中较容易受到旅游、节假日等消费热点影响的黄金饰品、餐饮、食品三个板块收入增幅分别达到 47.98%、81.58%、44.49%，受 2010 年较高基数的影响，2011 年上半年除了黄金饰品板块仍维持较高的收入增速外，餐饮、食品板块的销售收入都出现了不同程度的下降，我们认为世博会召开属于偶发性因素，明年开始公司各板块收入将回归正常增速水平。

图表 15：2011 年中期公司各业务收入占比

图表 16：2011 年中期公司各业务营业利润占比



资料来源：公司公告，华泰证券

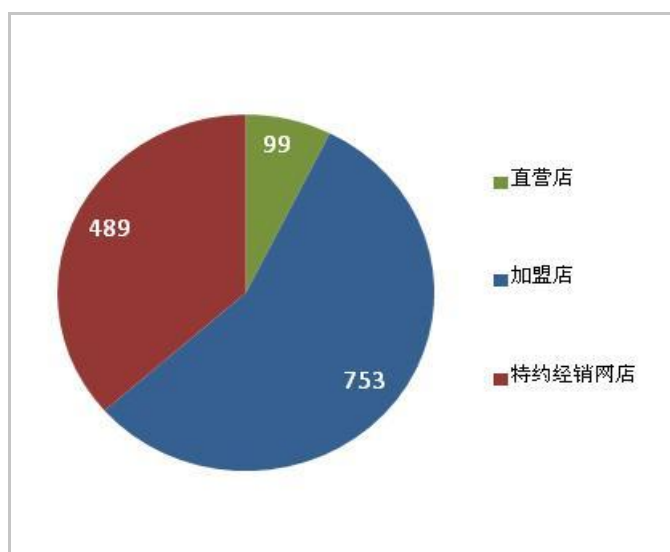


资料来源：公司公告，华泰证券

1. 黄金饰品板块收入维持高增长，抗风险能力强

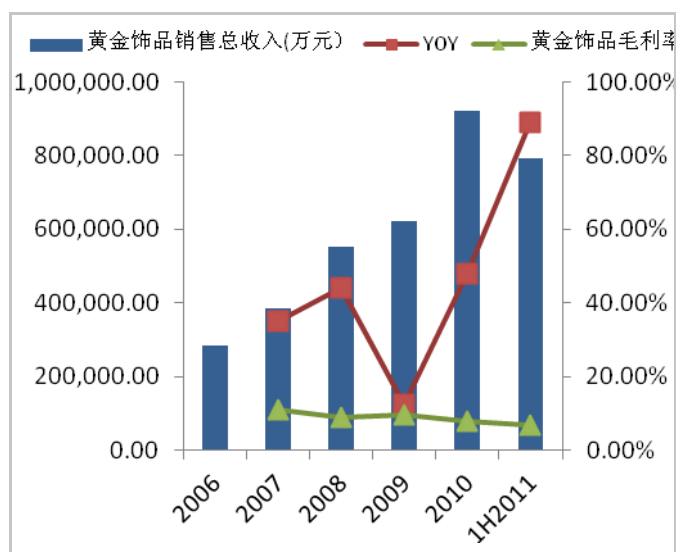
黄金饰品板块是公司发展最快的支柱产业，旗下有“老庙黄金”及“亚一黄金”进行双品牌运作，门店拓展方式主要包括直营、特许加盟和特约经销。截止 2010 年末，公司黄金饰品板块门店总数达到 1341 家，其中直营店 99 家、加盟店 753 家、特约经销网点 489 家，总门店较去年净增 173 家；门店网络以上海市场为核心，覆盖浙江、江苏、江西、安徽、湖南和湖北等省份，未来公司将“做大做强黄金珠宝业”，我们预计其金饰异地连锁的进程将有所加快。

图表 17：公司各种类门店数量



资料来源：公司公告，华泰证券

图表 18：2006—2011 年中期黄金饰品销售收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券

受益于黄金珠宝行业较高的景气度水平，2011 年上半年公司黄金饰品板块延续了 2010 年的高增长：尽

管 2010 年世博会消费导致黄金饰品板块收入增幅高达 47.98%，基数较高，但随着公司外延扩张的提速以及金价上升带来的黄金投资需求的旺盛，2011 年上半年该板块仍维持了较高的销售增速，实现销售收入 79.27 亿元，同比增长 88.87%。

黄金饰品板块规模扩张的同时带来了较低的毛利，主要是由于批发业务及金条销售扩大所致：从 2010 年开始，公司黄金饰品业务的毛利率呈现下滑态势，2011 年中期仅为 6.7%，较去年年底下降了 1.27 个百分点。一方面由于公司金饰连锁的扩张思路是以批发业务为主，仅 2010 年新增加盟店就有 294 家之多，目前公司加盟店的数量占比为 56.15%，其毛利率较低；另一方面是由于黄金投资需求持续旺盛带来了公司金条销售规模的增加，2010 年老庙黄金抓住世博会的契机推出了“世博投资金条”，在年底前通过电视购物东方 CJ 实现了其 1.5 亿元的销售收入，亚一金店与瑞士美泰乐、经易金业合作在豫园亚一母店打造了上海最大的投资收藏品交易中心，开发、引进了一批投资金条新品，销量较为可观，投资金条销量的增加整体上拉低了公司黄金饰品毛利。

从同行业内地上市公司黄金珠宝类销售毛利率数据来看，潮宏基毛利率水平最高，主要是由于其自营门店较多，2011 年中期自营销售额占比为 88.92%，自营毛利率高达 38.15%，抬高了整体毛利率水平；公司黄金饰品销售毛利率目前在同行业中处于低位，根据我们从上市公司了解的情况，未来公司的黄金饰品的销售将从计量计价逐步向计件计价转移，另外将引进高端的设计人才进行个性化金饰品的加工制作，并准备开展金品概念店，我们认为公司这一系列的动作将会提升黄金饰品毛利率水平，一定程度上抵消批发业务加速以及金条销售增加带来毛利下降的影响。

图表 19：同行业内地上市公司黄金珠宝类销售毛利率比较

	2008	2009	2010	1H2011
老凤祥	6.73%	7.03%	8.51%	7.71%
豫园商城	9.07%	9.68%	7.97%	6.70%
明牌珠宝	9.95%	12.94%	12.44%	10.07%
东方金钰	21.12%	8.24%	11.90%	9.81%
潮宏基	35.46%	38.25%	35.41%	35.59%

