

上市公司调研深度报告

奢侈品

近看资产整合+世博会 远看行业定价模式变革

金银珠宝首饰业高景气有望持续到 2015 年

自 2002 年上海黄金交易所成立以来，我国逐渐对黄金流通市场开放，我国的黄金饰品销售额从 2003 年开始加速上涨，从 02 年到 08 年间的复合增速高达 27.9%。基于对我国适婚人口以及人口出生率的分析，以及首饰消费主力女性消费近年来崛起，我们认为行业的高景气有望持续到 2015 年前后。

定价模式变革有望带动行业长远发展

黄金及铂金首饰按重量（克）而不是按件计价，是国内首饰市场长期以来的惯例。这种由行业协会制定价格，强制会员执行，使得国内的首饰企业往往只能赚取少量的加工费，并不能获得首饰中应有的文化、艺术价值。近年来我国部分地区黄金饰品协会已经开始取消这种定价模式，销售规则的变更将使得行业中有设计能力、文化底蕴和品牌的公司获得更大的议价能力。

老凤祥黄金交易风险释放，资产整合后借世博之力崛起

近年来老凤祥黄金饰品业务快速发展，2008 年同比增长 45.8%，销售收入达到 62.39 亿元。公司目前资产整合顺利，上海工艺美术总公司改制已完成。上海世博会将为公司 2010 年业绩带来确定性增长，世博会将吸引 7000 万人来上海旅游参观。我们保守粗略测算老凤祥受益世博会规模为 18 亿左右，增加销售收入为 23% 左右。此外，公司黄金现货延期交收业务 09 年来进展顺利，我们认为这项业务风险已经释放，金价 08 年底短期快速下跌情况近年难以重现，公司这项业务不会出现大幅亏损。

近看资产整合+世博会，远看行业定价模式变革，买入评级

预计公司 09-11 年实现每股收益分别为 0.65、0.89、1.22，用 DCF 估值给公司的目标价为 25 元，买入评级，相当于 09 年 38PE，10 年 28PE。我们认为老凤祥百年的文化积淀未能体现出其应有的价值，随着行业定价模式的变革，老凤祥对首饰行业的深刻理解和文化积淀将在产品定价中逐步体现，我们对此长期看好。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	9,214	11592	13894	16297
主营收入增长率	43.41%	25.8%	19.9%	17.3%
EBITDA（百万）	251	564	647	857
EBITDA 增长率	-13.47%	124.7%	14.7%	32.5%
净利润（百万）	70.13	219	301	412
净利润增长率	-32.07%	212.6%	37.4%	36.7%
ROE	9.29%	17.6%	16.5%	20.2%
EPS（元）	0.25	0.65	0.89	1.22
P/E	71.41	31	22	16
P/B	6.62	3.16	2.81	2.44
EV/EBITDA	21.30	11	9	7

中国铅笔（600612）

首次评级

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn
010-85130933

沈周翔

shenzhouxiang@csc.com.cn

021-68801570

当前股价：19.69 元

目标价格 6 个月：25.00 元

调研日期：2009 年 07 月 13 日

分析日期：2009 年 07 月 16 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.2/-8.3	36.2/12.4	34.2/25.2
12 月最高/最低价（元）			20.25/0
总股本（万股）			27,696
流通 A 股（万股）			7,829
总市值（亿元）			50.07
流通市值（亿元）			14.15
近 3 月日均成交量（万）			301
主要股东			
Golden China Master Fund			1.79%

股价表现



相关研究报告

090610

《资产注入后发展方向更为明确》

目 录

中国黄金饰品业——高景气有望延续到 2015 年	1
中国黄金流通市场发展简史	1
我国金银珠宝首饰行业处于高速成长期	2
人口红利+女性消费崛起将延续行业景气到 2015 年	3
行业大多为中小企业，集中度低	4
行业经营模式逐渐变化，核心竞争力转向首饰设计能力和品牌	5
百年老凤祥，重塑价值与品牌	5
老凤祥具有完整的珠宝首饰产业链	5
饰品业务快速增长，增收亦增利	6
世博会将为公司 2010 年业绩提供确定性增长	7
金价上涨有利于黄金首饰销售额及毛利率的提升	8
股权整合后将发展道路更为清晰	9
黄金现货延期交收业务增加业绩波动风险	9
铅笔业务今年有望好转	10
盈利预测及投资建议	11
图 1：我国金银珠宝首饰销售额及增速（批发+零售）	2
图 2：我国金银珠宝首饰零售额及增速	2
图 3：我国 08 年黄金消费量增速全球对比	3
图 4：我国人均黄金消费量（人/克）	3
图 5：每年结婚人口数（百万对）	3
图 6：我国人口出生率	3
图 7：大专及以上学历人口占女性人口比	4
图 8：中国初选黄金首饰在线投票排名	4
图 9：部分黄金首饰企业市场份额估算	4
图 10：老凤祥首饰业务发展	6
图 11：老凤祥的毛利率开始回升	6
图 12：北京 2008 年金银珠宝首饰零售额大涨	7
图 13：上海金银珠宝首饰销售额增速	7
图 14：老凤祥设计销售的神七太空行走纪念金银条	8
图 15：老凤祥设计的奥运会金银纪念品	8
图 16：金价变动与公司毛利率关系	9
图 17：金价上涨有利于销售额提升	9
图 18：黄金现货延期交收业务 08 年下半年大幅亏损	9
图 19：国内 AU9995 价格走势	9
图 20：铅笔业务销售额及增速	11
图 21：铅笔业务毛利率变动	11

中国黄金饰品业——高景气有望延续到 2015 年

中国黄金流通市场发展简史

在 1982 年之前，我国对黄金一直处于严格监管状态，黄金开采企业必须将生产出来的黄金交售给中国人民银行，再由中国人民银行配售给用金单位。1983 年，国家正式颁布了《中华人民共和国金银管理条例》，以法律的形式确定国家对黄金及黄金制品进行生产、流通的全面管制，禁止个人和企业自由买卖黄金。1988 年，国务院又将黄金列为保护性开采的特定矿种，禁止个人开采黄金，在 1994 年以前，黄金开采业也是禁止外商进入的领域。

直到 1993 年之前，我国对黄金一直施行国家定价的政策，导致我国国内金价大幅低于国际金价。到 1993 年这种情况更为恶化，黄金的官方价格与市场价差距达到 50% 以上，使得地下交易更加活跃起来，导致 1994 年黄金生产量统计数据出现了 1975 年的第一次负增长，加上当时恶性的通货膨胀，使得黄金价格市场化呼声越来越高。1993 年 8 月国务院下发的(63 号)函，在维护和加强黄金统收统配管理的同时也确定了黄金市场化改革方向，并为此采取了相应的措施，主要内容是：一、国内金价由固定制变浮动制，并与国际金价挂钩。二、责成中国人民银行对国家黄金交易市场筹建方案进行前期研究；三、责成中国人民银行对《金银管理条例》的修改提出建议。

虽然 1993 年实现金价并轨，但仍属于国家定价。通过行政程序调整金价，信息传递路线长，反而迟钝，难与瞬息万变的市场相吻合，因而黄金走私将不可避免，对中国金融造成负面影响是严重的。为了解决这个问题，黄金定价权由国务院下放到了中国人民银行，2001 年 6 月，中国人民银行取消黄金定价制，对黄金收售价格实行周报制度。2001 年 8 月，我国取消黄金制品零售业务许可证管理制度，实行核销制。

