

老凤祥 (600612)

资产注入后长期增长可期

——老凤祥 (600612) 调研报告

刘冰 许娟娟
 021-38676703 021-38676545
 liubing@gtjas.com xujuanjuan@gtjas.com

本报告导读:

- 公司经营状况受金价影响较大, 看好行业长期发展前景和重组后公司的发展速度, 考虑到目前股价偏高, 谨慎增持。

投资要点:

- 我国的金银饰品行业于 2005 年至 2007 年间快速发展, 金银饰品销售额的同比增速超过批零贸易业。一线城市仍然是金银饰品主要市场, 通过批发模式迅速提升二三线城市的市场份额是金银饰品销售商的发展方向。在未来较长时期内, 我国金银饰品大部分依然按重量定价。
- 公司的生产经营流程: 从金交所及其他渠道获取原料, 公司生产高档金银饰品, 80% 低档饰品 OEM, 玉石等由工艺美术厂加工生产; 产品由批发商或由零售银楼销售; 部分现金结算, 部分为 1 个月以内的应收账款。
- 近年来, 公司逐步加大零售业务中高毛利率商品的比例。公司未来发展方向是在二三线城市大力发展专卖店, 为提升批发的毛利率, 将在各大城市选择资质较好的专卖店, 与之合作成立控股子公司。
- 工美的盈利能力高于重组前的老凤祥股份有限公司, 但面临产品的目标市场容量较小的尴尬局面。本次重组后, 公司为其制定了 10 多类新产品, 象牙雕刻可能将成为工美未来的盈利亮点。
- 金价波动风险来自金价走势判断错误和黄金市场的急涨急跌两方面。金价稳定上涨有利于提升销售增速和毛利率, 金价的缓慢波动或上涨或下跌均有利于黄金交易业务。
- 公司铅笔业务出口内销的收入各占 50%, 目前国内市场可拓展空间较小, 同时海外市场需求放缓, 但出于各类考虑, 公司不会剥离该业务。
- 大股东黄浦区国资委扶持公司发展的态度明确, 此次注入的资产质量优良, 盈利能力较好, 资产注入完成后, 老凤祥的盈利将迈上新台阶。我们预计目前重组方案只是公司重组规划的第一步, 而未来职工持股会和自然人持股将得到部分解决。
- 按照并表后财务数据计算, 预计 09、10 年归属母公司所有者的净利润增速分别为 189.7%、29.8%, EPS 分别为 0.60 元、0.78 元, 看好我国金银饰品市场的发展前景和公司作为科工贸一体的金银饰品企业的长期发展, 维持“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,425	9,214	10,250	12,115	14,504
(+/-)%	54%	43%	11%	18%	20%
经营利润 (EBIT)	259	246	402	499	629
(+/-)%	66%	-5%	64%	24%	26%
净利润	103.24	70.14	203.22	263.72	352.02
(+/-)%	68%	-32%	190%	30%	33%
每股净收益 (元)	0.31	0.21	0.60	0.78	1.04
每股股利 (元)	0.25	0.10	0.24	0.31	0.41

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	4.0%	2.7%	3.9%	4.1%	4.3%
净资产收益率 (%)	10.0%	9.3%	23.1%	25.4%	28.2%
投入资本回报率 (%)	17.6%	17.0%	22.4%	28.9%	33.9%
EV/EBITDA	20.8	24.8	14.8	12.5	10.0
市盈率	68.9	101.4	42.6	32.8	24.6
股息率 (%)	1.0%	0.4%	0.9%	1.2%	1.6%

评级:

谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

¥ 28.00

上次预测: ¥ 24.30

当前价格:

¥ 25.54

2009.11.11

交易数据

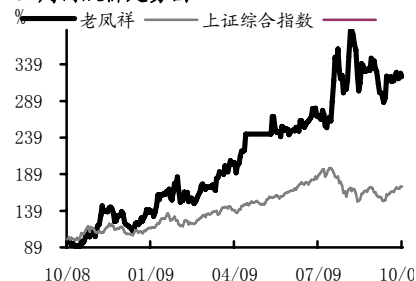
52 周内股价区间 (元)	5.88 ~ 27.68
总市值 (百万元)	7,245
总股本/流通 A 股 (百万股)	277/210
流通 B 股/H 股	132/0
流通股比例	0.76
日均成交量 (百万股)	4.6
日均成交值 (百万元)	76.2

资产负债表摘要 (12/08E)

股东权益 (百万元)	451.82
每股净资产	1.79
市净率	14.3
净负债 (百万元)	508.97

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.12	0.13
Q2	0.08	0.14
Q3	0.07	0.10
Q4	(0.01)	0.23
全年	0.21	0.60

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4.3	0.7	246.6
相对指数	-4.8	3.0	177.2

相关报告

黄金饰品主业经营好转, 证券投资和黄金交易加剧业绩波动

(09.08.21)

模型更新时间: 2009.11.11

股票研究

林业纸品业

木材采运及加工业

老凤祥(600612)

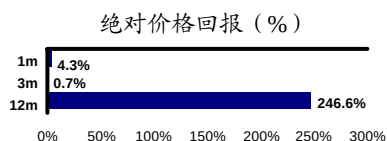
评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥24.30

上次预测: ¥24.30

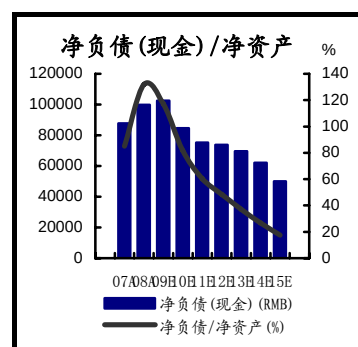
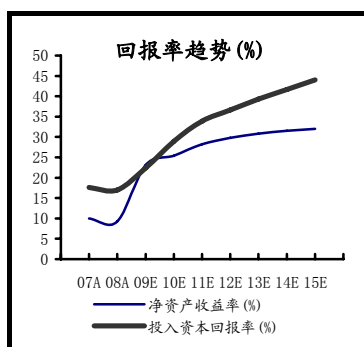
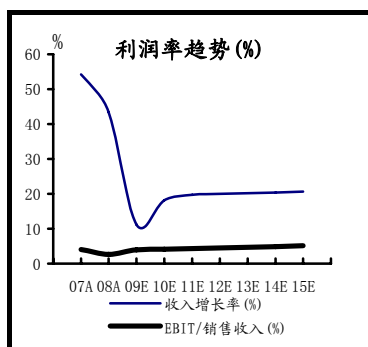
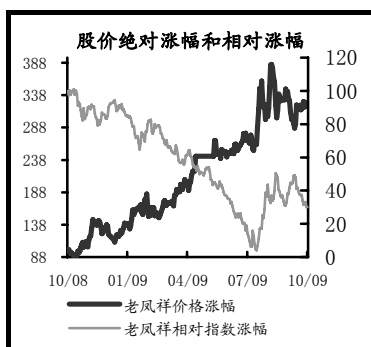
当前价格: ¥25.54



