

日期: 2009 年 6 月 15 日

行业: 轻工制造业



齐敏华
021-53519888-1913
qiminhua@sigchina.com

打造三大平台，推进公司战略

基本数据 (09Q1)

报告日股价 (元)	16.68
12mth A 股价格区间 (元)	19.97/5.57
总股本 (百万股)	276.96
无限售 A 股/总股本	28.27%
流通市值 (百万元)	1305.99
每股净资产 (元)	3.09
PBR (X)	5.40
DPS (Y08, 元)	0.10(含税)

主要股东 (09Q1)

上海市黄浦区国资委	29.05%
Golden China Master Fund	1.79%
SHENYIN WANGUO NOMINEES(H.K)	1.60%

收入结构 (Y08)

珠宝首饰	67.71%
黄金交易	17.77%
笔类	3.06%
其他	11.46%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: QMH09-CI02

■ 报告背景:

2009 年 6 月 12 日公司召开 2008 年度股东大会, 通过与公司高管交流, 对公司经营情况进行持续跟踪。

■ 主要观点:

打造三大业务平台，推进公司发展战略

公司明确以发展金银珠宝主打产品, 进而带动工艺礼品, 旅游纪念品和文具产品的联动发展的公司战略, 计划向控股股东黄浦区国资委非公开发行不超过 6000 万股收购其所拥有的上海老凤祥 27.57% 的股权以及上海工艺美术总公司 100% 的权益。收购完成后, 公司的经营将在珠宝首饰业 (老凤祥)、文具业 (中国一铅)、工艺美术 (上海工美) 三大业务平台上展开。

老凤祥——批发带动扩张，零售逐步恢复

公司大力发展批发业务, 以专卖店为主的渠道形式拓展全国市场, 从而带动规模的扩张。同时零售业务正逐步恢复, 5 月份已实现同比增长 1.7%。统计数据显示金银饰品消费显露回暖迹象, 老凤祥长期发展前景仍向好。

工美公司——扩展产业链，铅笔业务——力争保持稳定

工美公司整体进入上市公司后, 公司的业务进一步拓展至工艺美术品、玉石珠宝及旅游纪念品行业, 产业链得以扩展。铅笔业务力争稳定, 预算目标为实现收入 3 亿元, 与 2008 年持平。

■ 投资建议:

按向大股东发行 6000 万股计算, 我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.45 元及 0.65 元。从长期来看我国金银珠宝业的成长空间还较大, 上海老凤祥作为国内金银首饰业的龙头企业之一, 长期发展前景看好, 我们维持公司“跑赢大市”的投资评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E
营业收入	9213.82	9739.54	11124.72
年增长率 (%)	43.41	5.71	14.22
归属于母公司的净利润	70.13	152.72	219.00
年增长率 (%)	-32.07	117.76	43.40
每股收益 (元)	0.253	0.453	0.650
PER (X)	65.93	36.82	25.66

注: 09、10 年每股收益按总股本为 336.96 百万股计算

一、打造三大业务平台，推进公司发展战略

作为国内珠宝首饰业及笔类业的龙头企业，公司 08 年在国际金融危机向实体经济迅速蔓延的背景下，经营受到冲击，效益出现回落。目前公司已明确以发展金银珠宝主打产品，进而带动工艺礼品，旅游纪念品和文具产品的联动发展的公司战略。6 月 5 日公司已公告发行股份购买资产暨关联交易预案，计划向控股股东黄浦区国资委非公开发行不超过 6000 万股（含 6000 万股），收购其所拥有的上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权以及上海工艺美术总公司 100% 的权益，股份发行价格不低于 14.18 元/股。此次收购完成后，公司的经营将在三大业务平台上展开。

◆金银珠宝业务——上海老凤祥。作为公司的核心业务主体，重组完成后，公司对老凤祥公司的权益比例将升至 78.01%。

◆文具业务——中国第一铅笔。公司的铅笔业务在笔类文具业具有产业竞争优势，公司更名重组后，公司的铅笔业务将由公司下属全资子公司“上海福斯特笔业有限公司”承接，并更名为“中国第一铅笔有限公司”。

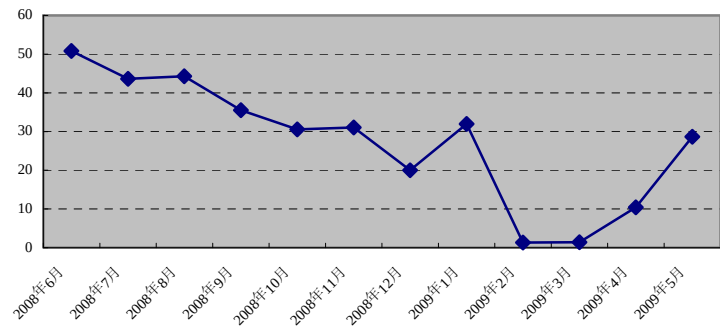
◆工艺美术业务——上海工艺美术总公司。公司将拥有工美公司 100% 的权益，从而将业务进一步拓展至工艺美术品、玉石珠宝及旅游纪念品行业。

二、消费回暖，老凤祥长期发展前景仍向好

上海老凤祥是国内金银首饰业的龙头企业之一，近年来随着经济发展、消费升级，上海老凤祥的业绩持续快速增长。08 年以来经济下行，金银珠宝类消费受到较大影响，同时金价的波动也对公司的经营产生了不利影响。

