

王薇
0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn

2009年9月28日

老凤祥(600612.SH)/23.61元

批发业务如火如荼 世博产品充满期待

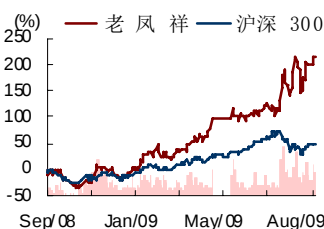
投资评级: **强烈推荐-A**
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	27696
流通股本(万股)	6444
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	17
52周股价	5.7-27.0元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	140	253
相对表现	15	101	193



相关报告

- 1、《第一铅笔—老凤祥，以崭新身姿笑迎消费大升级》2007/1/9
- 2、《中国铅笔—繁荣的盛宴 龙头的机遇》2008/1/27
- 3、《中国铅笔—百年凤祥，坚守品牌发展之路》2008/5/26
- 4、《服饰品牌研究第二卷：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 5、《中国铅笔—首饰主业依然战绩辉煌，非经常性损益影响利润》2008/8/20
- 6、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12
- 7、《中国铅笔—短期股价基本反映整合预期 长期利好在管理结构梳理》2009/3/24
- 8、《中国铅笔—以批发业务带动发展 股权整合决定投资价值》2009/5/6
- 9、《服饰品牌研究第三卷(下)：突围与出局：时尚界由重本质者主空》2009/6/15

敬请阅读末页的免责声明

近日我们参加了公司的订货会与股东大会，订货会的批发进行地如火如荼，且产品的时尚度大有提高。这些改进都与整合密切相关，虽然短期股价已充分反映了整合预期，但整合还未完成，后续还将继续促进公司的提升，世博产品也很值得期待。

- **批发业务如火如荼，以批发带发展是今年的首要目标。**在金价波动且销售受经济危机影响的情况下，以批发占领市场是发展的更佳选择。同时，公司今年以专卖店为主要发展的渠道形式，以帮助公司向精细化的管理迈进一步，为将来更强大的直营体系铺路。
- **订货会异常火爆，批发创下新高。**公司此次订货会创下了销售新高，突破了10亿，较去年同期5.48亿的销售大大增长了100%以上。我们认为这有国庆和中秋两个假期连在一起的长假的原因，但更多的还是公司大力开拓批发市场的结果。公司认为应该抓住危机的机遇占领市场，对批发门店的拓展力度很大。
- **大力发展专卖店。**专卖店作为最容易管控的批发渠道形式，今年获得了大发展。公司对于今年新开发的经销商，只允许发展专卖店形式，并且要求总经销商也不再发展其他形式的渠道，对于合同到期的经销商都规定必须开专卖店。目前公司的专卖店已经达到了近320家，比去年底增加了近170家左右。此举对于公司规模扩大、市场份额的提升，以及品牌的管理都作用很大。
- **努力细化管理与提高运营质量，提高内生性增长。**公司在大力发展专卖店之余，还加强了对经销商门店的指导提升，比如加大品牌监管及客户管理力度，多方面指标淘汰不合格的经销商；招募更多的业务员，对专卖店的管理更细化；逐步实现对产品的条形码控制。
- **零售业务今年总体的目标是持平，以着力提升银楼的服务特色和经营能级为主。**
- **首饰业务基本持平，金条业务受冲击较大。**今年受金价影响以外，竞争者的价格战也对公司的金条业务构成很大冲击。公司准备金条价格与竞争对手贴近一点来应对，但毛利就更会低一些。金条业务的下降是公司今年零售业务有所下降的主因。
- **首饰业务近期略有增长。**近两个月首饰业务比去年略有增长了，9月份借助大型活动以刺激消费。比如9月12日的上海购物节、南京路步行街的开街10周年庆等。公司今年要求每家店销售都同比保持稳定或者略有增长，总体达到与去年销售持平的目标。
- **黄金交易业务的浮亏主要由统计方法所致。**黄金价格上半年波动大，交易业务上半年毛利率为-9.17%，造成这项浮亏的主要原因是统计方法的问题，到年底会有所改善。