资料来源：WIND，华泰证券

公司在黄金饰品经营方面较为稳重，黄金饰品板块抗风险能力较强：

公司黄金饰品的进销模式能够较好应对金价波动的风险：公司每年开 4 至 5 次订货会，按需订货，对库存的控制较为谨慎，存货占比较低，2011 年中期存货占流动资产的比例仅为 33.65%，在同行业内地上市公司中处于较低的水平，低存货比例能使公司有效应对金价波动的风险；另外，从上海黄金交易所买进黄金原材料后，会立刻加工成产成品计入库存商品，实现销售发出商品时，对珠宝黄金等镶嵌类饰品采用个别计价法、金银饰品采用加权移动平均方法计量，产品售价受金价波动幅度不大。

图表 20：同行业内地上市公司存货占流动资产比

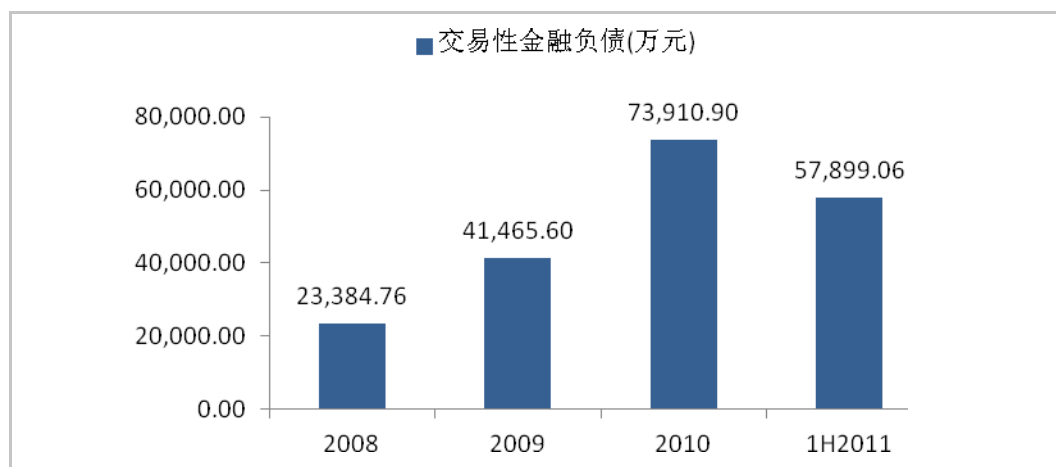
	2008	2009	2010	1H2011
老凤祥	57.78%	72.45%	70.62%	46.14%
豫园商城	39.14%	43.63%	41.38%	33.65%
明牌珠宝	78.02%	78.01%	73.59%	44.36%

东方金钰	76.09%	68.41%	88.30%	93.32%
潮宏基	81.22%	81.16%	57.03%	68.38%

资料来源：WIND，华泰证券

黄金租赁业务使得公司黄金饰品板块的经营更加稳重：为了有效降低黄金价格的波动对公司经营业绩的影响，公司采用黄金租赁的方式获取一部分黄金原材料，该部分原材料计入交易性金融负债，采用公允价值计量，其产生的公允价值变动损益与黄金价格波动对公司经营业绩的影响呈反向关系，对于公司经营业绩的稳定有较大作用。

图表 21：2008—2011 年中期公司交易性金融负债规模



资料来源：公司公告，华泰证券

由于黄金租赁费用一般低于同期的银行贷款利率，采用一定比例的黄金租赁能够有效降低公司的融资成本，拓展融资渠道。

图表 22：黄金租赁费用率低于银行贷款利率

类别	2010	2009	2008
平均租赁费率区间（年）	3.80%	3.80%-4.60%	4.60%-5.50%
银行贷款基准利率区间	5.31%-5.81%	5.31%	5.31%-7.47%

资料来源：华泰证券

2. 餐饮板块业绩贡献仅次于黄金饰品，外拓趋势明显

公司是全国餐饮百强企业，旗下拥有绿波廊酒楼、新绿波廊酒楼、绿波廊会所、上海老饭店、南翔馒头店、松运楼酒家、老城隍庙小吃广场（和丰楼）、春风松月楼素菜馆、湖滨美食楼、宁波汤团店、老松盛点心店、豫园清真点心店、会景楼大酒店、南翔馒头连锁发展有限公司、上海乔家栅餐饮有限公司等众多饭店、酒楼、小吃广场。