根据国家统计局公布的金银珠宝类零售数据显示，09 年二季度起同比增幅正在回升，4 月份同比增幅由 3 月的 1.4% 回升至 10.4%，5 月份同比增幅进一步回升至 28.7%，消费初显回暖迹象。并且从长远看，国内金银珠宝业发展空间还很大，而上海老凤祥凭借其百年民族品牌、专家技术、制造工艺上的优势（“老凤祥”的手工制作大件技术被认定为“国家非物质文化遗产”），以上海为中心逐步辐射全国的营销网络，长期发展前景依然向好。

图 1 批发零售贸易业金银珠宝类零售类值同比增长 (%)



数据来源：上海证券研究所整理

三、批发带动扩张，零售逐步恢复

公司目前的销售网络包括 60 家银楼，300 多家专卖店和 1000 多家经销商。08 年老凤祥全国连锁网络得到持续拓展，全年新发展经销商 92 家、专卖店 45 家、总经销商 4 家（总经销商发展经销客户 200 多家），累计完成批发业务 60.25 亿元，同比增长 69.6%。在大环境不利的情况下，08 年公司大力发展批发业务、以专卖店为主的渠道形式、拓展全国市场从而带动规模的扩张取得了良好的效果。今年 1-5 月公司继续积极推进专卖店的拓展，同时在渠道网络的构建上由以往以华东地区为主逐步扩张覆盖地域，在 09 年经营规划中提出“积极拓展地级城市和中西部地区银楼、连锁加盟与经销网络的布局”。

自营零售方面，08 年的销售规模为 17.73 亿元，同比增长 30.1%。在经济危机及金价波动的影响下，09 年一季度由于金条销售的大幅回落，公司零售业务同比下降了 35%；4 月份同比降幅为 8.9%，降幅缩小；到 5 月份则实现了同比 1.7% 的增长。预计随着消费的逐步回暖，09 年下半年零售情况将进一步好转。

四、工美公司——扩展产业链

公司在重组完成后，将增加工艺美术业务平台。工艺美术作为典型的都市工业，在美化装饰、旅游产业、国内外交往、精品收藏等方面都有广阔的发展空间。上海工艺美术总公司是目前我国工艺美术的重点产品和出口基地之一，拥有上海玉石雕刻厂、西冷印社等，08

年净利润 1741 万元。工美公司整体进入上市公司后，公司的业务进一步拓展至工艺美术品、玉石珠宝及旅游纪念品行业，产业链得以扩展。同时基于公司在珠宝首饰业务上正大力发展“翠、珠、玉、宝”，上海工艺美术总公司拥有的上海玉石雕刻厂将促进公司的玉类产品的发展。借助上海世博会契机，公司工艺美术业务面临良好的发展空间。

五、铅笔业务力争保持稳定

公司作为国内制笔行业的领军企业，08 年受人民币持续升值、铅笔出口退税率由 13% 降至 11% 等因素影响，铅笔业务出现下滑。公司 09 年在铅笔业务上将加快产业布局，实现铅笔生产的第三次战略转移：加紧设备的填平补齐和物流系统的优化整合，确保东北方正、桦甸二大生产基地铅笔板、白杆和部分成品铅笔生产能力的充分释放，满足上海方面生产需求，充实市场供应，全年铅笔目标总产量基本保持在 08 年 14 亿支水平上。同时积极利用年中国家出台的出口退税鼓励性政策，扩大铅笔出口业务，全年铅笔出口创汇目标为不低于 1500 万美元。笔类文具板块的预算目标为实现收入 3 亿元，与 2008 年持平。

六、投资建议

1、维持“跑赢大市”评级

如按向大股东定向增发 6000 万股，根据公司持有老凤祥权益比重的增加及注入工美公司带来的归属于上市公司的盈利增加，我们预计公司 09、10 年公司净利润将分别增长 117% 及 43%，每股收益分别为 0.45 元及 0.65 元。从长期来看我国金银珠宝业的成长空间还较大，上海老凤祥作为国内金银首饰业的龙头企业之一，长期发展前景看好，我们维持公司“跑赢大市”的投资评级。

2、风险因素

金价波动风险；经济环境对消费的影响；重组推进的进程。

七、附表

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008 A	2009 E	2010 E
一、营业收入	9,213.82	9,739.54	11,124.72
增长率 (%)	43.41	5.17	14.22
减: 营业成本	8,560.70	8,988.63	10,210.24
营业税金及附加	87.91	93.50	106.80
销售费用	183.97	194.79	222.49
管理费用	130.78	131.48	150.18
财务费用	78.69	76.40	86.79
资产减值变动损失	4.96		
加: 公允价值变动损益	-17.54	6.00	
投资收益	4.29	-3.00	
其中: 对联、合营企业投资收益			
二、营业利润	153.56	257.74	348.22
加: 营业外收入	27.44	10.00	10.00
减: 营业外支出	4.81	5.00	5.00
其中: 非流动资产处置损失			
三、利润总额	176.19	262.74	353.22
减: 所得税费用	39.76	59.12	79.47
四、净利润	136.43	203.62	273.75
归属于母公司所有者的净利润	70.13	152.72	219.00
增长率 (%)	-32.07	117.76	43.40
少数股东损益	66.30	50.91	54.75
总股本 (百万股)	276.96	336.96	336.96
每股收益 (元)	0.253	0.453	0.650

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

分析师承诺

齐敏华

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格及相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研究所”。

上海证券投资评级体系与评级定义

类 别	分 级		定 义
股票投资评级	超强大市	Superperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大市	Outperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大市同步	In-Line	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数±10%之间
	落后大市	Underperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力	Attractive	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%
	中性	Neutral	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数±5%
	谨慎	Cautious	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%