目前黄金交易业务包括三项：借金还金；购买实金的手续费、交易费、仓储费；以及T+D的费用。比如借金还金的差价放入成本计算，而借金实现的销售反应在整个毛利上；T+D的过程中，实金的利润成本降低了。总体由于运作过程复杂，目前的统计方法无法最有效的反应利润状况。

□ **新四大类产品发展迅速，时尚度大有提高，且产品规划更为完善。**为了降低金价对公司业务发展的影响，且提高公司的毛利水平，公司去年开始一直强调发展珍珠、翡翠、白玉和有色宝石的新四大类产品。今年四大类产品总体增幅很大，除白玉有所下降外，其余都增长较快，预计今年的总量可以占到总销售的 2% 左右。未来希望此比例继续提高，五年规划占到销售的 10% 左右。

□ **公司对世博产品充满期待，商机巨大。**公司作为上海世博会贵金属的特许生产经营者，专门成立了 15 人的世博产品经济运行部。第一批产品已经申请了，有 17 种 75 款。公司还针对世博产品在上海威斯丁酒店举行仪式进行宣传，也是第八届老凤祥国际首饰文化节的开幕式。公司将争取开不少于 100 家专卖店，推出不少于 200 种款式的世博产品。

世博会是一次非常大的商机，不亚于奥运会。世博会的周期更长达 184 天，在贵金属、礼品、金条等产品的竞争中，公司涵盖了 6、7 类产品，拥有综合优势，应该占据到较大的份额，只要公司在营销方面加大力度，销售是非常值得期待的。

□ **工美重组后将有新的发展。**工美 08 年的经营受危机影响较大，公司对于重组后的工美有新的发展规划。将大力发展其中能和老凤祥交叉结合的业务，比如典当行、拍卖行等，会花很大精力精心打造。上海工艺美术业产值约 300 亿，如果经营的好，潜力非常大。

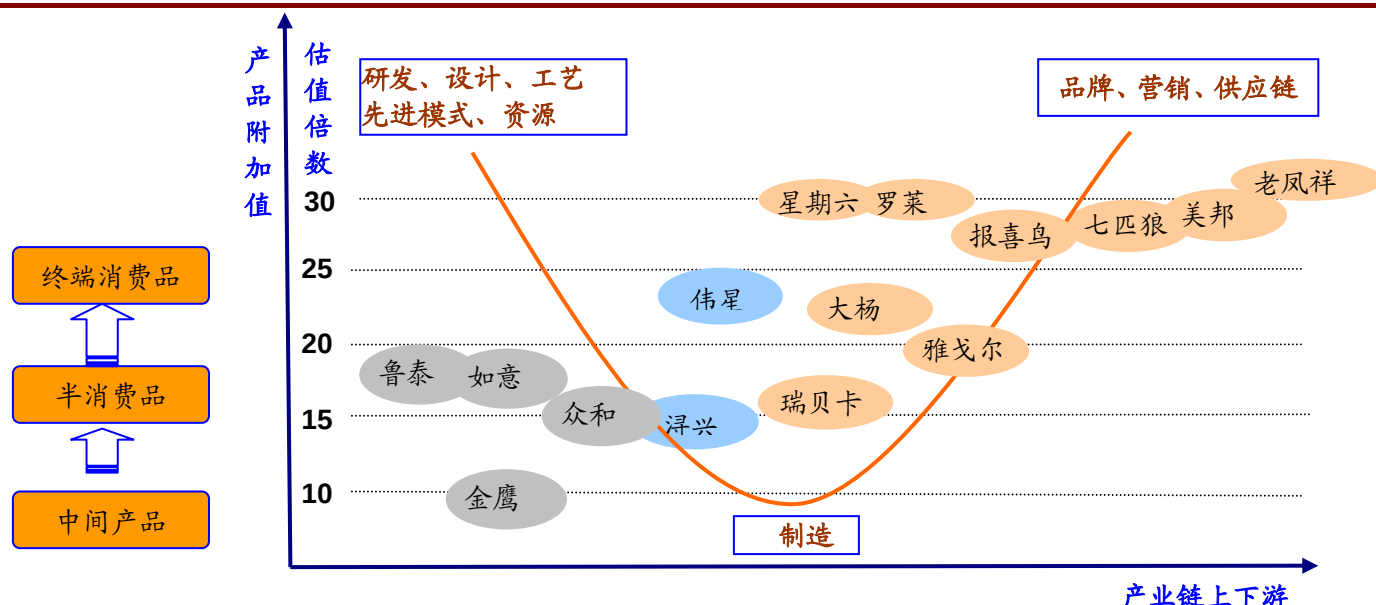
□ **公司重申股权整合的目的是为了获得更多的资金大力发展。**公司是全中国首饰行业中用金量最大的，全年约用 35 吨左右，而国内一年 230 吨左右的产量，公司消耗占比 15%。而老凤祥本身资本充足率不够，完全靠资金的高速转动来解决发展问题，近年还开拓了借金还金业务。但对于百亿企业来说资本金是远远不够的。资产重组的目的就是要解决资金发展问题，通过上市平台使公司获得大力发展。对于未来的积极拓展国内市场，大量拓展专卖店，将更多的优质批发商纳入自营体系等问题，公司都将积极探索解决方法。