图表 23：公司餐饮板块旗下资产表

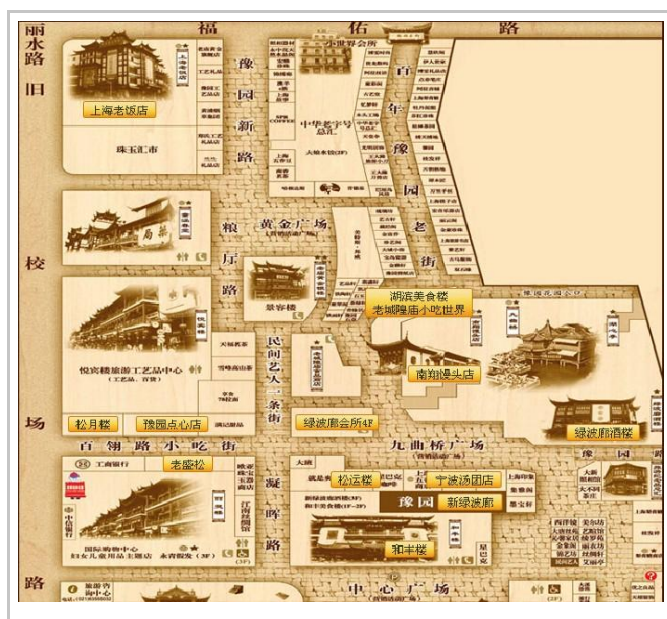
餐饮门店	门店经营情况
------	--------

绿波廊	绿波廊酒楼创业于 1979 年，1991 年豫园商城开发一期工程，绿波廊扩大后改为“绿波廊酒楼”，以接待世界政要、国宾名流最多而享誉海内外，现又开出绿波廊会所，全方位展现中国饮食文化和感悟海派文化。
上海老饭店	创建于清光绪元年（1875 年）原名“荣顺馆”，它地处豫园商城旅游区内，是上海菜的发祥地，菜肴以选料精细、风味纯正著称。继 2007 年初在日本名古屋成功开出了首家老饭店海外分店后，2008 年又开设东京分店。
南翔馒头店	光绪二十六年（公元 1900 年）嘉定县南翔镇吴翔升在豫园九曲桥畔开设点心店，起初店名叫长兴楼，后改为南翔馒头店。目前南翔小笼海外共有 15 家门店，国内新开门店预计年底将达到 9 家，其中市外有 3 家，分别位于宁波、苏州、常州。
松运楼酒家	地处老城隍庙中心，与湖心亭、九曲桥、东方明珠相映成辉，是负有盛名的老字号企业，一楼供应老城隍庙风味小吃、港式粤菜和老城隍庙传统小吃；三楼设有 8 个大小各异的包房，环境幽雅。
和丰楼	即老城隍庙小吃广场，地处上海豫园商城中心广场内，楼高三层，地下一层，总建筑面积 13000 平方米。一楼全部明档，按地域风味为特色，划分为十余个区域，现做现卖；二楼店中店形式，形成八大地域风味体系。2011 年 6 月 20 日，老城隍庙小吃王国以联营联销形式进入浦东环球金融中心，经营面积约 1000 平方米，设 600 余餐位。
春风松月楼	起源于清乾隆年间的“吴记素斋”，后由徐氏业主于宣统二年出资购得，改名为春风松月楼，近年来，松月楼的多个品种被评为中华名点，名菜，曾被评为中华餐饮名店称号。
湖滨美食楼	地处豫园商城中心，南临九曲桥荷花池，以经营地道的老城隍庙传统小吃为主。有 10 多个品牌产品荣获“中国名菜名点”和市金银铜奖，曾被中国烹饪协会认定为中华餐饮名店。
宁波汤团店	位于豫园路 98 号，是豫园商城的招牌之一。
老松盛点心店	地处百翎路美食街，有上下二层，经营面积 500 多平方米，可容纳 150 人就餐。一楼主要经营老城隍庙传统特色小吃和时尚风味；二楼经营上海浦东“老八样”特色菜和配套点心。
豫园清真点心店	位于百翎路 7 号，是豫园商圈内独一无二的伊斯兰风味的清真馆，以地道正宗的红烧牛肉面见长。
会景楼大酒店	位于上海老城厢的陆家浜路，于 2008 年进行了全新装修，旗下上海德兴馆餐厅以传统本帮菜，上海家常菜而闻名，餐厅可容纳 500 余人就餐，并有各式包房七间。
乔家栅	上海乔家栅公司下属有上海乔家栅食品厂、上海乔家栅物业总汇及回风楼等一批企业。

资料来源：公司公告，华泰证券

公司餐饮板块的大部分品牌历史悠久，文化积淀深厚，各大餐饮店的母店基本位于豫园内圈，受内圈资源限制较大；2003 年开始公司餐饮板块通过直营店及品牌加盟店的形式进行海外拓展，目前拥有海外南翔馒头店 15 家，老饭店 2 家，绿波廊（位于汉堡豫园内）1 家，其中汉堡豫园由于地理位置等原因经营情况较差，将重新进行选址。

图表 24: 公司旗下各大餐饮店母店基本位于豫园 内圈 图表 25: 餐饮板块海外发展地图



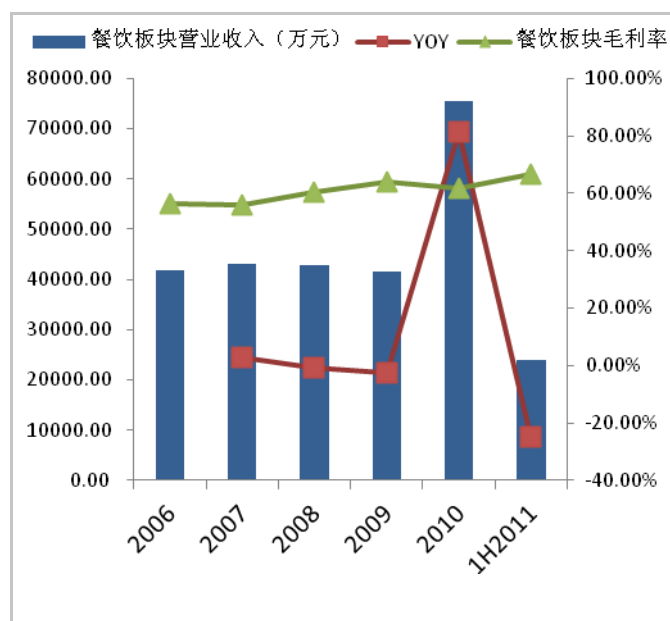
资料来源：公司网站，华泰证券



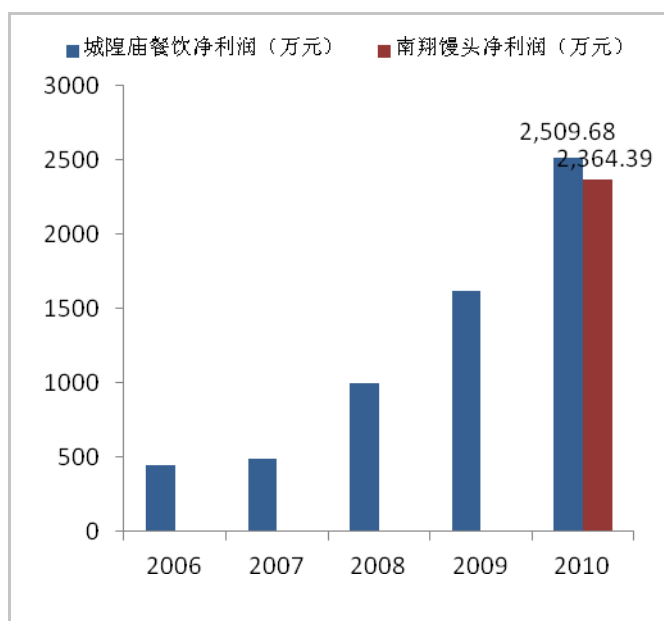
资料来源：公司网站，华泰证券

2010 年餐饮板块受世博会拉动效应明显，剔除该因素影响 2009 年中期—2011 年中期复合增长率仍处于历史高位；该板块毛利率高，对公司业绩贡献仅次于黄金饰品板块。由于餐饮收入与节假日等消费热点关联度较高，2010 年世博会带动公司餐饮板块收入同比增长 81.58%，受此较高基数的影响，2011 年中期该板块收入同比下滑 24.96%。若不考虑 2010 年非正常因素对业绩的影响，2011 年中期餐饮板块较 2009 年同期增加 12.68%，复合增长率为 6.15%，仍处于历史较高水平。餐饮板块毛利率水平是公司所有板块中最高的，2011 年中期其毛利率水平高达 66.71%，以 2.65% 的收入占比贡献了 20.26% 的营业利润，其中贡献利润较多的为老城隍庙餐饮子公司及南翔馒头子公司，2010 年其分别实现净利润 2,509.68 万元、2,364.39 万元，占公司净利润的比重分别为 3.52%、3.32%。