1997 年以后，国际黄金市场出现了持续了 5 年熊市。1999 年金价仍然低迷，此时中国人民银行再次启动黄金市场化改革同样低调，当年年初只是在内部的会议上提出要推进黄金流通体制改革，只是在原管理体制内做一些小调整，如扩大金回收，金首饰以旧换心及零散黄金收购的授权范围，允许深圳人民银行开展黄金寄售业务等。到 1999 年我国的外汇储备已达到 1450 亿美元，黄金在外汇储备中的地位已经退居次位，客观上也为黄金市场改革提供了基础。在从 1993 年到 1999 年的改革思路中，“黄金商品论”占据主流，但在 1999-2000 年在经过学术界激烈争论后，黄金的金融属性开始占据主流。2000 年 12 月中国人民银行开始主导上海黄金交易所的组建筹备工作，上海黄金市场被定位于中国人民银行的直属单位，放在其外汇交易中心内，由人民银行总行直接领导和监控，以及上海黄金交易所将商业银行为首批吸收的会员等，这些措施表示黄金市场属性定位发生了调整，已由一般商品市场调整为金融市场。

2001 年人民银行在黄金流通上又跨出重要一步，在向国务院提交的报告中明确黄金改革任务有：

- 1：取消黄金统收专营管理，实现黄金资源的合理配置，建立符合中国国情的黄金市场机制
- 2：依托上海外汇交易平台，在上海外汇市场内建立黄金现货交易市场
- 3：与黄金流通体制改革相适应，推进新的黄金法规建设，建立与改革相适应的新的黄金管理法规体系

在这个改革思路基础上，上海黄金交易所诞生了，于 2002 年 10 月 30 日挂牌经营。上海黄金交易所仅是一

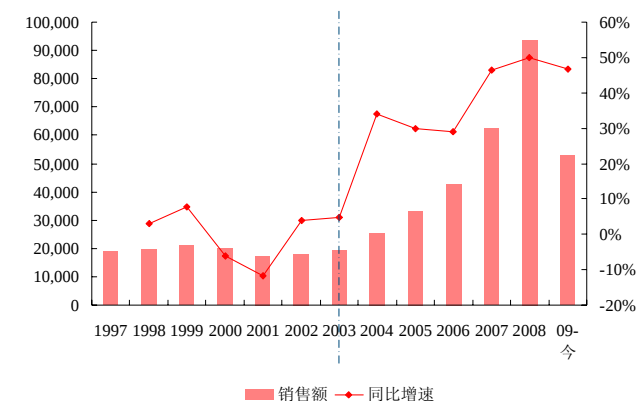
个过渡的安排，其诞生初期是一个商品交易功能为主导的市场，以后要向黄金金融市场方向发展。上海黄金交易所正式开业后，中国人民银行不再对矿产黄金实行统购统销的政策，矿产黄金改由上海黄金交易所市场化方式进行流通。

2003 年 2 月 27 日国务院发布的《国务院关于取消第二批行政审批项目和改变一批行政审批项目管理方式的决定》，取消了黄金首饰企业审批制，从而开放了黄金首饰市场；2005 年居民黄金投资市场的开放，至此，完成了黄金饰品业从原料市场到产品市场的全面开放。

我国金银珠宝饰品行业处于高速成长期

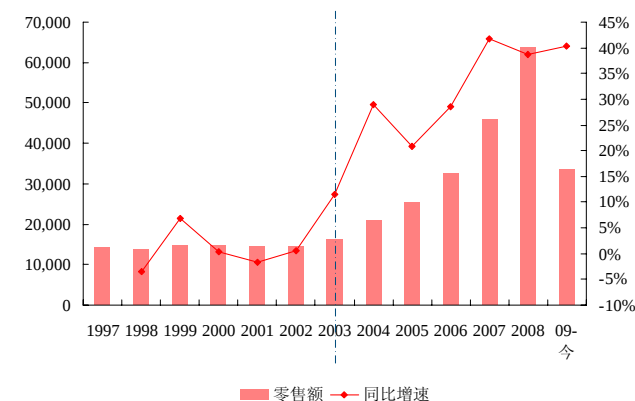
2003 年 2 月国务院取消了对黄金首饰的制造、批发与零售审批许可要求以及上海黄金交易所正式开业后，中国的黄金首饰制造行业开始步入市场化的发展轨道，更多的投资者开始进入这一行业，越来越多的黄金首饰生产专用机械设备被引入黄金首饰生产过程中，行业发展速度逐步加快，零售渠道增速尤为明显。2003 年我国零售渠道金银珠宝销售额 161.9 亿元，同比增长了 11.4%，较 02 年的 0.5% 大幅上升，此后更呈现加速上扬态势，从 02 年到 08 年间的复合增速高达 27.9%，如果算上批发渠道，行业整体销售额复合增速为 31.5%。截至 2008 年我国金银珠宝行业整体销售额达到 637.1 亿元，同比增长 50.1%；09 年 1-5 月份销售额达到 526.8 亿，同比增长 46.8%，行业仍处于快速成长周期。

图 1：我国金银珠宝销售额及增速（批发+零售）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 2：我国金银珠宝零售额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

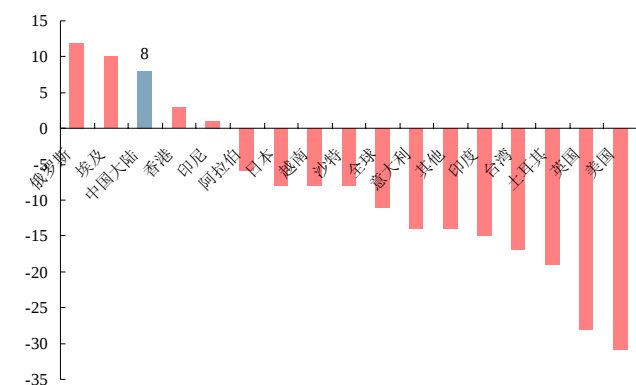
在全球范围来看，我国的黄金消费 08 年逆势上扬，按吨计 08 年黄金总需求量达到 395.6 吨（其中金饰为 326.7 吨，零售投资为 68.9 吨），比 07 年增加 68 吨。08 年我国金饰需求量列世界第二，占全球需求的 11.08%，仅次于印度的 469.7 吨。零售投资量列第五，次于印度的 190.5 吨，越南 96.2 吨，美国 77.8 吨和瑞士的 69.3 吨。

不过再以人均黄金饰品消费量计算中，我国人均黄金消费为 0.25 克/人，低于世界平均的 0.33 克/人，更远低于美国、意大利等其他发达国家。

黄金等饰品并非必需品，因此饰品产业的景气度与消费者有无购买需求和欲望息息相关，从金银珠宝的商品属性上讲，决定这些需求的因素主要有：女性就业率、结婚率、个人可支配收入、流行趋势；从金融属性上讲，黄金等具备天然的财富保值增值属性。

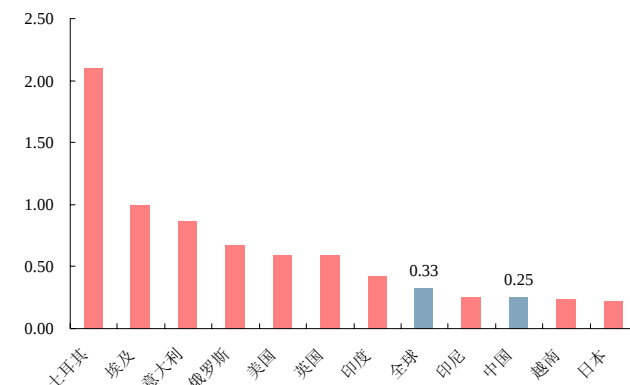
2008 年我国黄金销售全球瞩目，全球由于金融危机冲击黄金消费同比下降约 8%，我国居民越来越意识到黄金的情感需求和保值增值功能。