52 周价格范围 5.88~27.68
市值 (百万) 7,245

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	0	9,214	10,250	12,115	14,504
主营业务成本	5,818	8,561	9,315	10,968	13,102
税金及附加	65	88	121	143	172
主营业务利润	542	565	814	1,003	1,230
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	147	184	246	292	350
管理费用	137	131	163	198	236
EBIT	259	246	402	499	629
财务费用	60	79	72	74	58
营业利润	221	154	339	424	571
所得税	44	40	82	102	137
少数股东损益	76	66	79	88	117
净利润	103	70	203	264	352
资产负债表					
货币资金、短期投资	420	655	670	792	948
其他流动资产	1,359	1,632	1,879	1,961	2,211
长期投资	15	14	18	18	18
固定资产合计	256	278	283	290	299
无形及其他资产	34	28	17	14	13
资产合计	2,764	2,961	3,221	3,428	3,842
流动负债	1,425	1,905	1,963	1,922	2,006
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,031	755	878	1,037	1,251
投入资本(IC)	1,225	1,213	1,424	1,371	1,452
现金流量表					
NOPLAT	215	206	319	396	492
折旧与摊销	29	29	26	18	17
流动资金增量	50	21	(218)	57	(73)
资本支出	(71)	(38)	(20)	(22)	(24)
自由现金流	223	218	108	450	411
经营现金流	305	284	156	516	487
投资现金流	419	(361)	(17)	(37)	(39)
融资现金流	(26)	13	(124)	(357)	(291)
现金流净增加额	698	(65)	15	122	156
财务指标					
成长性					
收入增长率	54.2%	43.4%	11.2%	18.2%	19.7%
EBIT 增长率	65.8%	-5.2%	63.5%	24.2%	26.1%
净利润增长率	68.3%	-32.1%	189.7%	29.8%	33.5%
利润率					
毛利率	9.4%	7.1%	9.1%	9.5%	9.7%
EBIT 率	4.0%	2.7%	3.9%	4.1%	4.3%
净利润率	1.6%	0.8%	2.0%	2.2%	2.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.0%	9.3%	23.1%	25.4%	28.2%
总资产收益率(ROA)	3.7%	2.4%	6.3%	7.7%	9.2%
投入资本回报率	17.6%	17.0%	22.4%	28.9%	33.9%
运营能力					
存货周转天数	61.54	52.47	42.58	28.29	25.50
应收账款周转天数	6.52	6.43	20.39	29.25	26.74
总资产周转天数	129.22	113.40	110.07	100.16	91.48
净利润现金含量	2.95	4.04	0.77	1.96	1.38
资本支出/收入	-1%	0%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	65.1%	61.7%	56.8%	52.8%
净负债率	85.1%	132.1%	116.8%	81.6%	60.2%
估值比率					
PE	68.9	101.4	42.6	32.8	24.6
PB	6.9	9.4	8.1	6.9	5.7
EV/EBITDA	20.8	24.8	14.8	12.5	10.0
P/S	1.11	0.77	0.84	0.71	0.60
股息率	1.0%	0.4%	0.9%	1.2%	1.6%



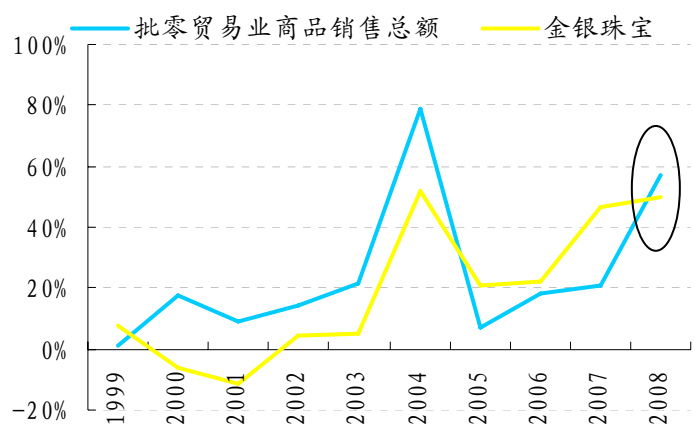
1. 黄金饰品行业发展现状

1.1. 我国的金银饰品行业处于快速发展期，金融危机只造成短期冲击

我国的金银饰品行业于 2005 年开始快速发展，2005 年至 2007 年间，金银饰品销售额的同比增速超过批零贸易业。

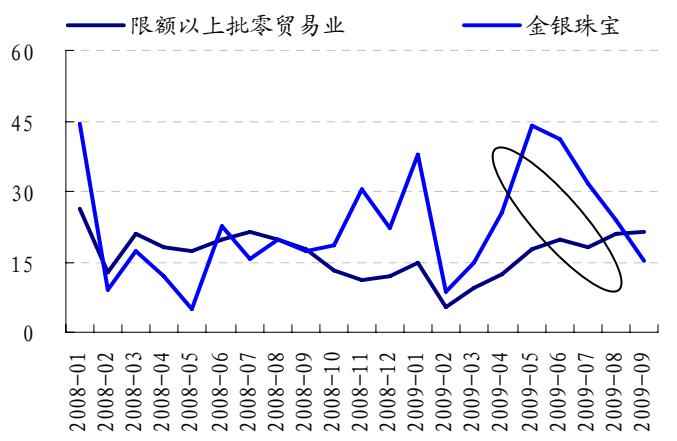
金银饰品的需求弹性较大，2008 年下半年开始，全球遭受到经济危机的冲击，在各类商品中，金银饰品销售受到的影响最大。2008 年 6 月至 2009 年 9 月间，我国金银饰品批发和零售额的同比增速均呈大幅下降趋势，导致 08 年金银饰品的销售额同比增速低于批零贸易业整体增速。

图 1：批零贸易业销售额与金银饰品销售额的同比增速



数据来源：中金数据、国泰君安证券销售交易总部

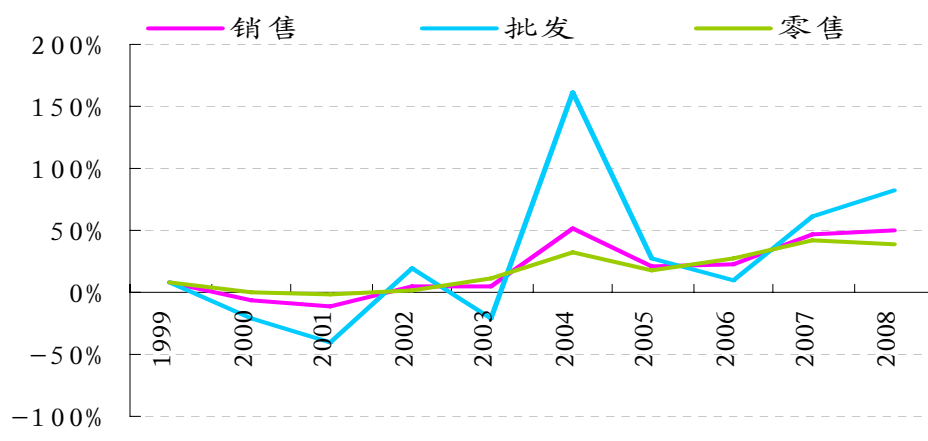
图 2：限额以上批零贸易业与经营珠宝销售额的同比增速



数据来源：中金数据、国泰君安证券销售交易总部

金银饰品的销售包括批发业务和零售业务两类，在过去的十年内，批发额同比增速的波动幅度较大，零售业务发展速度较为平缓。08 年下半年受到经济危机冲击，金银饰品零售额的同比增速较 07 年有所回落，批发额未能保持以往的快速发展趋势，但依然较 07 年有较大幅度上升，这与老凤祥 08 年零售业务受影响大，但批发业务保持快速发展相吻合，我们认为主要原因是：批发业务主要面向 2、3 线城市，这些地区受到经济危机的冲击不明显，且其金银饰品行业的消费刚刚起步，需求较为旺盛；而零售业务主要面向省会城市、较富裕的地级市、以及北京上海深圳等国际大都市，这些城市受到经济危机的冲击较大，且金银饰品市场开发较早，目前竞争较为激烈。

图 3：金银饰品销售额、批发额、零售额的同比增速



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

尽管目前金银饰品行业尚未从经济危机中恢复，但从消费升级、我国目前人均金银饰品拥有量较低、城镇化步伐加快几方面考虑，我国的金银饰品行业依然处于快速发展通道。

1.2. 发展格局：大城市是现阶段主要市场，二三线城市是未来发展方向

我国的金银饰品起步较晚，目前行业集中度较低，中国珠宝首饰行业协会品牌建设栏共公布了 35 家品牌，分布于深圳、上海、北京，以及浙江、福建、河南、湖北和昆明，其中深圳和浙江地区是密集分布区。我们认为，深圳和浙江地区的很多品牌商更多地承接 OEM 订单，真正拥有较多自有销售终端的品牌主要集中于北京、上海、湖北地区。