图表 26: 2006—2011 年中期餐饮板块销售收入及毛利率情况



图表 27: 城隍庙子公司及南翔馒头子公司 2006—2010 年净利润



资料来源：公司公告，华泰证券

资料来源：公司公告，华泰证券

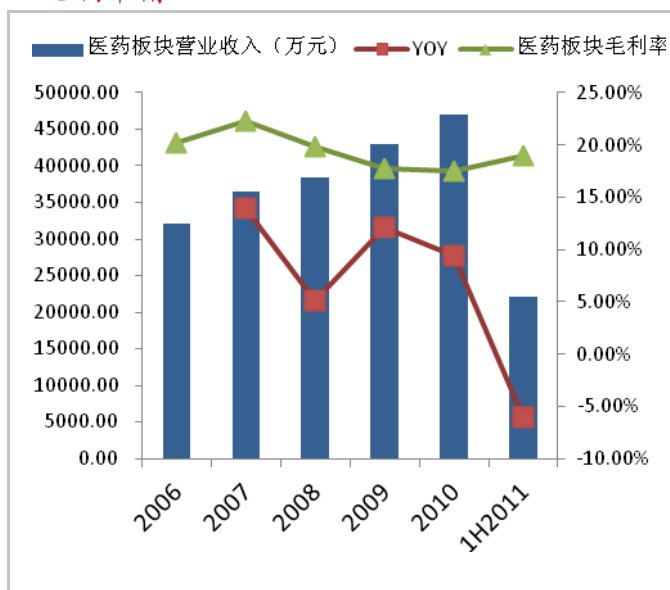
餐饮板块突破内圈资源限制，未来五年将坚定走外拓之路。根据公司对餐饮板块的规划，将改变以往依靠特定资源生存的方式，走外拓的竞争发展之路，今年下半年南翔馒头国内门店外延扩张有所提速，年底前国内新开门店将达到 9 家，其中市内 6 家，分别位于莘庄商圈、曹家渡商圈、静安寺商圈、人民广场商圈、四川北路商圈、虹口足球场商圈，市外 3 家，分别位于宁波、苏州、常州。“老城隍庙小吃王国”外拓之路也在逐步展开，6 月 20 日其以联营联销形式进驻浦东环球金融中心 B2 楼，经营面积约 1000 平方米，设 600 余餐位；10 月 29 日，广东肇庆分店开业，其经营面积达 2500 平方米，可同时容纳 650 人就餐。我们看好餐饮板块未来的持续增长能力，预计今年新开餐饮门店将于明年开始贡献业绩。

3. 医药板块受政策影响，短期内业绩将被压制

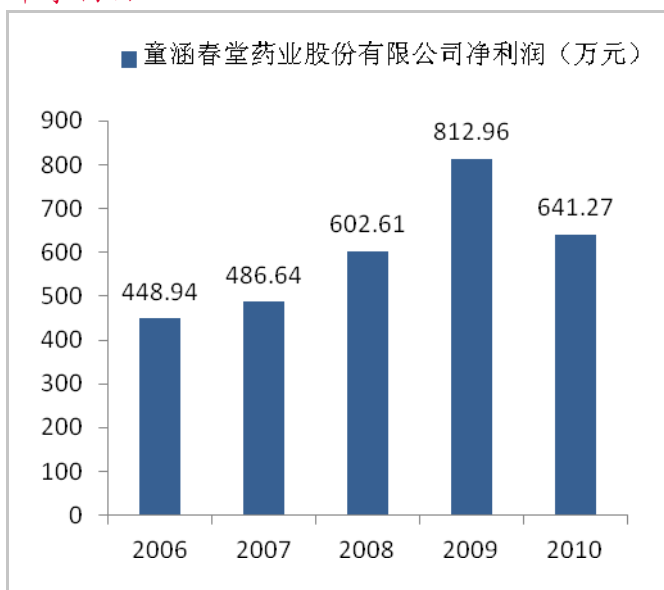
医药板块是公司的优势朝阳产业，其拥有的“童涵春堂”品牌创立于清朝乾隆年间，至今已有 400 多年历史，在长三角地区有较高知名度，公司旗下主要有童涵春堂药业股份有限公司、童涵春堂中药饮片厂、童涵春堂制药有限公司等子公司，主营范围包括医药生产、批发、零售业务。

医药板块的销售主要集中于上海地区，业绩近期受医改政策及基本药物定价影响较大。截止 2010 年底，公司一共在上海拥有 37 家门店，4 家门诊部，国务院新医改政策以及药品价格改革在一定程度上刺激了药品的销售，2010 年底之前医药板块的销售增速基本保持了平稳，但药品价格的下降直接导致公司毛利率水平在 2009、2010 两年呈现明显下滑态势，板块中利润贡献较多的童涵春堂药业股份有限公司 2010 年仅实现净利润 641.27 万元，同比下滑 21.12%；2011 年中期，受毛利率较高的冬虫夏草团购业务增加的影响，医药板块整体毛利率回升至 19.01%，较 2010 年底提高 1.47 个百分点，上半年除了中药销售有所提升外，其他医药品类销售有所减少，导致医药板块收入同比减少 6.03%。我们认为医药板块短期内受制于政策的状况较难改变，预计其未来三年内对公司的业绩增长贡献有限。

图表 28: 2006—2011 年中期医药板块销售收入及毛利率情况



图表 29: 童涵春堂药业股份有限公司 2006—2010 年净利润



资料来源：公司公告，华泰证券

资料来源：公司公告，华泰证券

4. 其他板块营业利润占比低，对公司业绩影响不大

百货板块：

主要由公司旗下豫园商城百货有限公司运营，下属有豫园百货天裕楼、妇女儿童用品主题店、豫园百货礼品店、中华老字号总汇、永青假发、文昌路北街 6 家门店等资产，门店全部位于豫园商圈内。