□ **盈利预测与投资建议：从经营层面来看，目前伴随着消费市场的略有好转，危机对首饰消费的影响在逐步减弱，零售业务逐步企稳，预计全年可以持平；公司在危机中积极拓展国内市场，大力发展专卖店，以更多的抢占市场份额。同时着重加强对批发体系的精细化管理，专卖店的大力发展将大大增加公司未来业绩增长的弹性，以及对整个渠道体系管理水平的提升具有重大意义。我们在公司公布的盈利预测基础上，根据经营状况进行了调整，预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.49、0.70 元/股。**

自年初我们推荐公司以来，在股权整合预期的背景下，股价涨幅很高。短期股价基本反映整合预期，而整合的最大利好在于对公司管理结构的梳理。目前公司在时尚度上所表现出来的改进、批发业务在危机中的有效拓展等都大大表现出了整合给公司带来的好处，日后整合将更有助于老凤祥更大的发挥出其品牌效应，我们出于对其品牌的长远信心，维持“强烈推荐”的投资评级。预计股权整合的持续进行、上海国企改革的浪潮以及世博会等方面的消息将成为股价的催化剂。

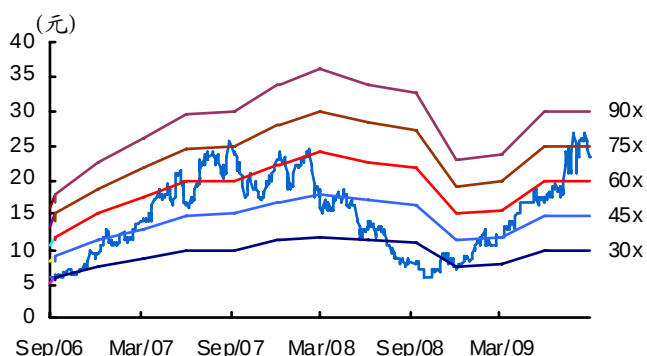
□ **风险因素：**整合方案低于预期；金价波动的风险；危机对消费的影响；出口环境对铅笔业务的影响；公允价值变动损失；资金紧张可能影响扩张步伐。

图 1: V 式估值法 (根据 09 年 EPS)



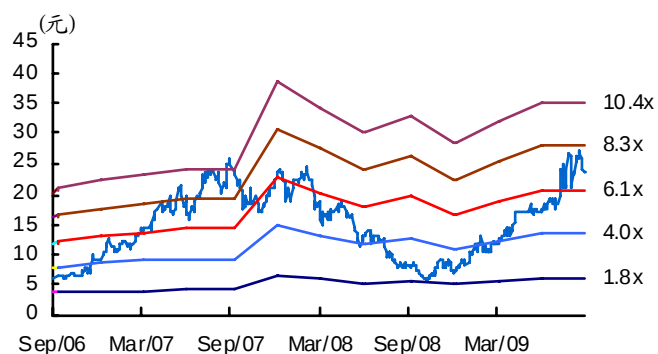
资料来源: 招商证券

图 2: 老凤祥历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 老凤祥历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