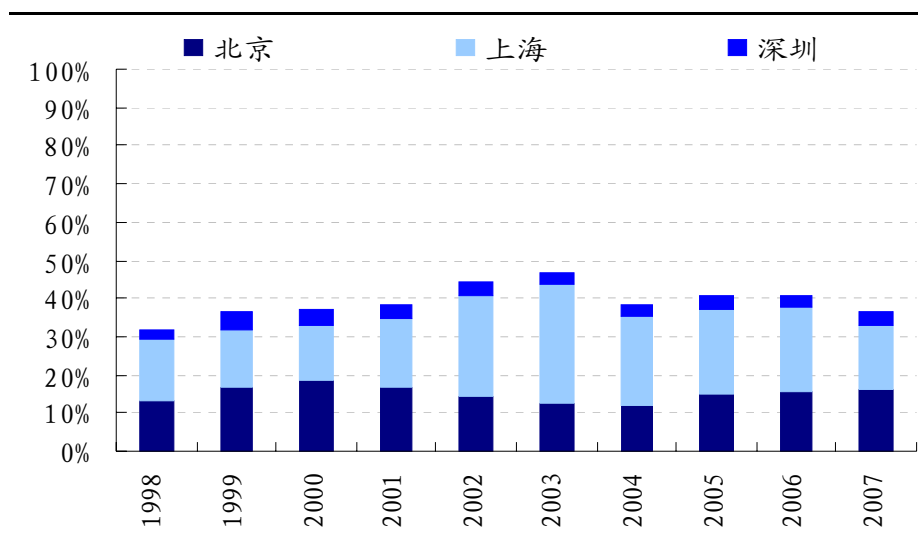
表 1：全国主要金银饰品销售企业分布

地区	数量	公司
北京	2	北京菜市口百货、骏业珠宝（原北京戴梦得珠宝）
上海	3	上海老凤祥、老庙黄金、亚一金店
深圳	16	翠绿珠宝首饰、宝福珠宝首饰、安盛华实业发展、甘露珠宝首饰、雅诺信珠宝首饰、翠绿珠宝首饰、吉盟首饰、富理实业、千禧之星实业发展、晶永恒珠宝、雅福珠宝首饰、金大福珠宝、意大隆珠宝首饰、百爵实业发展、姚氏珠宝首饰、周大生钻石首饰
浙江	6	日月首饰集团、新光饰品、佳丽珍珠首饰、阮仕珍珠股份、山下湖珍珠集团股份、越王珠宝
福建	3	佛山市工艺总厂、福建省金得利集团、福州福辉珠宝
河南	1	南阳市拓宝玉器
湖北	2	湖北金兰首饰集团、武汉金凰珠宝股份
昆明	2	昆明百货大楼（集团）珠宝经营、昆明七彩云南实业股份

数据来源：中国珠宝首饰行业协会，国泰君安证券销售交易总部

目前我国金银饰品行业销售额主要来源于大城市，06 年北京、上海、深圳销售额约占全国销售总额 15%、15%、10%，合计达 40%。

图 4：各地区金银饰品销售额/全国（1999-2007）



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2008 年全国金银饰品销售额为 938 亿元，其中老凤祥、老庙+亚一分别为 62 亿元、55

亿元，三家销售额约占上海金银饰品销售市场的 50%。

表 2：老凤祥、老庙黄金和亚一金店的市场份额对比（2008 年）

	2008 年		
	金银饰品销售额	厂商/全国	厂商/上海地区
老凤祥	62.4	6.6%	约 23%
老庙黄金+亚一金店	55.4	5.9%	约 27%
合计	117.8	12.5%	50%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

注：老凤祥、老庙黄金、亚一金店的销售额分为上海地区的零售业务和外地的批发业务两部分。

一线城市的金银饰品销售市场较为成熟，竞争日趋激烈，未来发展空间有限，我们认为通过批发模式、迅速提升在二三线城市的市场份额是金银饰品销售商的发展方向。

1.3. 未来较长时期内，金银饰品按重量定价仍是主要定价方式

金银饰品的定价模式通常分为两类，一类是原料重量+加工费的定价模式，另一类是按件定价模式。外资港资金银饰品中按件定价商品的比例较高，国内较多地采用原料重量+加工费的定价模式，以老凤祥为例，08 年按件定价收入在公司金银饰品销售总收入中的比例低于 10%。

表 3：金银饰品消费者偏好差异

	一线城市、富裕地区的二线城市	三线城市、欠发达地区的二线城市
饰品消费的普及度	普及度高、内外港资竞争激烈	普及度低、外资尚未进入
70-80 年消费者	购买动机包括结婚、生子及其他；更注重款式；信赖港资外资品牌	购买动机主要来自结婚、生子；更注重成本；选择一线城市、富裕地区二线城市的知名品牌
60-70 年消费者	购买都动机包括保值增值及其他；更注重成本；信赖内资老品牌	购买欲望较低，购买动机仅限于结婚、生子；更注重成本；信赖内资老品牌

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

与港资外资金银饰品相比，内资饰品的设计款式较为落后，设计无法提供更多的附加值。目前，在一线城市、富裕地区的二线城市，港资网点分布较多，内资与外资港资饰品直接竞争；在三线城市、欠发达地区的二线城市，港资外资尚未进入，消费者更青睐一线城市、富裕地区二线城市的知名品牌。

老凤祥定位于中年消费群，其产品呈现两头分布结构，即中低端较多，也有少数按件定价的顶级艺术品（如各类参赛获奖作品），但市场上销售的大部分是中低端饰品，其设计落后于港资外资，不符合 70、80、90 年消费者的消费理念和审美标准。

中年人更注重黄金饰品的成本，不太注重设计。近年来，老凤祥也逐步重视年轻的客户群，开始重视产品设计，但基于以下两点考虑，我们认为老凤祥短期难以提升按件定价的比例：一方面其品牌形象“定格”于中年人，品牌形象人赵雅芝的年龄说明了这一点；另一方面产品设计理念落后是内资饰品生产商所欠缺的，短时间内难以提升。

老凤祥的情况代表了内资金银饰品销售的现状，地区分布不均、行业尚处于成长期决定了本阶段内资饰品销售商的发展模式是一线城市发展缓慢、二三线城市跑马圈地，增加按件定价比例的可行性较小。

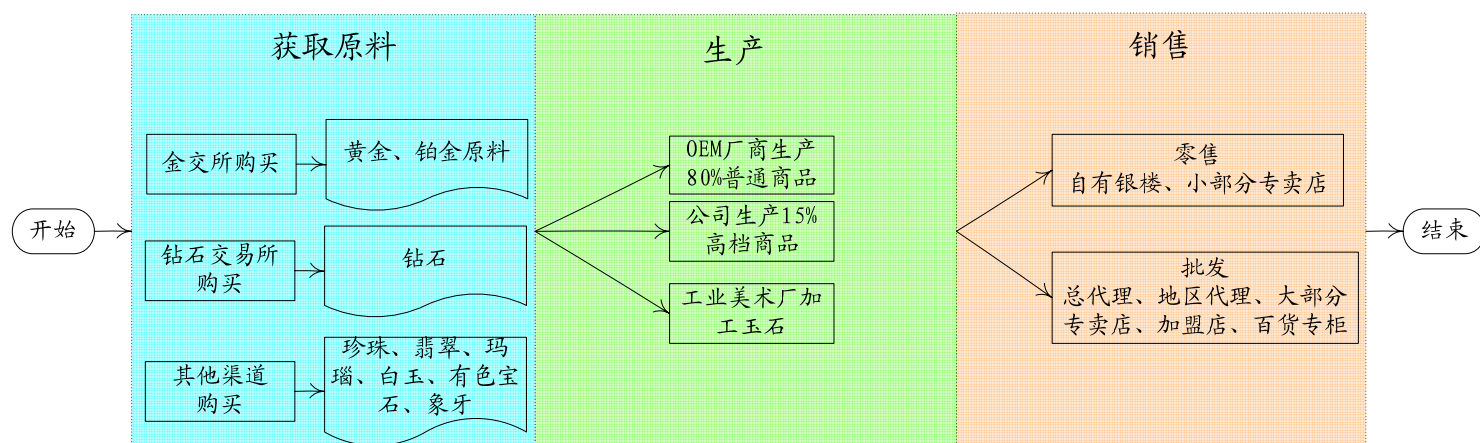
2. 老凤祥的生产经营模式剖析

老凤祥股份有限公司（简称“公司”）由创始于 1848 年的老凤祥银楼发展沿革而来，集科工贸于一体，主要从事各类金银饰品、工艺美术品的研制、生产加工及销售。目前拥有近 60 家连锁银楼、300 多家专卖店和 1000 多家经销商，覆盖金银饰品首饰设计、生产加工、销售各环节。