图表 30：公司百货板块旗下各门店概况

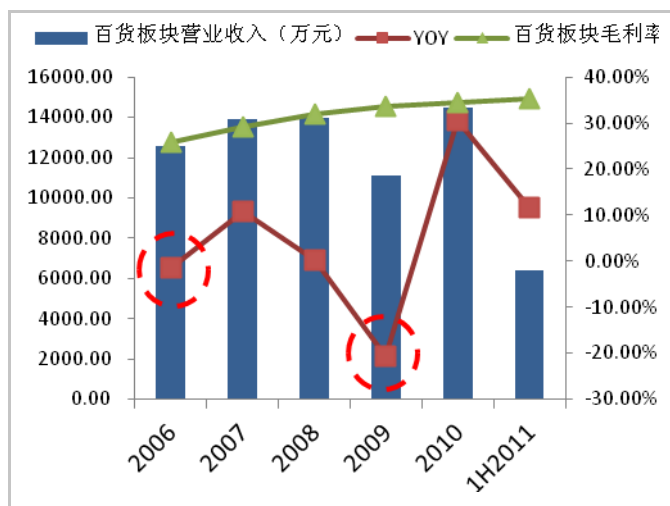
百货板块旗下门店	门店经营情况
豫园百货天裕楼	地处豫园商城旧校场路与方浜中路交界处，建立于 1994 年，是目前上海最高、最大的明清风格仿古商业建筑，商场使用面积约 5800 平方米左右，分为地下一层，地上三层，以经营品牌服饰为主。近年来，围绕豫园商城构建“精致豫园”，打造“第一旅游品牌”的目标，先后引进“ESPRIT”、“贝拉维拉”、“马克华菲”、“耐克”、“阿迪达斯”等国内外知名品牌，以“时尚、休闲、自然”为主题概念。
妇女儿童用品主题店	地处豫园商城中心位置，使用面积约为 2186 平方米，分为三层，以经营女士羊毛衫、儿童服装、文具用品为主。开业以来始终坚持“聚集品牌，构筑特色”的发展战略，坚持“以人为本”的经营服务理念；以创新服务品位、培育热销卖点为经营宗旨。
经典礼品店	地处九曲桥畔，以外国游客和团队消费为主，汇聚珍珠饰品、玉器、木雕、陶瓷工艺品、印章、水晶摆件、刺绣、文化衫等，且拥有充满豫园文化特色的自主品牌“锦绣廊”，其品种齐全，品位独特的购物氛围，也时常吸引着不少名人政要前来光顾。
中华老字号总汇	于 2006 年 9 月正式落户豫园商城永青商厦，汇集了区内及全国近三十个老字号品牌，包括福建青芝田石章、小花园绣花鞋、盛锡福帽子、王星记扇子、沈广隆剑铺、恒源祥、杏花楼、小花园、天津麻花、王星记等，成为了上海市中心区域内首个老字号集聚地。
永青假发	位于豫园商城旧校场路 125 号三楼，可溯源至清光绪五年（1879 年），创始人褚元兴。历经百年，发展至今不仅已成为行业中的龙头，而且也是上海唯一的老字号假发特色商店。
文昌路北街	拥有 6 家专卖门店，主要以经营女性服饰为主，另有深受消费者喜爱的“桂发祥天津麻花”专卖店。

资料来源：公司公告，华泰证券

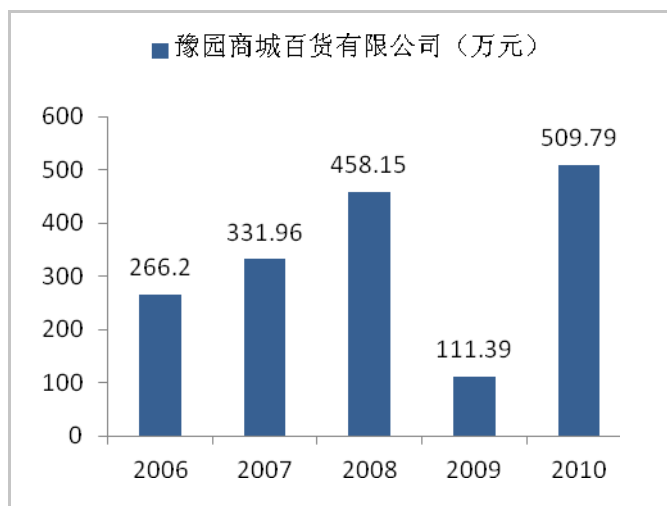
百货板块受内圈资源限制较大，未来增长有限。从以往业绩来看，受 2006 年以及 2009 年豫园商城商圈调整的影响，百货板块收入均出现不同程度的下滑，其中 2009 年收入下滑达 20.57%，当年豫园商城百货有限公司仅实现净利润 111.39 万元，可见其业绩受豫园商圈资源的限制较大。2010 年百货板块销售收入比 2009 年同比增长 30.50%，但其主要受到 2009 年较低基数的影响，与 2008 年相比该板块销售收入仅增加 3.65%，世博会热点对百货板块业绩带动有限。

图表 31：2006—2011 年中期百货板块销售收入及毛利率情况

图表 32：豫园商城百货有限公司 2006—2010 年净利润



资料来源：公司公告，华泰证券

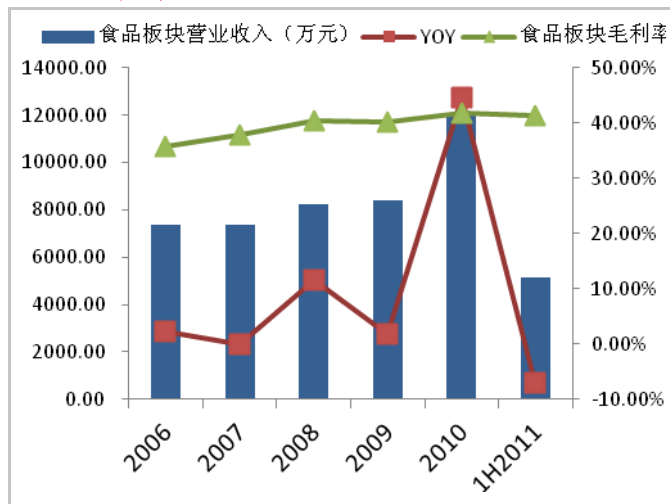


资料来源：公司公告，华泰证券

食品及工艺品板块:

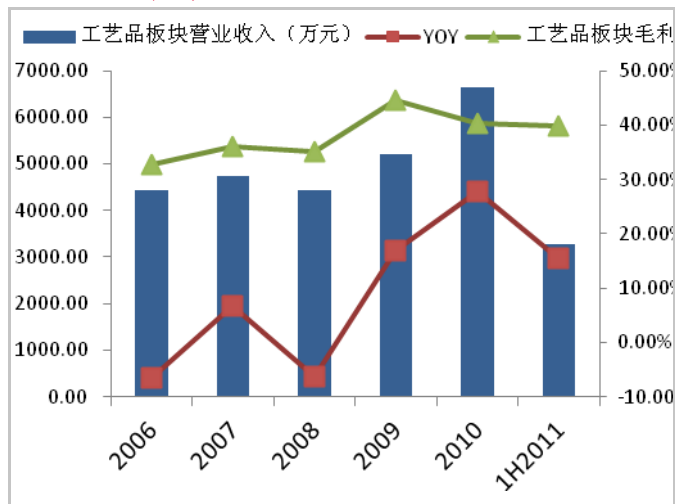
公司食品板块主要由老城隍庙食品有限公司经营，旗下有上海五香豆商店、上海梨膏糖商店、上海梨膏糖商店-德甡堂、上海梨膏糖商店-永生堂、老城隍庙食品店、旅游商品商店，这些门店基本分布于商城内圈，另外还有上海五香豆商店七宝店以及在易初莲花、麦德龙开设的超市专柜；工艺品板块主要由豫园商城工艺品有限公司经营，旗下主要运营华宝楼（老城隍庙古玩市场），其开设于 1994 年，占地面积 4000 平方米，是上海最大民间博物馆。