图 3：我国 08 年黄金消费量增速全球对比



资料来源：GFMS，WGC，中信建投证券研究发展部

图 4：我国人均黄金消费量（人/克）

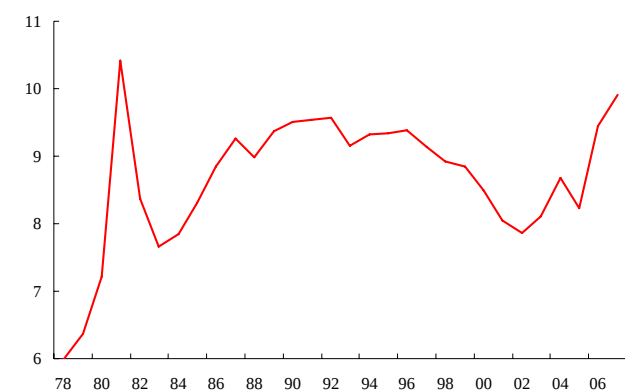


资料来源：GFMS，WGC，中信建投证券研究发展部

人口红利+女性消费崛起将延续行业景气到 2015 年

我们判断金银珠宝行业的景气度有望延续到 2015 年前后，从人口角度分析，从 2002 年开始腾飞的珠宝零售业一方面得益于我国黄金流通体制的变革，另一方面我国从 2002 年开始进入新一轮的结婚高潮。根据国家统计局公布的历年结婚人口数，从 2002 年开始我国每年结婚人口稳步回升，从 02 年的每年 786 万对，增加到 07 年的 991.4 万对。而我们判断这种结婚高潮有望持续到 2015 年前后，从我国人口出生率来看，出生率自 1978 年到 1987 年一直保持震荡上行的趋势，1987 年后由于计划生育政策才使得出生率逐渐回落。假设社会平均结婚年龄在 25 岁，那么结婚高潮将在 2012 年左右，但考虑到离婚、社会压力加大导致结婚年龄推迟等因素，我们判断结婚高潮有望向后延续 1-2 年。由结婚高潮带来的金银珠宝需求有望持续到 2015 年。

图 5：每年结婚人口数（百万对）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图 6：我国人口出生率



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

从金银珠宝的主要消费群体——女性角度来说，随着我国高等教育的普及，具备高学历、高收入的女性群体越来越多，根据国家统计局统计，2007 年我国大专及以上学历女性人口占总女性人口比达到了 2.73，而这一数字还在不断上升中。这部分女性将是首饰品消费的新生力量。

图 7：大专及以上女性人口占女性人口比

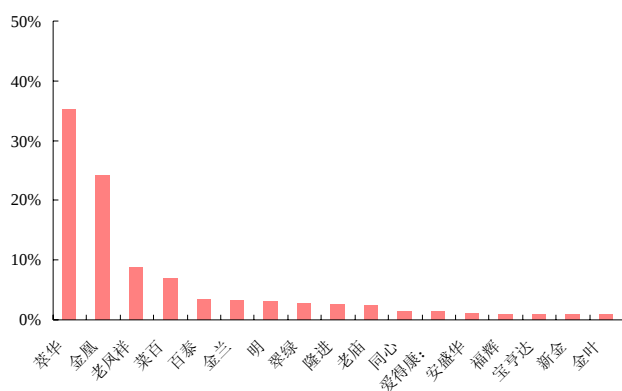


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

行业大多为中小企业，集中度低

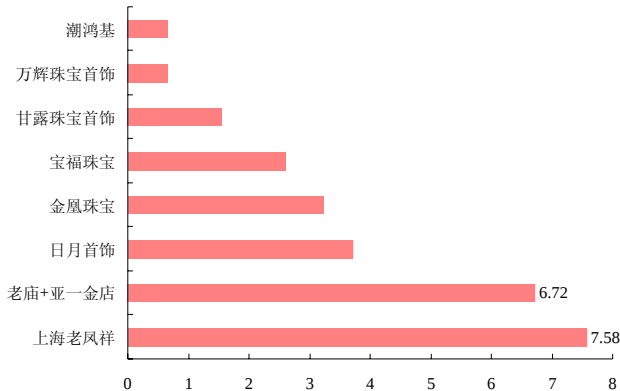
我国目前涉及黄金首饰制造业务的企业近 8000 家，其中：专业黄金首饰制造企业约 1500 家，销售收入在 500 万元人民币以上的企业仅 230 家，企业规模普遍偏小，以手工作坊式的民营小企业居多。目前我国国内实力较强的品牌首饰企业主要有：深圳市甘露珠宝首饰有限公司（ADK 爱得康）、深圳市安盛华实业发展有限公司（安盛华）、深圳市宝福珠宝首饰有限公司（宝亨达）、深圳市翠绿珠宝首饰有限公司（翠绿）、福州福辉珠宝有限公司（福辉）、武汉市金凰珠宝有限公司（金皇）、福建省金得利集团有限公司（金得利）、上海老凤祥有限公司（老凤祥）、上海老庙黄金有限公司（老庙）、上海亚一金店（亚一）、浙江日月首饰集团有限公司（明牌）、佛山市工艺总厂有限公司（同心）、广东潮鸿基实业有限公司（潮鸿基）。

图 8：中国初选黄金首饰在线投票排名



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业网，中信建投证券研究发展部

图 9：部分黄金首饰企业市场份额估算



资料来源：中信建投证券研究发展部

根据世界品牌实验室公布的 2009 中国品牌 500 强数据，广东潮鸿基实业股份有限公司以 44.25 的品牌价值排名第 187 位，列珠宝类第一位；老凤祥以 40.29 亿的品牌价值，列第 209 位，位居珠宝类第二位；老庙黄金品牌价值 31.21 亿，位居第三；其次分别为亚一金店（19.08 亿）、ADK 爱得康（19 亿）。

从市场份额来看，老凤祥 2008 年销售黄金 30 吨以上，根据世界黄金协会的数据 08 年我国黄金需求 395.6 吨，其中金饰为 326.7 吨，按此估算老凤祥的市场份额约为 7.58%，老庙和亚一金店合计市场份额为 6.72%。由此可见，我国黄金饰品市场份额处于极度分散的状况，缺乏真正具备领导地位的公司。

行业经营模式逐渐变化，核心竞争力转向首饰设计能力和品牌

黄金饰品公司的经营模式主要有三类，分别为以旧换新业务、定制加工业务和购料加工业务。

以旧换新业务系指客户将旧首饰按规定成色折重量、同时换取所折重量的新首饰并按新首饰重量支付加工费的业务，即销售方在销售黄金或铂金饰品同时回收黄金或铂金旧首饰；

定制加工业务系指客户提供黄金交易所的标准成色及重量的黄金或铂金原材料，饰品公司按客户要求的饰品类别、成色、重量等为其定制加工黄金或铂金首饰的业务。在完成定制加工后，按照加工的重量和黄金（铂金）成色向客户收取一定的加工费。

购料加工业务系指公司自行采购黄金交易所标准成色及重量的黄金或铂金原材料，组织生产部门生产出各式成品，然后销售给客户的业务。

这三种经营模式决定了行业特有的定价模式。一是购料加工和以旧换新业务按“黄金或铂金原材料价格+约定加工费”的方式定价；二是黄金及铂金首饰单位加工费价格主要按原材料含金量的不同标准来制定；三是黄金及铂金首饰按重量（克）收取加工费，而不是按件收取加工费。

黄金及铂金首饰按重量（克）而不是按件计价，是国内黄金及铂金首饰市场长期以来的惯例。我国黄金行业协会在黄金价格服务方面有许多内容，主要包括：提供黄金的价格信息，例如国际国内黄金期货价格，品牌黄金饰品近期价格；提供黄金饰品价格的走势分析；提供黄金价格的参考价或测算价。以上海为例，上海黄金饰品行业协会制定了《上海市黄金饰品行业黄金、铂金价格自律暂行办法》。其中重要的一条就是：在测定上一周上海黄金交易所黄金、铂金周平均价的基础上，定期或不定期地向会员单位提供预期的黄金饰品测算价、铂金饰品测算价，提供品牌企业预期的黄金饰品零售价、铂金饰品零售价，供会员单位制定本企业黄金、铂金饰品零售价格时参考。