2.1. 老凤祥金银饰品产销业务

公司的生产经营流程是：从金交所及其他渠道获取原料，80%采取 OEM 模式，公司自身从事高档饰品生产加工，玉石等由工艺美术厂加工生产；产品由批发商或由零售银楼销售，一部分采用现金结算，另外一部分为 1 个月以内的应收账款。从黄金原料的获取至黄金饰品的销售货款确认平均 1 个月。

图 5：公司生产经营流程图

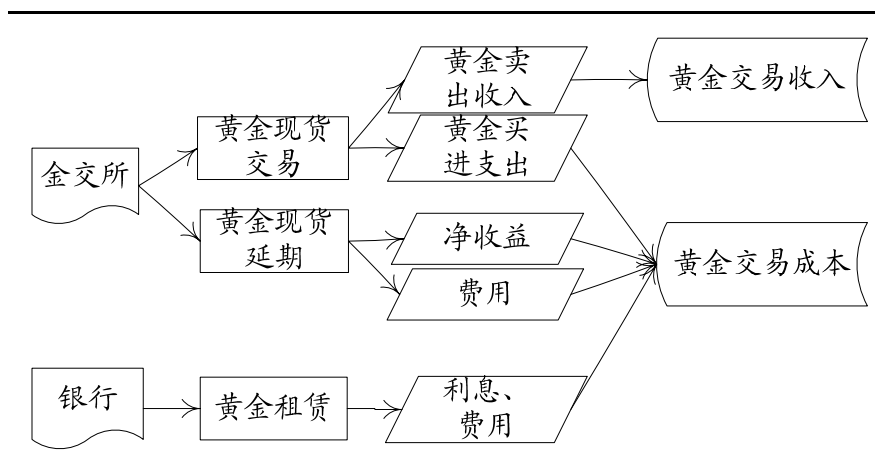


数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2.1.1. 原料获取

公司共生产五类商品，黄金、铂金、镶嵌、珠宝（珍珠、翡翠、白玉、有色宝石、象牙）、其它，黄、铂金通过黄金交易所（老凤祥在黄金交易所拥有的三个席位）采购，同时代客交易；钻石通过钻石交易所采购；翡翠玉石有三个采购渠道：由玉器雕刻厂提供，从广东等地采购成品，从缅甸直接拍卖得到材料、由玉石厂加工；部分珍珠从国内采购、部分依靠进口。其中，黄金、白银、铂金是主要商品（尤其黄金占比较高），我们以黄金为代表分析公司的原料获取流程。

图 6：原料获取流程图



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

黄金原料的取得有三个途径：1）从黄金交易所市场现货买入；2）黄金租赁业务（到期后亦从黄金交易所买入）；3）黄金现货延期业务。由于老凤祥的黄金购买量较大，高峰期的单日购买量达到金交所日均交易总量，因而必须分批择时买入；另外，银行的黄金租赁业务成本较低，但其无法满足公司的用量，因而公司从银行、金交所两条渠道，采取不同的套期保值工具购入原料。

表 4：黄金交易业务描述

交易类型	说明
黄金租赁	公司向银行借黄金，承诺 N 月后归还等重黄金、并按人民银行 N 月基准利率付息；N 月期限到，公司在金交所买入黄金还给银行并支付利息。公司针对黄金租赁业务进行了远期对冲。公司 08 年黄金交易业务大幅亏损部分原因是黄金租赁部分未进行远期对冲。例如：公司租借 20 公斤 Au99.95 黄金，6 个月以后必定还等量黄金，同时按人民银行 6 个月基准利率还息。
黄金现货延期	该业务是介于黄金现货和黄金期货之间的模式，交易双方均需缴纳保证金（杠杆约 10 倍左右），交割时间不定，与做市商交易，可黄金实物交割。公司每年有 4 次订货会，需要大量黄金，在每次订货会前，公司将有较大数量的黄金现货 T+D 交易，平时有较小数量的 T+D 交易。T+D 规模不超过实际用量的 20%。
黄金现货交易	从金交所直接买入黄金，约定 3 日后提货，该业务一般不亏损。老凤祥在上海金交所有 3 个交易账户，分别是上海老凤祥有限公司、上海老凤祥珠宝首饰有限公司、上海老凤祥首饰研究所有限公司。

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

公司的黄金交易业务即指黄金租赁、黄金现货延期、和黄金现货交易的盈亏和费用，其中，黄金现货延期和黄金租赁业务的盈亏直接计入黄金交易业务的营业成本（不影响黄金交易收入），黄金现货交易的卖出价格和买入价格分别计入黄金交易业务的营业收入和营业成本，期间产生的任何费用均计入营业成本。黄金交易业务收入和成本体现在财务报表上分为三部分。

表 5: 黄金交易业务构成

账目	说明
黄金交易收入	黄金交易所交易平台采购黄、铂金原料于场内出售收入
借金利息	若金价上涨,从财务上反映年初年末差价,该部分业务亏损,但从实际操作角度,借金制成饰品、当月实现销售后,所得现金周转多次,带来的盈利翻倍,远超过金价的上涨亏损;
费用	交易手续费
黄金交易成本	我国 2008 年产金约 220 吨,其中老凤祥用金 37 吨,约占全国产量的 17%,07 年开始随着黄金交易业务的广泛开展,公司为了应对大批量用金带来的成本波动,该业务逐步发展,公司在 T+D 交易实际操作时,每笔头寸涉及的黄金量小于实际黄金使用量,从而不属于黄金投资。公司进行 T+D 交易的时点选择:1) 每年四次批发订货会,每次涉及黄金用量 5-10 吨,公司在每次订货会前将提前一个月进入 T+D 交易;2) 黄金价格较低时,公司将逢低吸纳部分。因此黄金价格慢性涨或跌或盘整对公司有利,黄金价格的急涨和急跌不利于公司。
黄金现货延期交易盈亏额	
黄金交易所场内卖出成本	

数据来源:上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2.1.2. 生产加工

公司商品中,80%为生产工艺简单的黄金饰品,由广州地区生产商 OEM;剩余的 20%为高档饰品,其中玉石加工由上海工艺美术公司的子公司玉石加工厂负责其余高档饰品由老凤祥自己加工制造。

老凤祥拥有强大的设计团队(由 5 个国家级工艺美术大师、5 个上海级美术等组成),曾多次荣获国内外顶级荣誉,设计作品曾作为国家之间互赠礼品。另外,老凤祥拥有首饰厂、银器厂、礼品厂、型材厂四个专业分厂,专负责中高端饰品的生产。

2.1.3. 产品结构及毛利率

公司饰品分为五大类,包括黄金、铂金、镶嵌、珠宝(珍珠、翡翠、白玉、有色宝石、象牙)、其他,以 2008 年为例,各类饰品营业收入占比分别为 78%、9%、8%、1%、4%。黄金饰品权重最高,接近 80%。

公司的五类饰品均为批发和零售并行,批发业务中,黄金、铂金、镶嵌的营业收入占比最高,分别为 68%、18%、10%;零售业务中,三类的营业收入占比亦最高,分别为 82%、6%、8%。