图表 33: 2006—2011 年中期食品板块销售收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券

图表 34: 2006—2011 年中期工艺品板块销售收入及毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券

食品板块销售受世博会拉动效应明显，五香豆产量从原来日产 2 吨增至 5 吨，梨膏糖则从日产量 825 公斤增至 2500 公斤，在上海市 50 多个世博特许产品经销点都有销售，带动食品板块销售收入激增 44.49%，老城隍庙食品有限公司实现净利润 1384.98 万元，同比增长 97.68%。受 2010 年较高基数的影响，2011 年中期该板块销售收入同比下降 7.06%，预计全年下滑趋势仍将维持，明年开始回归正常增速水平，我们假设其 2012 年、2013 年增长率将回升至 5% 左右的水平。

工艺品板块近三年来销售增速较平稳，其外拓进程也在逐步开展，另外 2010 年工艺品有限公司在拍卖行司法委托拍卖和艺术品拍卖项目上收获佣金达 1000 余万，并荣升为 AA 级拍卖资质企业，为公司带来了新的业绩增长点，我们保守假设工艺品销售收入 2012、2013 年将维持 16% 左右的增速水平。

房地产及进出口板块：

2010 年公司房地产板块实现收入 2.33 亿元，主要由豫园雅郡项目贡献，今年上半年房地产板块实现亏损，主要是由于武汉中北项目亏损所致，预计全年将实现盈利。

豫园雅郡：根据我们与上市公司沟通的结果，下半年豫园雅郡项目会确认部分收入，我们假设豫园雅郡今年结算面积为 11000 平米，按 9600 元/平米的单价计算，其将贡献收入 10560 万元；

武汉中北项目：一期、二期已经销售完毕，目前亏损主要是资金问题所致；目前三期销售情况不明朗，我们暂不考虑其对公司的业绩贡献；

洛阳项目：2011 年 6 月份，豫园商城房地产公司出资 3300 万元获得洛阳联华兴宇置业有限公司 50% 的股权，其拥有位于洛阳市纱厂南路 30 号地块的开发权，该地块属商住综合性开发项目，占地面积 1.63 万平米，建筑面积 8.6 万平米，公司预计其 2012 年 4 月开始贡献业绩。

进出口板块主要是贸易出口代理，2011 年中期实现销售收入 8.04 亿元，由于代理费率低，该板块毛利率水平仅为 0.92%，业绩贡献较小，我们保守假设 2012 年、2013 年其销售收入将保持 10% 的平稳增长。

四、战略投资拓展公司投资收益空间

目前公司的几个战略性投资项目分别为：招金矿业、上海银行、克莉丝汀、浙旅股份、婺源旅游。

1. 招金矿业为公司贡献较多投资收益，其业绩未来有望维持高增长

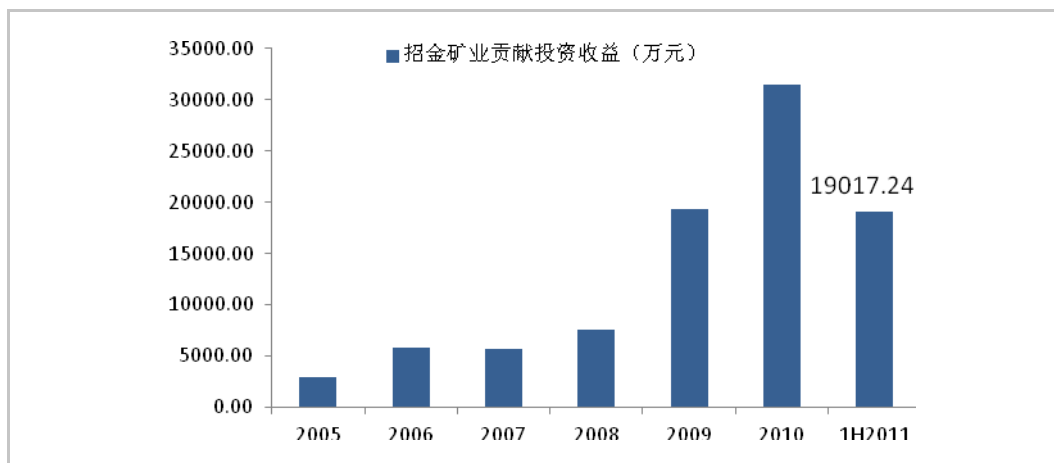
2004 年 4 月，公司与山东招金集团有限公司、上海复星产业投资有限公司、深圳市广信投资有限公司、上海老庙黄金有限公司共同组建招金矿业，公司出资 1.61 亿元，持股比例为 20%，控股子公司老庙黄金出资 803.37 万元，占比 1%；2006 年 12 月，招金矿业在香港联交所成功上市，公司持股比例摊薄至 14.55%，老庙黄金摊薄后持股 0.73%；2009 年 12 月，公司受让上海复星产业投资有限公司持有的招金矿业 15,900 万股股份，并完成股权转让的变更登记手续，与老庙黄金合计对招金矿业的持股比例增至 26.18%。

公司对招金矿业的股权投资采用权益法核算，2009 年以来受益于黄金产量的大幅提高以及平均金价的上涨，招金矿业业绩增长较为迅猛，其为公司贡献的投资收益也逐年走高，2011 年中期达 1.9 亿元，占公司净利润的比例为 40.41%。

招金矿业黄金资源量及储量不断增加，外延扩张能力突出，我们认为其未来业绩仍能保持高速增长：

截止 2010 年底，招金矿业共拥有约为 15,941 千盎司黄金矿产资源量（2009 年 12 月 31 日为 10,861 千盎司）和约 8,098 千盎司可采黄金储量（2009 年 12 月 31 日为 7,028 千盎司）；2009 年 9 月以来，公司已分别与新疆、甘肃和辽宁等地的地方政府签署了战略合作协议，将运用公司积累的经验，共同开发当地的黄金矿产资源，其是少数几家能够成功与外地政府达成战略合作意向的企业之一。