表 1: 香港与新加坡品牌服饰公司盈利与估值表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
女装	思捷环球	54.9	68345	5.1	46.0	4.16	4.18	4.34	13	13	13	4%
	宝姿	19.9	11197	8.9	41.3	0.71	0.96	1.12	28	21	18	17%
	安莉芳	3.3	1326	1.5	8.2	0.31	0.26	0.40	11	13	8	54%
休闲装	利丰	24.8	93312	6.7	20.8	0.81	0.98	1.24	30	25	20	26%
	波斯登	1.3	10026	1.3	10.9	0.08	0.11	0.11	16	12	12	5%
	班尼路	6.1	8096	2.0	21.6	0.47	0.71	0.80	13	9	8	13%
	真维斯	2.3	2405	1.3	4.3	0.49	0.28	0.29	5	8	8	5%
	佐丹奴	2.6	3878	2.1	16.5	0.20	0.12	0.16	13	21	16	35%
	李宁	24.2	25222	11.6	39.6	0.45	0.95	1.17	53	25	21	23%
运动装	中国动向	5.6	31845	4.2	21.7	0.13	0.29	0.35	43	20	16	21%
	安踏体育	11.3	28098	5.5	20.7	0.22	0.49	0.61	52	23	19	23%
	特步	4.2	9216	3.1	34.8	0.10	0.32	0.38	42	13	11	19%
	鸿星尔克	0.2	532	0.6	12.1	0.15	0.02	0.03	1	8	6	24%
	宝胜国际	1.4	6135	1.0	17.9	0.01	0.03	0.09	192	46	17	175%
	百丽国际	8.0	67136	4.4	15.9	0.23	0.32	0.38	34	25	21	22%
女鞋	永恩国际	4.9	8026	4.3	30.5	0.23	0.31	0.38	21	16	13	23%
	盈进集团	0.6	374	0.5	-11.9	0.13	0.03	0.05	4	21	12	79%
	Walker Group	0.6	374	0.5	-11.9	0.13	0.03	0.05	4	21	12	79%
	九兴控股	13.0	10295	1.8	16.8	0.14	1.06	1.16	90	12	11	9%
	鸿国国际	0.3	107	0.9	19.9	0.28	0.04	0.05	1	6	5	17%
	周生生	6.7	4039	1.3	13.8	0.86	0.72	0.78	8	9	9	8%
配饰/化妆品	霸王	3.2	9267	-	115.3	0.06	0.14	0.19	51	23	17	32%
	莎莎	3.4	4726	4.2	28.3	0.16	0.23	0.28	21	15	12	20%
	新宇亨得利	3.2	8681	3.3	23.7	0.15	0.19	0.21	21	17	15	12%
	魏桥	5.5	6533	0.4	4.5	4.52	0.58	0.64	1	9	9	10%
生产	裕元	23.7	38997	1.8	18.0	0.22	1.82	1.98	108	13	12	9%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 2: 国际品牌服饰公司盈利与估值表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
运动	NIKE	56.8	27596	3.2	18.0	3.82	3.52	3.89	15	16	15	-2.30%
	ADS	32.0	6187	1.9	20.0	2.85	1.42	2.36	11	23	14	8.30%
	Puma	178.6	2863	2.3	20.1	16.7	11.1	15.6	11	16	11	6.30%
奢侈品/ 高档品	LVMH	62.2	30474	2.3	16.6	4.13	3.72	3.98	15	17	16	6.60%
	HERMES	101.3	10689	6.7	19.0	2.73	2.77	2.99	37	37	34	7.60%
	COACH	29.9	9480	5.6	38.8	2.09	1.89	2.03	14	16	15	-9.30%
	POLO	68.7	6847	2.4	15.8	7.06	3.69	4.07	10	19	17	-12.50%
	TOD'S	40.3	1228	2.0	14.4	2.54	2.56	2.75	16	16	15	8.80%
	BOSS	20.0	1552	9.8	30.0	4.30	1.58	1.78	5	13	11	4.90%
	BURBERRY	458.0	1984	3.7	-1.2	-	28.4	30.7	-	16	15	-2.90%
	Perry Ellis	9.0	121	0.6	-4.9	1.66	0.73	0.92	5	12	10	35.00%
	Phillips-Van	34.5	1781	1.7	9.4	3.01	2.30	2.54	11	15	14	8.50%
	PPR	77.8	9840	1.1	9.9	7.29	5.61	6.19	11	14	13	9.20%
	UNIQLO	11720	1243183	4.6	17.3	299	-	-	39	-	-	-
	H&M	410.0	339290	10.7	44.3	18.6	19.1	21.7	22	21	19	12.00%
大众品	INDITEX	37.8	23531	5.1	28.1	1.61	1.88	2.07	23	20	18	5.30%
	GAP	18.1	12605	2.8	22.3	1.12	1.30	1.38	16	14	13	11.10%
	VF	66.5	7413	2.0	16.9	5.31	4.91	5.48	13	14	12	8.70%
	LTD US	14.4	4624	2.5	10.8	2.10	0.81	0.99	7	18	14	32.00%
	NEXT	1653.0	3258	20.8	-	-	145	151	-	11	11	4.70%
	GUESS	28.8	2646	3.3	29.8	-	1.92	2.23	-	15	13	15.70%
	Benetton	6.4	1175	0.8	11.3	0.80	0.59	0.65	8	11	10	8.00%
	Abercrombie& American	31.7	2784	1.6	15.7	4.80	0.85	1.52	7	37	21	23.60%
	Eagle	15.2	3141	2.2	13.0	1.87	0.78	1.01	8	20	15	28.30%
	Aeropostale	36.2	2443	6.2	54.1	1.58	2.98	3.23	23	12	11	5.40%
	Bulgari	4.7	1417	1.8	10.4	0.50	0.06	0.16	9	77	29	17.10%
	RICHEMONT	26.7	15354	1.9	17.3	2.54	1.56	1.69	11	17	16	-32.00%
配饰/ 化妆品	Fossil	25.1	1670	2.1	17.6	1.16	1.64	1.79	22	15	14	12.00%
	Tiffany	30.2	3743	2.3	13.3	2.05	1.58	1.76	15	19	17	6.90%
	Estee Lauder	52.5	16036	2.3	13.8	3.63	2.78	3.13	14	19	17	
	Swatch	205.4	11451	2.0	15.5	32.7	11.6	12.7	6	18	16	5.00%