近年来公司的批发业务发展迅速,零售业务几乎没有新增门店,批发业务的毛利率远低于零售,08 年批发、零售业务毛利率分别为 9.3%、16.6%。

图 7：批零业务毛利率

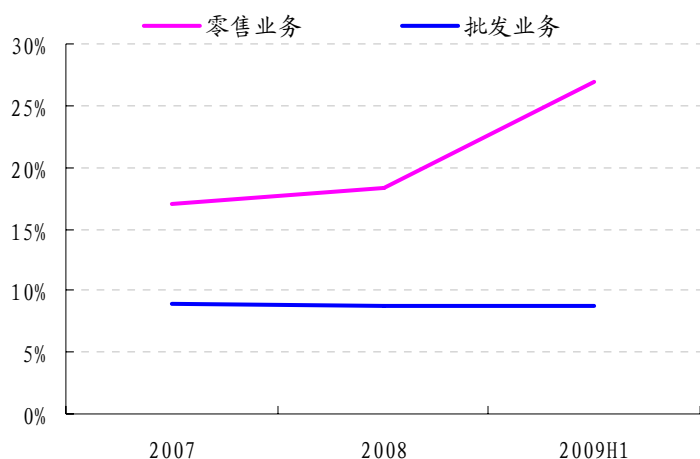
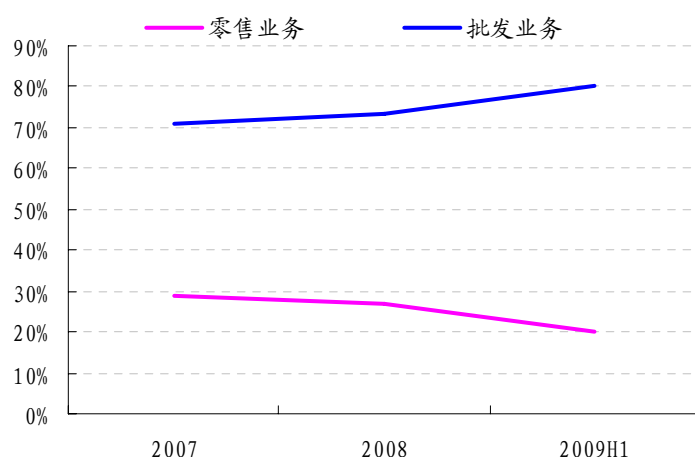


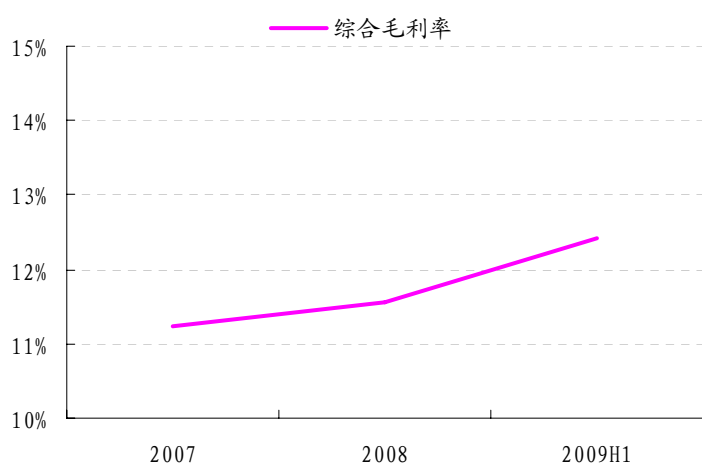
图 8：批零业务收入占比



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

近年来，公司逐步加大零售业务中的高毛利率商品比例，如降低黄金饰品占比、提高高毛利率的铂金饰品占比。得益于此，尽管批发发展迅速，但公司金银饰品业务的毛利率由 07 年的 11.25% 提升至 12.4%，可见商品结构调整对毛利率的提升有较大贡献。

图 9：公司综合毛利率



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

表 6：公司收入构成

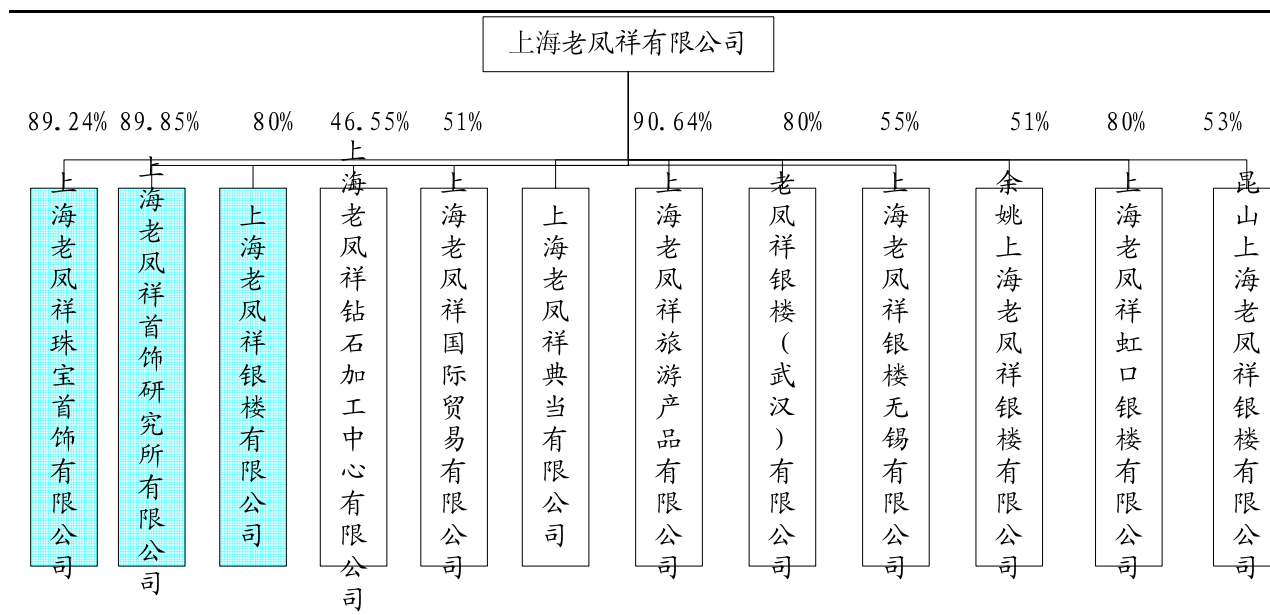
	2007 年	2008 年	2009H1
黄金饰品	64%	68%	62%
铂金饰品	19%	18%	21%
镶嵌饰品	12%	10%	11%
珠宝饰品	2%	2%	2%
其他	4%	3%	4%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2.1.4. 销售渠道

公司的金银饰品销售业态分为零售和批发两类，零售收入占饰品销售总收入的 70%，批发占比为 30%。公司零售业务对应三家子公司，分别为上海老凤祥银楼有限公司、上海老凤祥首饰研究所有限公司、上海老凤祥珠宝首饰有限公司。

图 10: 公司参控股构成



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

零售业态包括银楼和少数专卖店，批发业态包括总代理、经销商、加盟店、专卖店（大部分）和百货专柜。其中，上海地区的专卖店和杭州余姚两地专卖店归入零售业务，外地专卖店和其余业态均算入批发业态。公司现有专卖店 300 多家，主要集中于长三角地区；银楼主要位于上海地区，目前共有 60 多家，其中上海地区 40 多家。

表 7: 老凤祥主要销售渠道及其特点

类别		特点
零售	银楼	独立核算、独立门店、包括子公司和分公司两种。其中分公司为独立门店，由老凤祥银楼有限公司管理；上海地区已完成布局，主要集中于江浙一带，对外扩张谨慎。
	专卖店（少数）	上海地区和杭州余姚地区的专卖店计入零售业务。
批发	总代理	总代理销售规模较大，与一般经销商相比、公司对其有更多让利。
	经销商	商品批发给经销商，老凤祥不参与后续环节。
	加盟连锁店	分为两类：一、采用老凤祥作为门店品牌、并签订加盟协议的，只能出售老凤祥饰品；二、不签订加盟协议的，可以出售其他品牌黄金及镶嵌商品。
	专卖店（大部分）	仅销售老凤祥品牌饰品，资质审核和管理比加盟店更严格，但供货也更优惠。
	专柜	在各大商厦等设立专柜、由老凤祥派遣主要负责人。