图表 35: 招金矿业 2005-2011 年中期贡献的投资收益额



资料来源: 公司公告, 华泰证券

2. 其他战略投资项目将在未来助力公司业绩提升

公司另外分别持有上海银行、克莉丝汀、浙旅股份、婺源旅游 0.82%、5%、13.41%、16% 的股份, 其中上海银行与克莉丝汀具备 IPO 预期, 浙旅股份与婺源旅游有助于公司板块的进一步扩大, 这都给公司未来的业绩提供了较广阔的想象空间。

图表 36: 其他战略投资项目概况

所持股权	持股比例	所属行业	股权概况
上海银行	0.82%	金融	分红较多, 2011 年中期为公司贡献 415.99 万元投资收益, 有将来在 A 股上市预期
友谊复星	48%	投资	截止 2011 年 9 月底, 其持有友谊股份 6.97% 的股权。
克莉丝汀	5%	商业	业绩优良, 成长性好, 有助于公司在商业领域中的进一步拓展, 有将来在香港上市预期。
浙旅股份	13.41%	旅游业	有助于公司旅游产业的向外拓展, 与公司原有板块具有较强协同效应
婺源旅游	16%	旅游业	

资料来源: 公司公告, 华泰证券

五、盈利预测与投资评级

1. 相对估值法

我们的主要假设如下:

黄金饰品板块外延扩张提速, 2011/2012/2013 年分别新开门店 232/263/297 家, 销售收入增速分别达到 62.54%/51.08%/43.09%; 假设未来黄金饰品销售将逐步实现按“计件计价”销售, 从而带来该板块毛利率的提升, 2011/2012/2013 年毛利率水平分别达到 6.7%/7.0%/7.3%。

医药板块短期内受医改政策影响, 增长较历史水平有所下降, 按照 2011 年中期该板块-6.03% 的销售收入增速水平, 我们假设 2011 年全年销售收入增速为-3%, 2012/2013 年分别为 4%/8%; 2011 年受冬虫夏草

团购的影响，板块毛利率有所提升，假设其 2011 年毛利率为 19%，由于导致高毛利的因素不可持续，医改政策仍在发挥作用，假设其 2012/2013 年毛利率分别为 18%/17%。

2010 年餐饮板块销售收入受世博会的影响增幅较大，为 2011 年造成较高基数，我们假设其 2011 年增速水平为 -5%，今年下半年新开门店较多，保守假设 2012/2013 年销售收入增速均为 10%；假设其未来三年毛利率水平为 66%。

百货板块受内圈资源限制较大，我们假设其 2011/2012/2013 年销售收入增速分别为 10%/9%/8%，受益于内圈结构的调整，板块毛利率水平在逐步提高，假设其未来三年毛利率维持 35%的水平。

世博会对食品板块的影响较大，2010 年板块销售收入基数较高，受此影响，我们假设 2011 年其销售收入增速为 -5%，2012 年开始回归正常增速水平，假设 2012/2013 年销售收入增速均为 5%；假设其未来三年毛利率维持 40%的水平。

我们假设房地产板块未来贡献业绩的项目主要包括豫园雅郡以及洛阳项目，测算其 2011/2012/2013 年销售收入分别为 1.06 亿元/1.2 亿元/1.8 亿元，毛利率水平维持在 30%。

工艺品板块外拓趋势明显，假设其 2011/2012/2013 年销售收入增速分别为 15%/16%/16%，毛利率水平均为 40%。

假设进出口板块 2011/2012/2013 年销售收入增速均为 20%，毛利率水平均为 0.9%。

图表 37：营业收支预测表（单位：百万）

		2010	2011E	2012E	2013E
黄金饰品板块	收入	9,197.71	14,950.31	22,587.61	32,321.21
	成本	8,464.61	13,948.64	21,006.47	29,961.76
	毛利率	7.97%	6.70%	7.00%	7.30%
医药板块	收入	470.87	456.74	475.01	513.01
	成本	388.28	369.96	389.51	425.80
	毛利率	17.54%	19.00%	18.00%	17.00%
餐饮板块	收入	755.27	717.51	789.26	868.18
	成本	289.14	243.95	268.35	295.18
	毛利率	61.72%	66.00%	66.00%	66.00%
百货板块	收入	144.56	159.02	173.33	187.19
	成本	94.83	103.36	112.66	121.68
	毛利率	34.40%	35.00%	35.00%	35.00%
食品板块	收入	120.95	114.91	120.65	126.68
	成本	70.25	68.94	72.39	76.01
	毛利率	41.92%	40.00%	40.00%	40.00%
房地产板块	收入	232.82	105.60	120.00	180.00
	成本	160.53	73.92	84.00	126.00
	毛利率	31.05%	30.00%	30.00%	30.00%
工艺品板块	收入	66.38	76.33	88.55	102.71
	成本	39.64	45.80	53.13	61.63
	毛利率	40.28%	40.00%	40.00%	40.00%
进出口板块	收入	804.29	965.15	1,158.18	1,389.81

	成本	796.94	956.46	1,147.75	1,377.30
	毛利率	0.91%	0.90%	0.90%	0.90%
主营业务收入总计		11,792.85	17,545.57	25,512.58	35,688.81
主营业务成本总计		10,304.20	15,811.04	23,134.27	32,445.37
主营业务毛利率		12.62%	9.89%	9.32%	9.09%
其他业务收入总计		277.38	330.82	380.44	437.51
其他业务成本总计		54.67	49.36	76.09	87.50
其他业务毛利率		80.29%	85.08%	80.00%	80.00%

资料来源：华泰证券

根据上述假设及营业收支预测，我们得出公司 2011 年/2012 年/2013 年营业收入分别为 178.76 亿元/258.93 亿元/361.26 亿元，增速分别为 48.1%/44.8%/39.5%，归属于上市公司股东净利润分别为 8.28 亿元/9.36 亿元/11.32 亿元，增速分别为 23.08%/13.05%/20.92%，3 年 EPS 分别为 0.58 元/0.65 元/0.79 元。对应当前 9.82 元的股价，公司 2011 年动态市盈率仅为 16.93 倍，在行业中估值偏低，投资价值显现。

2. RNAV 估值法

考虑到公司拥有豫园商城内大面积的物业以及招金矿业等优质股权投资，我们认为用 RNAV 法对公司进行估值更能体现其当前的价值，我们暂不考虑公司除“老庙”及“亚一”之外其他老字号的品牌价值，不考虑豫园商城外持有其它物业的价值，RNAV 法估值过程如下：