但是由行业协会或组织制定价格，强制会员及其相关经营企业执行，其后果必然禁止了市场价格的竞争，也就是行业协会垄断了价格，这使得国内的首饰企业往往只能赚取少量的加工费，并不能获得首饰中应有的价值。而国际上黄金及铂金首饰通常是按件计价的，这种定价模式往往更能体现首饰的技术价值、设计价值和文化价值，设计款式新颖、制造技术含量高的首饰定价高于普通的首饰。近年来国内已经逐步兴起黄金及铂金首饰按件计价的定价模式，如天津、沈阳黄金饰品行业协会分别于 09 年 1 月和 08 年 4 月取消了零售指导价，销售规则的变更将使得行业中有设计能力、文化底蕴和品牌的公司获得更大的议价能力。

百年老凤祥，重塑价值与品牌

黄金饰品业务是中国铅笔的核心业务，经营实体是上海老凤祥公司，中国铅笔持有老凤祥 50.44% 股权。老凤祥创立于 1848 年，距今已有 160 多年的历史，旗下拥有老凤祥银楼有限公司、老凤祥首饰研究所有限公司、老凤祥珠宝首饰有限公司、老凤祥钻石加工中心有限公司等 20 多家子公司，首饰厂、银器厂、礼品厂、型材厂四个专业分厂，以及近 60 家连锁银楼、300 多家专卖店和 1000 多家经销商的大型首饰企业集团。

老凤祥具有完整的珠宝首饰产业链

老凤祥是国内唯一的由一个半世纪前相传至今的百年老店，具备了从设备研发、产品设计、生产、销售一

体的完整产业链条。公司经营模式如下：

产品设计：公司拥有职工 1300 多名，其中有 100 多位获中国工艺美术大师、高级工艺美术师等称号的老、中、青三代设计师以及 300 多位制作巧匠、技师。

采购模式：公司旗下的老凤祥公司、老凤祥珠宝首饰公司、老凤祥首饰研究所在上海黄金交易所均拥有交易席位，可以进行黄金和铂金的采购，还有部分原材料向供应商采购。

生产模式和销售模式：公司的中高档黄金铂金产品全部由自己生产，将普通的低毛利产品外包；珠宝等其他产品则与上海工艺美术总公司合作。在销售模式上，采用直营+批发代理结合，我们估计直营收入占比约 40%，主要通过旗下的老凤祥银楼销售，主要在上海及周边省份。而在全中国其他地区则采用代理的模式，由代理商买断公司产品。公司目前在全国拥有 60 家直营店、300 多家专卖店以及 1000 家经销商批发销售。

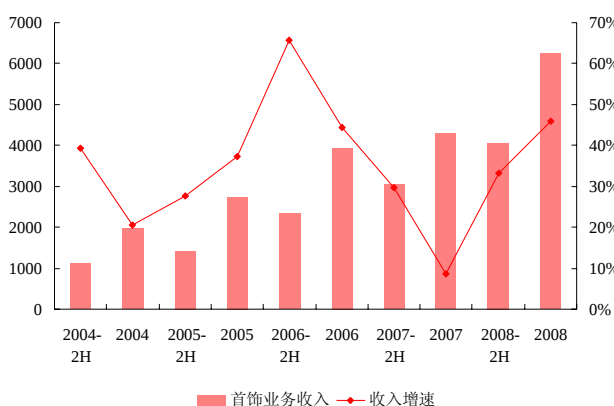
产品定价：公司业务主要是购料加工业务，因此产品定价按照成本+加工费原则收取，上海黄金饰品行业协会在测定上一周上海黄金交易所黄金、铂金周平均价的基础上，向公司提供预期的黄金饰品测算价、铂金饰品测算价，提供品牌企业预期的黄金饰品零售价、铂金饰品零售价，供公司指定黄金、铂金饰品零售价格时参考。批发价按照前一日金交所收盘价自主加成定价。

饰品业务快速增长，增收亦增利

老凤祥银楼主要销售区域在上海，江苏、浙江和湖北也有少量的店铺，累计约 60 家直营店；300 多家专卖店在浙江、江苏、安徽、河南较多，其他省份也都有几十家，主要销售模式是在百货店中开设店中店。

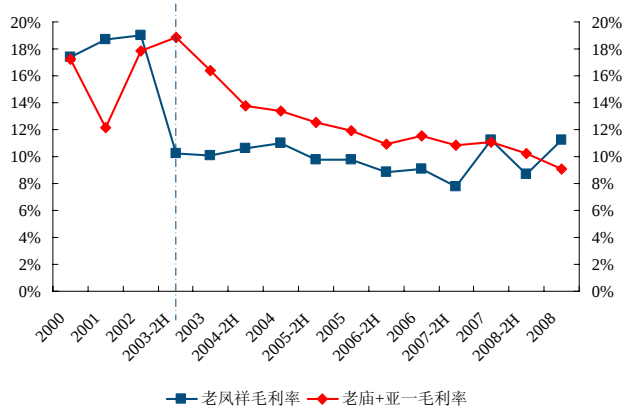
老凤祥产品主要定位于中年女性，同时兼顾高端，公司聘请赵雅芝为形象代言人，主要经营“老凤祥”品牌首饰。公司产品结构中黄金饰品占比约为 77%，铂金约占比 10%，镶嵌类占比 10-12%，剩下的为翡翠、珍珠、玛瑙等，约占比 1.5-2%。批发业务约占整体销售额的 65%左右，直营业务约为 40%。

图 10：老凤祥首饰业务发展



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 11：老凤祥的毛利率开始回升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

老凤祥 2008 年销售收入 62.39 亿元，同比增长 45.8%；公司的毛利水平也回升到 11.2%，达到 07 年末的水平，较竞争对手老庙和亚一 9.1% 的毛利率高出 2.1%。

公司综合毛利率提升得益于公司品牌认可度提升，百年老凤祥具有很强的设计、研发实力：

1: 世界品牌实验室公布的 2009 中国品牌 500 强中, 老凤祥品牌价值 40.29 亿, 位居 209 位, 列珠宝类第二位;

2: 我国首饰业最早的中国驰名商标;

3: 首饰行业中首家获得生产、销售全过程 ISO 认证的企业;

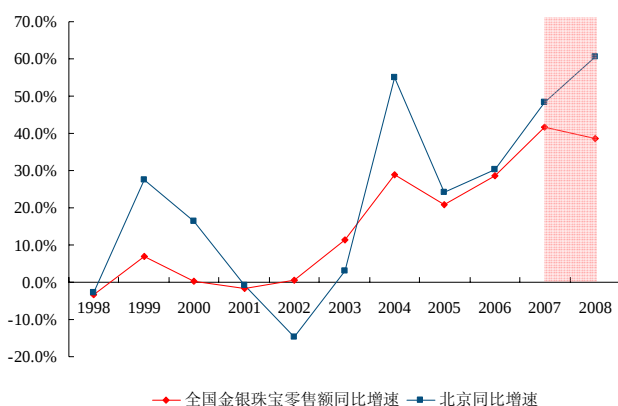
此外, 公司还将启动销售渠道变革, 我们认为这将为老凤祥的进一步发展铺平道路。

世博会将为公司 2010 年业绩提供确定性增长

刺激黄金饰品消费的要害中除了婚庆, 另一个就是旅游人口带来的金饰需求。奥运会的举办带动了北京金银珠宝饰品的火热销售, 根据北京统计局公告, 08 年北京金银珠宝零售额达到 97.4 亿元, 同比大涨 60.5%, 大幅超出全国的 38.63% 增速, 北京金银珠宝的热销一部分是由于居民在金融危机是保值增值的需求, 另一个原因是 08 年奥运会带来的各类纪念品和收藏品的热销。从历史上看, 北京珠宝销售的周期波动与全国周期波动基本一致, 但 2008 年却出现了一定的背离, 这其中不排除有奥运会的因素, 我们估算 60% 增长中来自于奥运会因素的大约能占到 15%。