数据来源：公司年报，国泰君安证券销售交易总部

注：专卖店和加盟店是主体，二者的区别在于：专卖店只能经营老凤祥品牌且资格审核更严格更频繁，另每年收取数额不等品牌使用费（如 15 万）。

表 8：老凤祥主要销售渠道及其特点

业态	对象/地区	优劣势	改进
零售	上海银楼和上海、杭州、余姚的专卖店	优势： 毛利率高	金价波动对零售影响更大，该风险不可控
		劣势： 市场竞争激烈 周转率低，受金价波动影响较大 建立银楼的初始投资较高	
批发	长三角地区、部分中部城市	优势： 周转率高（可以大大降低存货风险） 市场对老凤祥的品牌认知度较高	大力发展专卖店，提升毛利率
		劣势： 毛利率低	

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

二线城市的金银饰品市场刚刚起步，公司在当地的品牌知名度较高，未来公司的发展方向是大力发展专卖店，目前专卖店占批发业务的 60%，公司力争提升至 80%。

批发业务的弊端是毛利率较低，为了提升批发业务的毛利率，公司今后将在各大城市选择资质较好的专卖店，公司以现金入股成立控股子公司；或者公司联合工艺美术厂，前者以无形资产入股，后者以现金入股，成立控股子公司。09 年 9 月公司公告在无锡建立了 51%股权的合资专卖店，目前经营情况较理想。

2.1.5. 商品定价

公司零售商品中，绝大部分商品按重量定价（重量*原料单价+加工费），其中原料价格由上海黄金饰品行业协会指定指导价，各品牌商据此微调，加工费因饰品工艺复杂程度不等；少数商品采取按件定价模式。

公司批发商品按照前一日金交所收盘价，再结合批发商的类型、资质协商定价，其中类型等级越高，规模越大，资质信誉越好的，价格越低。批发价格的制定原则是固定毛利额。

全国金银饰品的定价因地区不同，如上海地区的饰品由行业协会统一定出指导价，因而定价差异不大，而北京地区则没有类似指导协会，定价差异较大。

上海黄金饰品行业协会是一个自发性组织，老凤祥、老庙黄金和亚一金店占主要席位，协会每一周测定一次本周的上海黄金交易所黄金、铂金周平均价，据此给出指导价，指导价的调整频率根据金价波动频率而定，但终端价格的调整与金价波动有一定滞后，因而金价波动对毛利率有较大影响，金价的稳定上升将带来毛利率的提升。

表 9：不同渠道商品定价方法

	商品	定价方法
零售	黄金以及铂金产品零售	重量*原料单价+加工费 原料单价：由行业协会统一定出指导价，指导价根据金价波动不定期调整 加工费：因饰品工艺复杂程度不等
	镶嵌饰品和珠宝翡翠饰品	按件计价，而原材料价各相对并不透明，因而毛利较高
	其他品种	零售和批发价均为市场化自主定价
	黄金、铂金饰品	前一天金交所收盘价上增加固定毛利额

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

2.1.6. 收款环节

批发业务是收入的主体，公司将批发商划分为四等，等级较高两类的批发商可以先拿货在付款，但应付款日期不超过一个月；等级较低的两类批发商必须现货现款。

2.2. 铅笔业务——高市场份额，低利润增速

铅笔业务的收入和净利润占上市公司的 5%-10%，铅笔业务需求一半来自国内，一半源于出口。美国是主要的出口输出国，公司每年均遭遇美国的反倾销征税，每年进行一次反倾销申诉，一般情况下均能胜诉。

公司在国内高档铅笔市场目前市场占有率已达到 70%以上，国内市场可拓展空间较小，出口方面，随着海外出口市场需求放缓，铅笔业务对上市公司利润贡献逐步下降，但出于各类考虑，公司不会剥离铅笔业务。

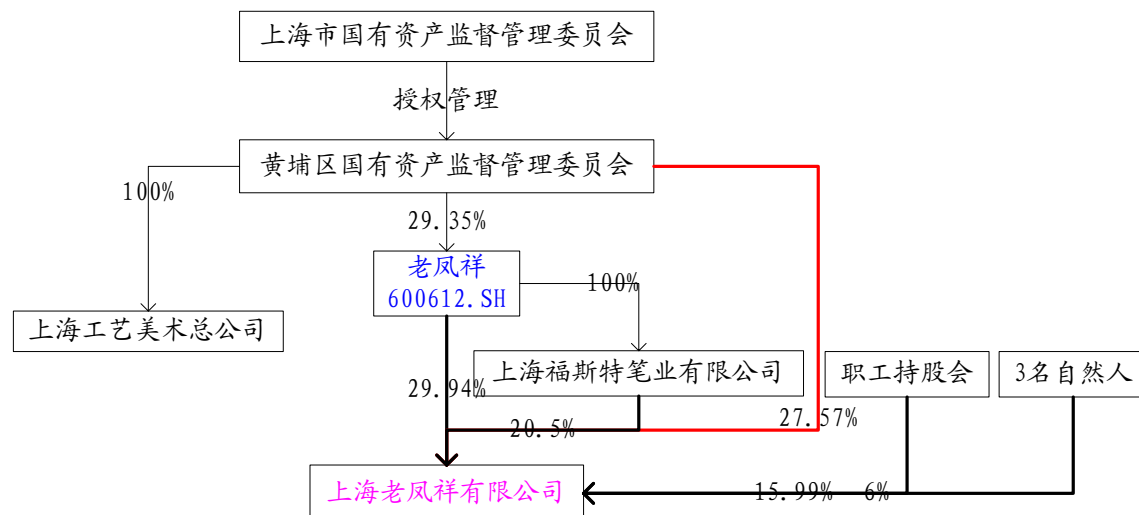
3. 资产重组后的老凤祥发展前景

3.1. 资产重组基本情况及进展

2009 年 5 月 8 日起，公司进入重组阶段，重组方案是：公司向黄浦区国资委定向增发，收购其持有的上海老凤祥 27.57%股权和工艺美术厂 100%股权。其中，老凤祥净资产的市价 16.6 亿元，收购 27.57%股权对应评估价值 4.58 亿元；工美公司净资产的市值 3.64 亿元（收购 100%），两部分股权合计 8.22 亿元。非公开发行价格为 14.08 元/股，发行股份 5837 万股，发行后公司新股本为 3.35 亿股。

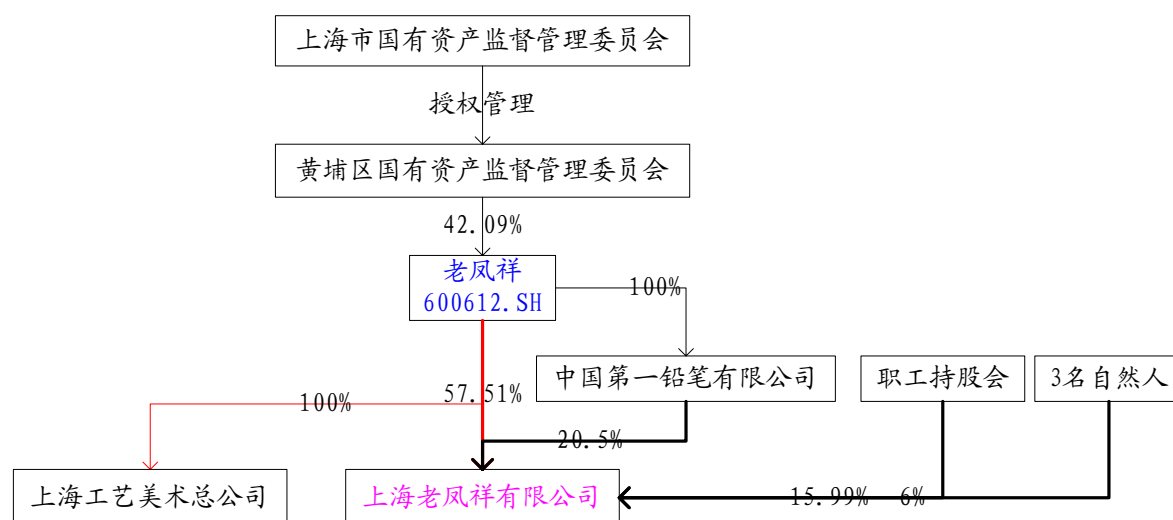
本次重组后，黄浦区国资委对公司的控股比例由原来的 29%提升至 42%。公司对上海老凤祥的控股比例将提升至 78%。