◆ 豫园内圈物业

目前公司拥有豫园商圈内圈约 10W 平米物业，我们保守假设其售价水平为 60000~80000 元/平米，得出其重估价值约 60~80 亿元。

◆ 持有“老庙黄金”与“亚一黄金”股权

根据我们的盈利预测，2010 年“老庙黄金”实现净利润 1.96 亿元，公司持股比例为 95%，按比例享有净利润贡献约 1.86 亿元；“亚一黄金”实现净利润约 0.41 亿元。我们保守给予其 25 倍估值水平，重估价值约为 56.86 亿元。

◆ 持有招金矿业股权

招金矿业 11 月 25 日收盘价为 12.94 元港币，按当日人民币对港币的中间汇率计算，折合人民币约为 10.55 元，公司持有 74200 万股，股权价值为 78.28 亿元，老庙黄金持有 2120 万股，公司按比例享有股权价值 2.12 亿元，两者合计 80.4 亿元。

◆ 间接持有友谊股份股权

友谊股份 11 月 25 日收盘价为 15.37 元，友谊复星持有 9892.12 万股，股权价值为 15.2 亿元，公司持有友谊复星 48% 的股权，按比例享有的股权价值为 7.30 亿元。

◆ 持有上海银行、克莉丝汀等股权

截止 2011 年 6 月底上海银行每股净资产为 7.47 元，公司持有上海银行 3489.59 万股股票，我们按照 1.8 倍的市净率对其估值，公司该部分的股权价值约为 4.69 亿元；另外，公司持有克莉丝汀、浙旅股份、婺源旅游的股权价值按购买价格计算，分别为 11000 万元、5248 万元、7752 万元，合计 2.4 亿元。

◆ 净负债

公司 2011 年中期负债总额 50.48 亿元，减去账面货币资金 30.33 亿元，净负债为 20.15 亿元。

图表 38: RNAV 法估值表

	重估价值
加：豫园内圈物业价值（亿元）	60~80
“老庙黄金”与“亚一黄金”股权（亿元）	56.86
招金矿业股权（亿元）	80.4
友谊股份股权（亿元）	7.30
上海银行股权（亿元）	4.69
克莉丝汀等股权（亿元）	2.4
减：净负债（亿元）	20.15
合计（亿元）	191.5~211.5
股本（亿股）	14.37
重估市价（元）	13.33~14.72

资料来源：华泰证券

我们采用 RANV 法估值的计算过程较为谨慎，仅考虑了公司持有的将来很有可能增值的股权价值，计算可得公司的重估价值区间为 13.33~14.72 元，其 11 月 29 日收盘价为 9.82 元，已明显被低估。

我们认为公司具有优质主业及战略投资双重保障，在景气度较高的黄金珠宝行业中具有较强的竞争优势，未来公司将实现各大主业板块由豫园商圈内向商圈外拓展，从而提升业绩空间。综合相对估值法及 RNAV 估值法的估值结果，我们认为公司目前的股价具有较高的安全边际，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金珠宝行业的竞争日益激烈，电子商务渠道奢侈品销售网站逐渐兴起（如钻石小鸟等），公司市场份额将受到威胁；德国“汉堡豫园”项目业绩不佳，引发市场对公司海外拓展能力的怀疑；公司黄金饰品批发业务规模的扩大带来毛利下降的风险。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5853	7009	8346	10376
现金	2511	3077	3981	5255
应收账款	124	292	400	525
其他应收款	309	250	338	437
预付账款	451	898	1258	1732
存货	2422	2476	2349	2404
其他流动资产	38	17	21	23
非流动资产	4420	4564	4456	4392
长期投资	2996	3112	3073	3073
固定资产	953	963	946	912
无形资产	74	69	66	63
其他非流动资产	397	421	372	344
资产总计	10273	11573	12802	14768
流动负债	3432	3803	4108	4954
短期借款	611	700	725	698
应付账款	279	349	534	781
其他流动负债	2542	2754	2849	3476
非流动负债	2059	2150	2174	2195
长期借款	1025	1105	1135	1155
其他非流动负债	1034	1045	1039	1040
负债合计	5491	5953	6282	7150
少数股东权益	212	259	315	383
股本	1437	1437	1437	1437
资本公积	946	946	946	946
留存收益	2186	2942	3776	4796
归属母公司股东权益	4570	5326	6195	7225
负债和股东权益	10273	11538	12792	14758

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	555	194	1263	1442
净利润	713	875	993	1200
折旧摊销	106	100	107	112
财务费用	170	163	160	148
投资损失	-350	-351	-316	-284
营运资金变动	-98	-633	292	239
其他经营现金	14	40	26	27
投资活动现金流	276	126	289	218
资本支出	48	50	50	50
长期投资	394	182	-40	-0
其他投资现金	717	359	299	268
筹资活动现金流	235	246	-648	-386
短期借款	-415	89	25	-27
长期借款	-5	80	30	20
普通股增加	639	0	0	0
资本公积增加	-266	0	0	0
其他筹资现金	282	77	-703	-379
现金净增加额	1065	566	904	1274

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12070	17876	25893	36126
营业成本	10359	15860	23210	32533
营业税金及附加	159	179	259	361
营业费用	372	411	588	827
管理费用	515	536	702	975
财务费用	170	163	160	148
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收	12	35	10	10
投资净收益	350	351	316	284
营业利润	855	1112	1299	1574
营业外收入	35	65	30	30
营业外支出	5	11	5	5
利润总额	885	1166	1324	1599
所得税	173	292	331	400
净利润	713	875	993	1200
少数股东损益	40	47	57	68
归属母公司净利润	673	828	936	1132
EBITDA	1131	1375	1566	1835
EPS (元)	0.47	0.58	0.65	0.79

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	46.2%	48.1%	44.8%	39.5%
营业利润	55.0%	30.0%	16.8%	21.2%
归属于母公司净利润	39.7%	23.1%	13.1%	20.9%
获利能力				
毛利率(%)	14.2%	11.3%	10.4%	9.9%
净利率(%)	5.6%	4.6%	3.6%	3.1%
ROE(%)	14.7%	15.5%	15.1%	15.7%
ROIC(%)	29.6%	28.8%	36.9%	48.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.5%	51.6%	49.1%	48.4%
净负债比率(%)	37.45%	39.73%	33.74%	27.31%
流动比率	1.71	1.84	2.03	2.09
速动比率	0.99	1.19	1.46	1.61
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.64	2.12	2.62
应收账款周转率	87	78	68	71
应付账款周转率	40.17	50.51	52.59	49.49
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.58	0.65	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.13	0.88	1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.71	4.31	5.03
估值比率				
P/E	20.98	17.05	15.08	12.47
P/B	3.09	2.65	2.28	1.95
EV/EBITDA	11	9	8	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。