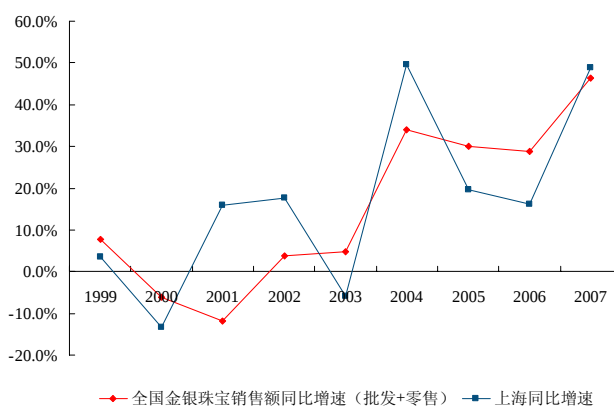
根据上海世博集团预计上海世博会将吸引 200 多个参展国家、地区和组织, 参展人数达到 7000 万; 到 2010 年上海世博会召开时, 旅游业收益可达 800 亿元。我们做了一个粗略的测算, 假设 7000 万人中有 10% 会购买饰品或黄金纪念品, 平均每人消费 2.5 克, 按照平均每克 300 元 (算上加工费), 则这一市场规模为 52 亿左右。而根据上海黄金饰品协会统计, 老庙+亚一、老凤祥合计占上海市场 60% 以上 (我们根据豫园商城 07 年公布年报的数据以及 07 年上海整体黄金销售额测算得出, 而在上海黄金饰品协会上的到印证), 按此估算老凤祥受益世博会规模为 18 亿左右, 按 09 年老凤祥 78 亿销售规模测算, 增加销售收入为 23% 左右。此外, 还有一些纪念币、纪念金银条等等需求。世博会持续时间较奥运会要长很多, 上海受益世博会的程度肯定要大于北京受益奥运会的程度, 我们认为世博会给 2010 年上海金银珠宝市场带来 20% 增量是可能的。

图 12: 北京 2008 年金银珠宝零售额大涨



资料来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

图 13: 上海金银珠宝销售额增速

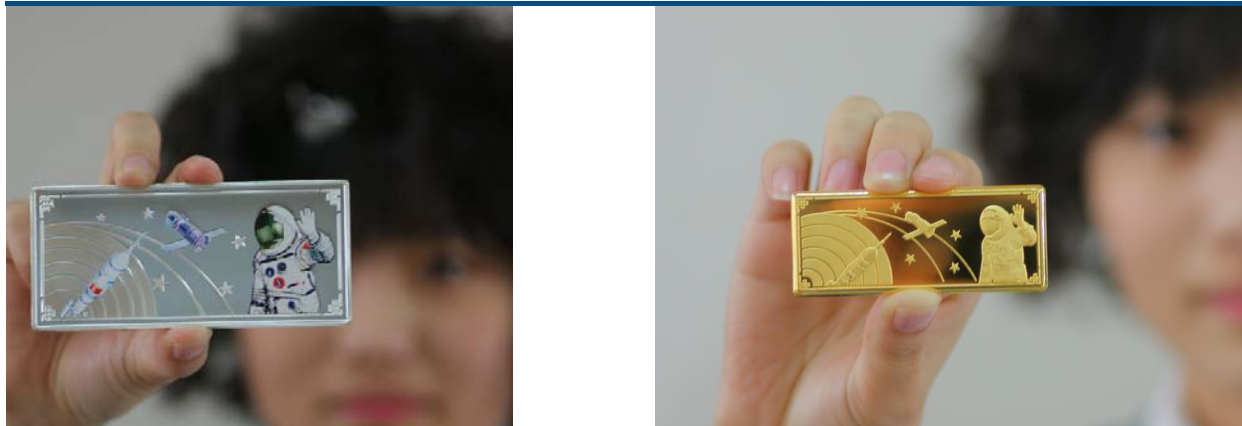


资料来源: CEIC, 中信建投证券研究发展部

老凤祥本身具备不俗的设计能力, 公司对社会重大事件均能挖掘出应有的商机, 如神七太空行走纪念金银币、奥运会系列金银纪念品, 显示出公司对题材类贵金属收藏品的把握能力。近年来, 社会重大事件题材的贵金属收藏热渐起, 升值速度惊人, 一些题材的藏品已经进入艺术品拍卖领域。在即将到来的世博会, 公司也做