图 11: 非公开增发前股权结构



数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

图 12: 非公开增发后股权结构



数据来源: 上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

目前, 重组方案已获得上海市国资委、上海市商务委员会的同意。我们认为年底前股权划转完成的可能性较大, 09 年第四季度将完成并表。

3.2. 工艺美术公司——重组前收益贡献稳定, 未来发展空间较大

工艺美术公司的主营业务收入主要来源于工艺品销售、珠宝首饰和商贸收入, 08 年收入占比分别为 22%、54%、20%, 其中毛利率水平较高的工艺品销售业务为工美公司主要的利润来源, 占其各期毛利总额的 50%以上。

工艺美术品主要包括工艺品、玉牙雕、印泥等产品的加工和销售; 珠宝首饰主要为老凤祥有限进行黄金型材加工; 黄金交易主要是在黄金交易所场内进行的黄金买卖。就盈利能力而言, 目前工美的净利润率和净资产收益率均高于老凤祥股份(重组前上市公司), 但工美目前面临商品细分市场较小, 发展前景小的尴尬局面。

本次重组后，公司对其进行了整体上的调整，制定了 10 多类新商品，仍旧主要发展工艺品、玉牙雕、印泥等产品以及珠宝加工，而象牙雕刻可能将成为公司未来盈利的亮点。

表 10：盈利能力对比（工艺美术厂与重组前的老凤祥）

		2006	2007	2008
净资产收益率	工艺美术公司	10.3%	12.5%	6.1%
	老凤祥股份(重组前)	10.0%	9.3%	24.3%
净利润率	工艺美术公司	4.0%	3.9%	1.7%
	老凤祥股份(重组前)	1.6%	1.6%	0.8%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

工美公司近三年营业收入保持稳定增长，2008 年由于交易性金融资产公允价值损失，导致净利润同比下降 48%，扣除该因素影响，同比增长 12%。

2009 年上半年受到金融危机的影响，工艺品销售和珠宝首饰销售收入有所下降，工美公司的营业收入同比下降 4.6%，但其加强了成本管理，提高了产品的毛利率水平，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 2.1%。同时受益于上半年的交易性金融资产实际处置收益及公允价值变动收益，归属于母公司所有者净利润同比提升 204%。

工美公司的现金流较为充沛。2009 年上半年，经营活动产生现金净流入 2,177.97 万元，现金及现金等价物净增加 6,575.80 万元。截至 2009 年中期末，工美公司流动资产合计 26,247.47 万元，其中货币资金 12,824.97 万元，货币资金占流动资产的 50%。

表 11：工艺美术公司盈利情况（单位：万元）

	2007	2008	2009（预测）
营业收入	53,113.54	64,615.64	50,685.90
YOY	42.1%	21.7%	-4.6%
归属于母公司股东的净利润	2,097.03	1,095.01	3,330.10
YOY	39.0%	-47.8%	204.1%
扣除非经常性损益后的净利润	2,031.40	2,275.47	2,073.60
YOY	25.4%	12.0%	2.1%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

3.3. 大股东扶持态度明确，职工持股未来可能解决

经过重组后，老凤祥的主营依然以金银饰品首饰为主，其次为工艺美术，最后是铅笔业务。我们预计铅笔业务在今后的发展将不会剥离，铅笔主业发展稳定，今后发展其附加值和精品。

大股东黄浦国资扶持公司发展、希望公司做大做强的态度明确，此次注入的资产质量优良，盈利能力较好，资产注入完成后，老凤祥的盈利将得到提升。

公司的快速成长部分归功于技术人员和管理层持股，我们预计本次重组方案中尚未放入上市公司的职工持股会和自然人持股将得到部分解决，适当保持技术骨干和管理层持股对公司的发展十分有利。目前职工持股会和三位自然人共持有上海老凤祥有限公司 22% 股权，预计将于明年开始采用以下三种方式解决：1）寻找战略合作伙伴，对老

凤祥有限公司股权的进一步调整；2) 收回 22% 股权，由公司 100% 控股上海老凤祥有限公司；3) 探索新模式，尚待和主管监管部门的沟通。

4. 风险与机遇

4.1. 金价波动对公司的影响

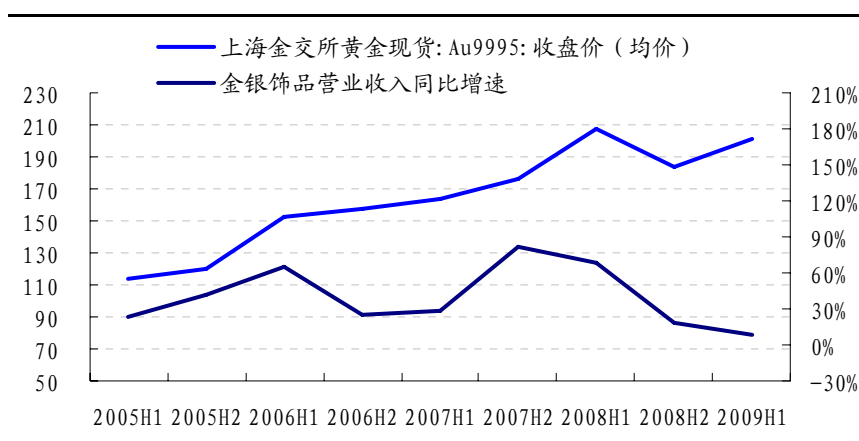
金价波动对公司的影响极大，主要来自两方面：1、金价走势判断错误（09 年公司黄金交易业务亏损 1 亿元以上，主要是第四季度在金价急跌的情况下，公司连续判断错误）；2、黄金市场的急涨急跌（单向稳定波动的金价走势有利于公司盈利）。公司的商品从原料至商品出售确认平均 1 个月，因而存货几乎不存在计提跌价损失的情况。

金价波动对公司的影响主要体现在销售增速、黄金交易和毛利率三方面。

4.1.1. 稳定的、缓慢的金价上涨促进黄金饰品销售

黄金具备保值功能和投资功能，消费者对黄金买涨不买跌，因而金价的稳定上涨促进了黄金饰品的销售。2005 年至 2008 年底，公司半年度金银饰品营业收入同比增速与上海金交所黄金现货 Au9995 收盘价半年度均值走势基本一致。

图 13: 金价波动与收入增速

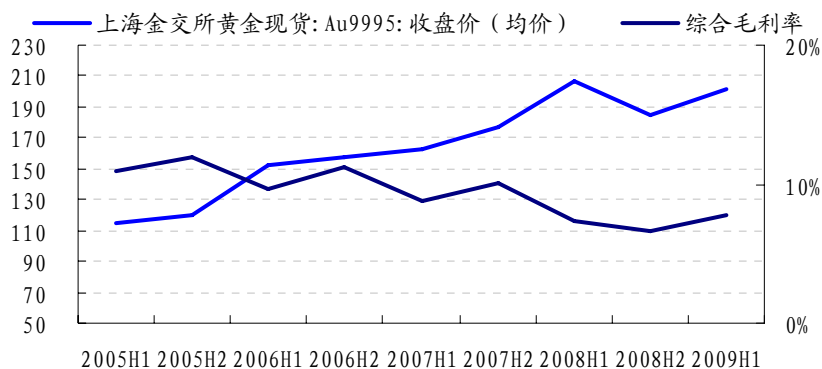


数据来源：上市公司公告、Wind、国泰君安证券销售交易总部

4.1.2. 毛利率与金价波动同向变化

公司的大部分饰品均按重量定价，其收入参考商品销售确认期的金价，其成本为原料采购期金价，因而毛利率受金价波动影响极大。若金价下跌，则饰品销售确认期的金价低于原料采购期的金价，因而毛利率呈下降趋势；反之，若金价上涨，则毛利率亦呈上升趋势。