资料来源: Bloomberg、招商证券

参考报告:

- 1、《第一铅笔—老凤祥，以崭新身姿笑迎消费大升级》2007/1/9:
系统阐述了老凤祥的经营优势。
- 2、《第一铅笔—旭日东升，势不可挡》2007/8/8
- 3、《第一铅笔—首饰业务发展如意，时尚大转型是下一步目标》2007/9/21
- 4、《纺织与服装行业 07 年第四季度投资策略报告—品牌模式与快速成长是永恒主题》2007/10/17:
建立了完整的行业分析框架与估值体系“V 式估值法”，创新性提出我国服装品牌发展两大模式。
- 5、《中国铅笔—首饰业务保持快速增长 少数损益分布不均》2007/10/26
- 6、《中国铅笔—繁荣的盛宴，品牌的机遇》2008/01/27:
创新性提出珠宝首饰行业发展阶段论，公司未来将经历：快速增长与品牌粗放式经营阶段，和品牌运营精细化与时尚化改进两阶段，最终有望成为具有代表性的奢侈品品牌运营商。
- 7、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:
对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。
- 8、《中国铅笔—首饰业务持续强劲，铅笔业务盈利预计回升》2008/4/24
- 9、《中国铅笔—百年凤祥，坚守品牌发展之路—首饰行业品牌研究系列》2008/5/26:
着重从产品、销售、品牌推广与盈利模式层面论述其品牌体系。
- 10、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:
创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。
- 11、《中国铅笔—首饰主业依然战绩辉煌，非经常性损益影响利润》2008/8/20
- 12、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:
从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。
- 13、《中国铅笔—短期股价基本反映整合预期 长期利好在管理结构梳理》2009/3/24
- 14、《中国铅笔—以批发业务带动发展 股权整合决定投资价值》2009/5/6
- 15、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:
经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的对国际服饰行业与优秀公司进行实证研究，在此基础上将时尚产业图谱提升为财务量化版，深化了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。并结合时势，形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架，根据弹性框架清晰把握公司的投资主线与发展路径。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。