出了充分的准备，世博会将为 10 年公司的业绩锦上添花。

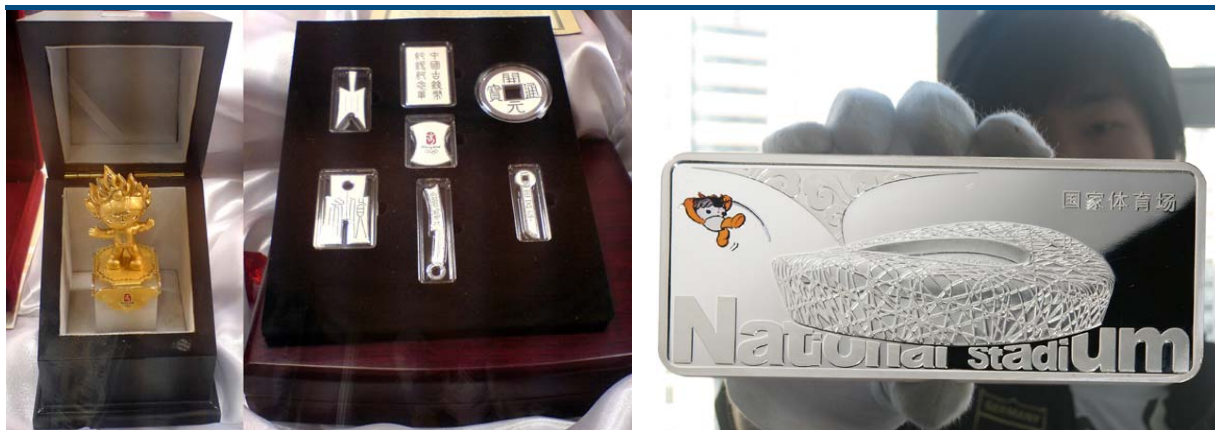
图 14：老凤祥设计销售的神七太空行走纪念金银条



资料来源：老凤祥网站，中信建投证券研究发展部

资料来源：老凤祥网站，中信建投证券研究发展部

图 15：老凤祥设计的奥运会金银纪念品



资料来源：老凤祥网站，中信建投证券研究发展部

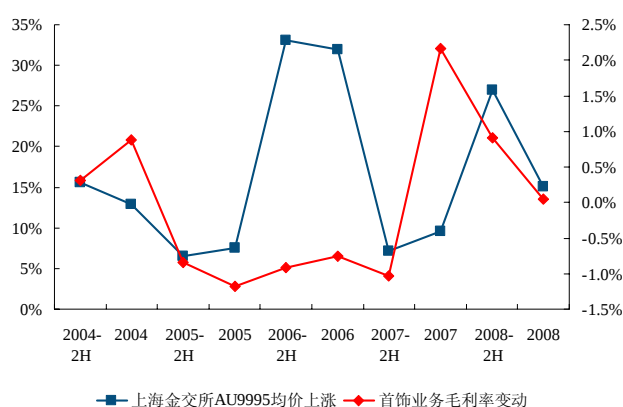
资料来源：老凤祥网站，中信建投证券研究发展部

金价上涨有利于黄金首饰销售额及毛利率的提升

黄金消费者普遍有买涨不买跌的心态，我们对公司销售额及毛利率变动与黄金价格变动分析也证实了这种正向影响关系。

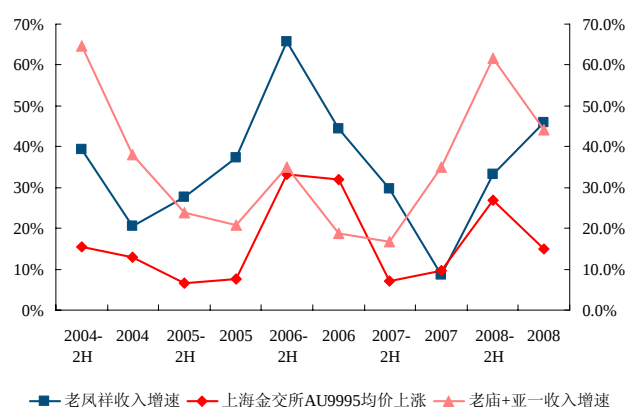
从历史上看，老凤祥、老庙+亚一金店销售额增速的波动与金价基本呈现一直的波动性。值得一提的是，老凤祥的销售收入 08 年呈现逆金市增加的现象，而同期的老庙+亚一金店增速随金价增速小幅下滑。这种逆“市”增长主要是由于公司 08 年在品牌和渠道网络上的持续推进、精细化管理启动等积极因素。

图 16: 金价变动与公司毛利率关系



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 17: 金价上涨有利于销售额提升



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

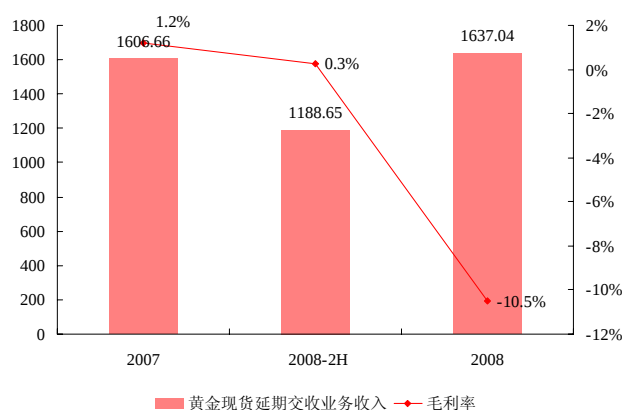
股权整合后将发展道路更为清晰

2009年6月5日公司公告了非公开发行预案，拟向控股股东黄浦区国资委非公开发行股份购买其持有的上海老凤祥 27.57% 股份和上海工美总公司 100% 股权。发行价格不低于 14.18 元，发行数量不高于 6000 万股，锁定期 3 年，收购完成后中国铅笔持有上海老凤祥 78.01% 股权（其中 20.5% 通过上海福斯特笔业有限公司持有，其为中国铅笔的全资子公司），剩下的 21.99% 股权由老凤祥职工持股会持有。此次交易的评估基准日初步确定为 09 年 6 月 30 日，根据预估的评估值，老凤祥 27.57% 的权益价值约为 4.7 亿元，工美公司 100% 权益 100% 权益价值为 3.5 亿。目前上海工艺美术总公司改制所涉及的财务审计和资产评估以及工商相关事项变更已完成，下一阶段将重点推进上海老凤祥有限公司财务审计、资产评估、盈利预测审核和尽职调查等相关事项。

黄金现货延期交收业务增加业绩波动风险

公司于 07 年进入黄金现货延期交易业务，得益于 07 年金价的单边上涨走势，公司 07 年这一业务赚的毛利额 1966 万元，进入 08 年上半年，国内金价延续了单边上涨的走势，公司上半年这一业务也勉强赚得 300 万。

图 18: 黄金现货延期交收业务 08 年下半年大幅亏损



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 19: 国内 AU9995 价格走势



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

然而，进入下半年以来，国际国内金价大幅下跌，公司判断出现方向性错误，导致这一业务下半年毛亏损额达到 1.7 亿，公司净利润也因此大幅缩水。

公司从事现货延期交收业务初衷是为了规避金价波动，实现套期保值的作用。一般而言，黄金原材料价格的波动对饰品公司利润的影响主要体现在三个方面：

一是通过影响存货价值对利润形成影响。在年底存货盘存时，若存货成本（主要为黄金原材料成本）高于其可变现净值，将计提存货跌价准备，从而减少当年的利润。

二是通过影响产品销售价格来影响利润。在购料加工模式下，产品销售采用“黄金原材料价格+加工费”的定价模式。按照行业惯例，销售价中所包含的黄金原材料价格可按3个时间点确定，第一个时间点是协议签订当天的黄金原材料价格；第二个时间点是购买黄金原材料当时的黄金原材料价格；第三个时间点是产品交给购货客户当天的黄金原材料价格。具体采用哪个时间点可由交易双方自行约定。采用购料当时的黄金原材料价格，则不会受到黄金原材料价格波动的影响。采用签订协议当天或交货当天的黄金原材料价格，原材料采购时间与产品销售完成时间、协议签订时间之间一般存在着一定的时间间隔，若在这段时间内，黄金原材料价格出现上涨或下跌，将面临金价波动带来的利润影响。

三是饰品公司一般会通过进行的现货黄金延期交收交易来平抑金价波动。现货黄金延期交收交易是指以分期付款方式进行黄金原材料交易的一种现货交易模式。在该模式下，会员及客户可以选择合约交易日当天付全部购货款交割黄金原材料，或先交总价款的10%作为保证金，以延期至下一个交易日进行交割，延期的同时购买方需向卖货方支付延期补偿费，等到交割日时，购买方可以选择补足货款提货或者选择卖出黄金，结清买进和卖出之间的价格差额。现货黄金延期交收交易被称为准黄金期货。

08年下半年的大幅亏损是公司从事现货延期交易两年多来首次较大的亏损，这项业务无疑增大了公司业绩的波动性。我们对此项业务的初步判断是公司在金价单边走势中容易获取利润，而在金价震荡走势中较难获取利润。在单边走势中，金价单边上涨要利好的多，因为公司不仅能获取延期交易利润，其黄金饰品业务还能受益于黄金需求的增加。国际金价自年初以来大幅上涨，我们判断公司的黄金现货延期交易业务今年上半年不会有大的亏损，不排除盈利的可能。

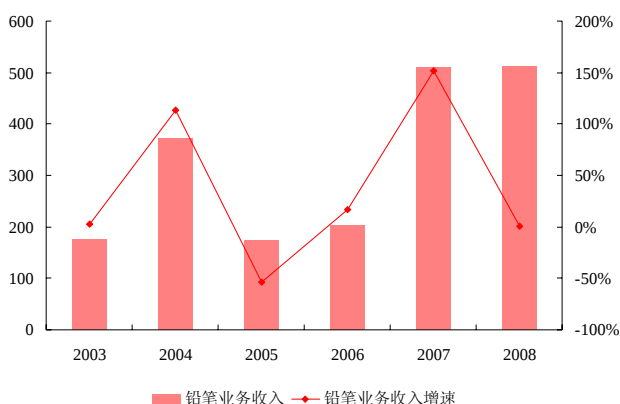
铅笔业务今年有望好转

公司铅笔业务主要经营“中华”、“长城”品牌铅笔，年销售规模达到5亿多元，年产铅笔14.86亿支，产品50%出口国外，其中80%销往美国。公司产品占据国内36%的市场份额，高档笔市场份额达到80%。公司同时还为宾馆酒店、各种大型会议、建材和家居用品公司、银行、跨国公司、著名旅游景点等定制生产专用铅笔。

国内销售上，旗下子公司中铅贸易主要负责上海市内销售，其销售渠道基本覆盖了上海所有的文具批发、零售及其它终端市场，市场覆盖率及渗透率极高。上海市外销售委托联销公司代理，公司与联销公司一起开拓全国市场，目前已覆盖所有主要的省级及区域性的文具批发市场、大多数的市级文具批发零售市场和众多县、乡、镇批发与零售商店。