图 14: 金价波动与毛利率



数据来源：上市公司公告、Wind、国泰君安证券销售交易总部

4.1.3. 黄金交易业务与毛利率部分反向变化

上文已提到，公司的黄金交易业务分为黄金租赁、黄金现货延期、黄金现货交易。黄金租赁有相应的远期对冲；黄金现货交易几乎没有亏损；黄金现货延期采取了保证金制度，降低了公司的现金需求，交割日期和频率不定，较为灵活，但缺点是放大了风险，期间费用较高。

黄金交易盈亏和公司的综合毛利率之间呈反向关系：当黄金价格下跌，毛利率呈下降趋势，而黄金现货延期显示为盈利。

为了降低金价波动的影响，一方面，公司 09 年开始采取了远期交易（08 年部分账户未采取对冲）。另一方面，公司逐步降低黄金饰品的占比。

4.2. 世博会对公司的影响——收入贡献明显，提升品牌价值

2010 年世博会，上海地区仅老凤祥和中金黄金获得了贵金属产品生产经营权，世博饰品的定价由世博局限定，公司根据市场因素微调。

目前公司在上海地区有 50 多家、全国共 60 多家专卖店获得了世博的特许经销权，全年争取完成 150 家，公司对世博会给予较大希望，预定世博会新增收入目标为 10 亿元，占 09 年公司营业收入的 10%。

我们预计世博会对于公司收入贡献有较大提升，而且有助于扩大“老凤祥”的品牌知名度，但对盈利的提升幅度有限，主要原因是：1）世博局与公司的合作方面涉及诸多费用，销售净利润率可能会低于一般零售类商品；2）世博商品从设计上报到生产销售完成所需时间高于正常商品。

5. 盈利预测和投资建议

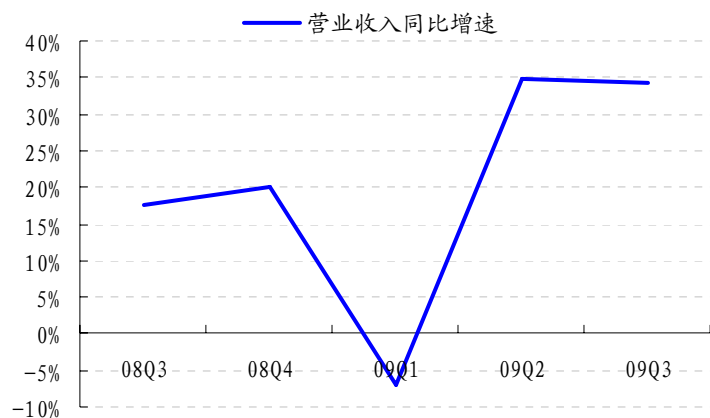
5.1. 2009 年三季报分析

09 年第三季度，公司的营业收入同比增长 34%，与第二季度增速基本持平，剔除 09 年国庆不可比因素（09 年国庆均计入第四季度，而 08 年国庆有两天计入第三季度），第三季度营业收入同比增速应较第二季度有较大幅度提升；综合毛利率为 7.8%，较第二季度提升 0.5 个百分点。公司毛利率自 08 年第四季度下降后，目前逐步回升；单季度净利润同比增长 51%，全面摊薄后每股收益 0.1 元。

09 年前三季度，公司的收入同比增长 15%；毛利率由中报的 7.01%，增加到 7.25%；前

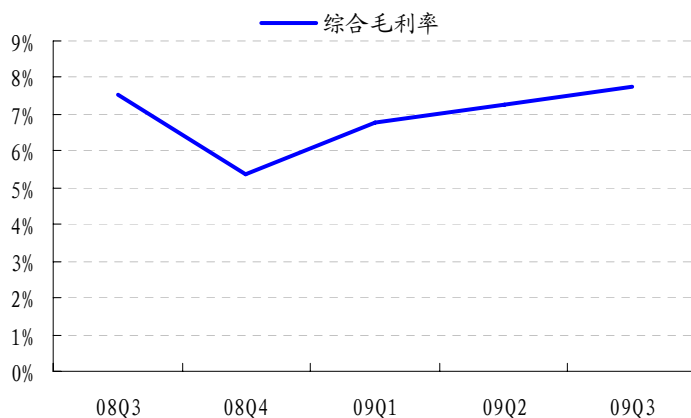
三季度净利润同比增长 42%，全面摊薄后每股收益 0.37 元。

图 15：单季营业收入同比增速



数据来源：上市公司公告，国泰君安证券销售交易总部

图 16：单季度综合毛利率



数据来源：上市公司公告，国泰君安证券销售交易总部

珠宝首饰行业在 2009 年二季度开始明显回暖,国庆黄金周 7 天营业收入同比增速高于 50%。目前金银饰品行业处于复苏阶段,消费者更注重品牌效应,公司在危机期间加大了扩张步伐,将银楼开至县级、富裕镇级,并逐步开发海外市场,现已有饰品出口至美国。同时本次危机加速了行业优胜劣汰,小的本土饰品生产销售企业破产,均有利于公司未来的发展。

5.2. 预测假设

我们的盈利预测假设基于 2009 年上半年经营情况,下半年经营较上半年有所改善,并参考公司资产重组预案中的盈利预测。

金银饰品业务:我们参照公司 2009 年上半年各类饰品的批发、零售毛利率和收入占比,预计 09~11 年公司金银饰品业务收入增长率分别为 20.2%、20.9%和 22.8%;2009 年上半年,公司各类饰品的毛利率均高于 2008 年,尤其零售业务的毛利率有较大幅度提升,我们预计 2009 年下半年延续该趋势,预计 09~11 年公司金银饰品毛利率分别为 11.95%、11.85%和 11.83%。

黄金交易业务:2009 年上半年,黄金交易业务亏损 1.37 亿元,预计下半年减亏,全年亏损低于 1 亿元。

工艺美术公司:我们参照资产重组预案中的工艺美术厂盈利预测,预计 09~11 年收入增速分别为-22%、14%、13%;毛利率分别为 13.2%、14.1%、14.5%。

笔类业务:笔类业务的出口和内销收入各占 50%,目前国内市场趋于饱和,出口受国外需求萎缩的影响,外销量明显下降。预计未来三年收入同比增速 5%~10%,毛利稳定在 29%-32%之间。

由于公司合并工艺美术公司后,对其进行了较大幅度整改,我们预计未来三年的费用率逐年提升。

5.3. 投资建议

预计公司将于 09 年第四季度完成重组，按照第四季度并表的假设，预计 09、10 年归属母公司所有者的净利润增速分别为 189.7%、29.8%，EPS 分别为 0.60 元、0.78 元，2009 年 11 月 9 日收盘价 25.7 元，对应 09、10 年 PE 分别为 43、33 倍。看好我国金银饰品行业的发展前景，公司品牌优势明显、且集科工贸于一体，大股东支持公司做大做强的意愿明确，重组后业绩尚有提升空间，具备长期投资价值。但考虑到现阶段股价较高，基于偏保守的盈利预测，我们给予“谨慎增持”评级。

风险：黄金交易业务仍然存在亏损的风险；金价急速波动影响公司盈利；管理层持有的 21.99%的老凤祥有限的股权短期内不会注入上市公司，且未来处理方式尚不明确。

受老凤祥重组事件启发，建议关注同属黄浦区国资委的新世界，大股东持股比例较低，重组的可能性较大。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并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。

我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。

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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com