公司铅笔产品的毛利率受到金融危机及出口退税下调影响，毛利率一直逐年下滑，08年毛利率仅有14.4%，基本没有利润。公司对09年的业绩目标较为保守，仅为14亿支。不过我们分析由于今年以来铅笔出口退税已经由11%提高到13%，加上吉林桦甸市工厂产能释放，铅笔业务今年有望好转。

图 20：铅笔业务销售额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 21：铅笔业务毛利率变动



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测及投资建议

根据前面的论述，我们对中国铅笔做出如下假设：

1：资产整合今年三季度完成；向黄浦区国资委发行 6000 万股，根据公司非公开发行预案规定：“目标资产自评估基准日至交割日前一个月最后一日二十四点为止的期间所产生的盈利由中国铅笔享有”，老凤祥 27.57% 股权上半年产生的损益由原股东享有。

2：铅笔业务平稳增长，全年销售铅笔 15 亿支，较公司年初估算的 14 亿支增加了 7.14%；受益出口退税上调，毛利率提升 0.6%，达到 15%，铅笔价格保持稳定，平均每只 0.34 元。

3：珠宝首饰业务继续保持较高增速。今年前 5 月全国金银珠宝销售额同比增长 38.4%，预计全年有望保持 30% 增长，公司占全国市场份额由 08 年的 6.6% 继续小幅下降至 6.4%，10 年后市场占有率开始稳步回升。预计 09 年全年公司增长 25.1%。考虑到公司近两年大力发展批发业务，直营店扩张速度相对较慢，钻石、翡翠珍珠、镶嵌等高毛利产品暂时难以成主打产品，预计今年产品毛利小幅下降 0.2%，为 11%。

4：黄金现货延期交收业务今年将不会有大的亏损，主要是基于公司今年金价判断准确，并且像去年金价短期内大幅下跌的情况不会再出现，预计全年此业务小幅盈利 800 万。基于对 10 年金价将震荡的判断，我们对 10 年此业务的盈利能力作出偏谨慎判断，预计毛亏损额 1500 万。

5：鉴于对公司目前正在进行资产重组以及针对 2010 年世博会开展的营销，我们对费用进行了较为充分的计提；

6：有效税率假设：09 年 24%，10 年 25%，11 年 25%；

基于以上假设，我们预计公司 09 年收入将达到 115.91 亿，同比增长 25.8%，其中黄金饰品业务增长 25.1%，达到 78.07 亿；公司整体毛利率将从 08 年的 7.1% 提高到 9.3%，主要是由于黄金现货延期交易业务不会像去年下半年那样大幅亏损。预计 09-11 年公司收入增速分别为 25.8%、19.9%、17.3%，净利润增速分别为 212.6%、

37.4%、36.7%，实现每股收益分别为 0.65、0.89、1.22。

表 1：业绩预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
笔类					
销量（亿支）		14.9	15.0	17.0	18.0
单价（元/支）		0.34	0.34	0.35	0.37
营业收入	509.0	512.1	516.9	595.0	666.0
收入增速		0.6%	0.9%	15.1%	11.9%
营业成本	423.5	438.5	439.3	499.8	552.8
毛利率	16.8%	14.4%	15.0%	16.0%	17.0%
珠宝首饰					
全国金银珠宝收入	62530.0	93840.0	121992.0	153709.9	187526.1
增速	46.5%	50.1%	30%	26%	22%
占比	6.8%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
营业收入	4278.4	6238.7	7807.5	9837.4	12001.7
收入增速	8.5%	45.8%	25.1%	26.0%	22.0%
营业成本	3799.0	5537.0	6940.9	8745.5	10681.5
毛利率	11.2%	11.2%	11.1%	11.1%	11.0%
黄金交易所					
营业收入	1606.7	1637.0	1653.4	1669.9	1686.6
收入增速		1.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业成本	1587.0	1809.0	1645.1	1720.0	1720.4
毛利率	1.2%	-10.5%	0.5%	-3.0%	-2.0%
其他					
营业收入	30.6	826.0	867.3	910.7	956.2
收入增速		2601.7%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	8.9	776.2	815.0	855.8	898.5
毛利率	71.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
工美公司					
营业收入	531	649	746.5	880.9	986.6
收入增速		22.2%	15.0%	18.0%	12.0%
营业成本			678.2	799.9	894.8
毛利率			9.2%	9.2%	9.3%
合计					
营业收入	6424.7	9213.8	11591.6	13893.9	16297.1
收入增速		43.4%	25.8%	19.9%	17.3%
营业成本	5818.3	8560.7	10518.6	12620.9	14748.0
毛利率	9.4%	7.1%	9.3%	9.2%	9.5%

我们对公司 2010 年 20%左右的收入增速持乐观态度，主要原因是基于 2010 年世博会给公司带来的巨大商机，2010 年 37.4%的净利润增速还有公司注入的 27.37%股权带来的基期效应。这部分股权 09 年仅部分算入中国铅笔业绩，而 10 年是全年算入，我们估算这部分影响可能在 20%左右。

用 DCF 绝对估值方法，得出公司的公允价值在 24.4-27.2 之间；从相对估值角度，老凤祥目前股价对应 2010 年仅 22 倍 PE，我们给予公司 2010 年 28 倍 PE，得出约 25 元的目标价，相对目前价位仍有 25%空间，给予公司买入评级。之所以给予公司买入的投资评级，主要是基于以下几点考虑：

- 1：从人口红利角度分析黄金饰品行业景气度有望持续到 2015 年前后，因此行业近几年值得看好；

2: 黄金首饰行业目前的定价模式仍为成本+加工费的方式, 这种定价模式不能体现出首饰应有的情感价值、文化价值和艺术价值。我们认为行业定价模式从“以克计价”转向“以件计价”将是行业的发展方向。黄金首饰中的文化价值、艺术价值等无形资产将在产品定价中得以体现, 而老凤祥作为我国现存最悠久的饰品企业, 其拥有的跨越百年长河的品牌美誉、精湛的技术以及对首饰行业深刻的理解, 将能使得公司在众多的首饰企业中脱颖而出。

3: 2010 年世博会将给饰品企业带来无限商机, 我们暂时无法准确测算这一利好有多大, 仅仅做出了一个较为保守的假设, 对这一悬念我们可以拭目以待。

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
销售收入	11592	13894	16297							
EBITDA	534	675	872	1192.0	1573.1	2002.7	2456.3	2898.0	3284.2	3568.7
减: 折旧摊销	33	37	40							
EBIT	501	638	832							
税率@	24.0%	25.0%	25.0%							
税后EBIT	381	479	624							
加: 折旧摊销	33	37	40							
减: CAPEX	25	35	32							
减: 非现金营运资本增加	202	166	188							
自由现金流(FCFF)	186	315	444	607.2	801.4	1020.2	1251.3	1476.3	1673.0	1817.9
增长率		68.71%	41.30%	36.63%	31.97%	27.31%	22.65%	17.99%	13.32%	8.66%

表 2: DCF 估计的公司价值区间

表 3: 主要参数选取

贴现率	永续增长率 (FCFF)									
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	无风险利率Rf				
14.56%	29.0	30.1	31.2	32.5	34.0	Beta(Unlevered)		2.25%		
14.89%	27.8	28.8	29.9	31.1	32.4	Rm		0.91		
15.22%	26.7	27.6	28.6	29.7	30.9	Ke(Unlevered)		20.00%		
15.56%	25.6	26.5	27.4	28.4	29.5	税率		18.40%		
15.89%	24.6	25.4	26.3	27.2	28.2	Kd		25.00%		
16.22%	23.7	24.4	25.2	26.0	27.0	Ve		3.37%		
16.56%	22.8	23.5	24.2	25.0	25.8	Vd		6739.1		
16.89%	22.0	22.6	23.3	24.0	24.8	WACC		1246.95		
17.22%	21.2	21.8	22.4	23.1	23.8	敏感分析区间±		16.06%		
17.56%	20.4	21.0	21.5	22.2	22.9	永续增长率		3%		
								4%		

表 4: 相对估值比较

股票代码	公司名称	业务结构	股价	股价变化%		总市值 百万元	EPS			EPS CAGR	ROE		PE		PB	PS	D/E	毛利率	收入 百万
				1M	YTD		08A	09E	10E		07A	08A	09E	10E					
港股及A股装饰品																			
590 HK	六福珠宝	珠宝零售74%；珠宝制造批发26%	3.42	0	69	1684	0.64	0.34	0.35	-18%	32	5	10	10	1.5	0.4	25	249	3367
116 HK	周生生	珠宝制造销售53%；批发45%	5.88	0	47	3539	0.78	0.72	0.78	0%	14	8	8	8	1.1	0.4	12	158	9882
417 HK	谢瑞麟	谢瑞麟系列珠宝首饰	1.9	-1	135	398	0.50	-	-	-	23	4	-	-	0.8	0.2	26	531	1959
860 HK	明丰珠宝	SAVANTI品牌珠宝及OEM业务	0.7	0	137	575	0.11	0.04	0.11	0%	18	6	16	6	1.0	0.9	51	374	650
398 HK	东方表行	国际名表销售及代理	1.46	0	46	472	0.31	0.25	-	-	15	5	6	-	0.4	0.2	23	152	2539
3389 HK	新宇亨得利	高档手表批发和零售	2.37	0	97	6429	0.19	0.17	0.18	0%	24	13	14	13	2.5	0.9	70	241	5516
600612 CH	中国铅笔	珠宝首饰70%；黄金交易26%	19.35	2	171	3853	0.25	0.65	0.89	53%	8	77	30	22	6.3	0.6	135	62	9126
600086 CH	东方金钰	珠宝玉石60%；奥运黄金饰品40%	10.6	0	120	3734	0.02	-	-	-	2	657	-	-	10.3	8.0	155	211	731
000026 CH	飞亚达A	国外名表73%；飞亚达表19%	9.49	1	96	2065	0.26	0.28	0.33	8%	10	37	34	29	3.5	2.2	96	352	1079
600655 CH	豫园商城	黄金饰品68%；饮食8%；进出口9%	18.81	2	109	15020	0.41	0.60	0.79	24%	10	46	31	24	4.4	2.0	83	131	7722
789 HK	雅天妮	ARTINI品牌珠宝及饰品	0.79	0	32	788	0.15	-	-	-	86	5	-	-	-	1.0	96	631	597
887 HK	英皇钟表	手表及珠宝销售	0.285	0	12	1283	0.11	-	-	-	25	3	-	-	0.9	0.0	1	27.9	1842
280 HK	景福集团	珠宝及金条97%	0.85	0	98	370	0.14	-	-	-	20	6	-	-	0.5	0.3	17	27.2	1087
475 HK	亿钻珠宝	设计、生产和销售珠宝	0.62	0	41	168	0.23	-	-	-	29	3	-	-	0.6	0.2	61	25.9	762

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

中国铅笔(600612)		评级: 买入			目标价: 25				
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	655	1817	2171	2627	营业收入	9214	11592	13894	16297
应收票据	15	19	23	27	-营业成本	8561	10519	12621	14748
应收帐款	214	286	324	380	税金及附加	88	111	133	155
存货	1321	1662	1993	2337	销售费用	184	278	347	359
预付帐款	64	81	97	113	管理费用	131	174	208	244
其他流动资产	32	38	43	49	财务费用	79	83	96	113
流动资产合计	2287	3884	4627	5505	资产减值损失	5	2	1	5
投资	352	346	340	334	+投资收益	-18	12	14	16
有形资产	278	283	290	290	公允价值变动收益	4	5	6	8
无形资产	15	14	13	12	营业利润	154	443	508	696
其他非流动资产	28	26	28	31	营业外收支	23	6	7	8
非流动资产合计	674	669	671	667	利润总额	176	448	515	704
资产合计	2960	4553	5298	6172	所得税	40	108	129	176
短期借款	997	1247	1497	1767	净利润	136	341	386	528
应付票据	25	32	38	45	归属于母公司	70	219	301	412
应付帐款	506	637	761	893	少数股东损益	66	122	85	116
预收帐款	311	391	468	549	现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E
应付职工薪酬	4	5	6	7	净利润		219	301	412
其他流动负债	62	77	91	105	+折旧摊销		33	37	40
流动负债合计	1905	2388	2861	3366	财务费用		83	96	113
长期借款	0	0	0	0	营运资本变动		-202	-166	-188
应付债券	0	0	0	0	其他经营现金流		104	58	87
长期应付款	0	0	0	0	经营活动现金流	200	236	326	465
其他非流动负债	23	30	35	41	CAPEX	-39	25	35	32
非流动负债合计	23	30	35	41	其他投资现金流	-22	-30	-41	-33
负债合计	1928	2417	2897	3408	投资活动现金流	-61	-5	-6	-1
实收资本	277	337	337	337	股利分配		-88	-120	-165
资本公积	201	992	992	992	股份发行		60	0	0
盈余公积	127	149	179	220	资本公积		791	0	0
未分配利润	150	259	410	616	长期借款		0	0	0
归属母公司股东权益	755	1737	1918	2165	短期借款		250	250	270
少数股东权益	277	399	484	600	财务费用		-83	-96	-113
股东权益合计	1032	2136	2401	2765	其他融资现金流		0	0	0
负债和股东权益总计	2960	4553	5298	6172	融资活动现金流	4	930	34	-8
估值指标					现金净增减		1162	354	456
P/B	5.37	3.16	2.81	2.44	盈利能力与分红				
P/E	96	31	22	16	毛利率	6.1%	8.3%	8.2%	8.6%
EV	5881	6169	6065	5880	净利率	0.8%	1.9%	2.2%	2.5%
EV/Revenue	1	1	0	0	EBITDA / Revenue		4.9%	4.7%	5.3%
EV/EBITDA		11	9	7	ROE		17.6%	16.5%	20.2%
每股数据					Dividend Yield		40.0%	40.0%	40.0%
EPS	0.21	0.65	0.89	1.22	投资与资本支出				
DPS		0.26	0.36	0.49	IC	1010	1208	1376	1560
OCFPS	0.72	0.70	0.97	1.38	ROIC post tax	19.5%	33.4%	33.3%	39.3%
BVPS	2.73	5.16	5.69	6.43	资本支出	-39	25	35	32
资产周转能力					债务与资本结构				
存货周转天数		47	48	48	净负债 / 权益	33.1%	-26.7%	-28.1%	-31.1%
应付账款周转天数		18	18	19	总负债 / 总资产	65.1%	53.1%	54.7%	55.2%
应收帐款周转天数		8	8	8	EBIT/Interest	3.2	6.4	6.4	7.2
增长比率					净债务/EBITDA		-1.0	-1.0	-1.0
销售额增长		25.8%	19.9%	17.3%	其他指标				
净利润增长		212.6%	37.4%	36.7%	EBITDA		564	647	857
EBITDA增长			14.7%	32.5%	有效税率	22.6%	24.0%	25.0%	25.0%
营运资本增长率		28.2%	18.0%	17.3%	OPFCF		229	318	462
					非现金营运资本	718	920	1086	1274

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

李俊松，清华大学管理学硕士，纺织服装及奢侈品行业分析师；沈周翔，复旦大学理学硕士，旅游酒店行业分析师，2008 年“娱乐和媒体行业最佳分析师”。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010