

王薇
0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn

2010年1月27日

老凤祥(600612.SH)/32.02元

整合搭建更强的发展平台 世博带来主题投资机会

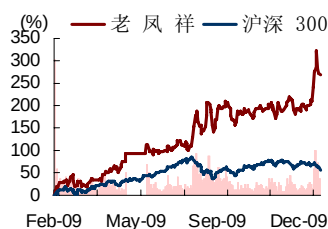
投资评级: **强烈推荐-A**
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	27696
流通股本(万股)	6444
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	21
52周股价	8.5-36.7元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	74	261
相对表现	31	86	201



相关报告

- 1、《第一铅笔—老凤祥，以薪新身安笑迎消费大升级》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、《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
- 7、《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
- 8、《老凤祥—批发业务如火如荼 世博产品充满期待》2009/9/28
- 9、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6

公司今日公告 2009 年度净利润同比增长 50%以上。其中，“老凤祥”首饰销售额已突破 100 亿元；“中华”等品牌铅笔在国内外市场的产销量也创下近 15 亿支历史新高。近日世博主题投资带来交易性机会，我们认为短期内公司估值偏高，考虑整合后可获得更强的发展平台，可中长期关注。

□ **首饰批发业务的良好发展是 09 年最大的亮点。**公司利用 09 年的机遇大力发展批发业务，以占领更多的市场。并且大大加强了专卖店形式的发展，为公司全国布局打下更坚实的基础。

➢ **大力加强专卖店的发展。**公司一方面加快了外延扩张的步伐，另一方面需要加强对门店的管控。因此专卖店在 09 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。09 年公司新增专卖店 100 多家，总数量已经达到了 300 多家。

➢ **订货会持续旺销。**公司 9 月份订货会创下了销售新高，突破了 10 亿。而 12 月份主要针对专卖店客户召开的订货会也维持了旺销的局面，显示出公司大力开拓批发市场的举措收效不错。也为 10 年的销售创造了良好的开端。

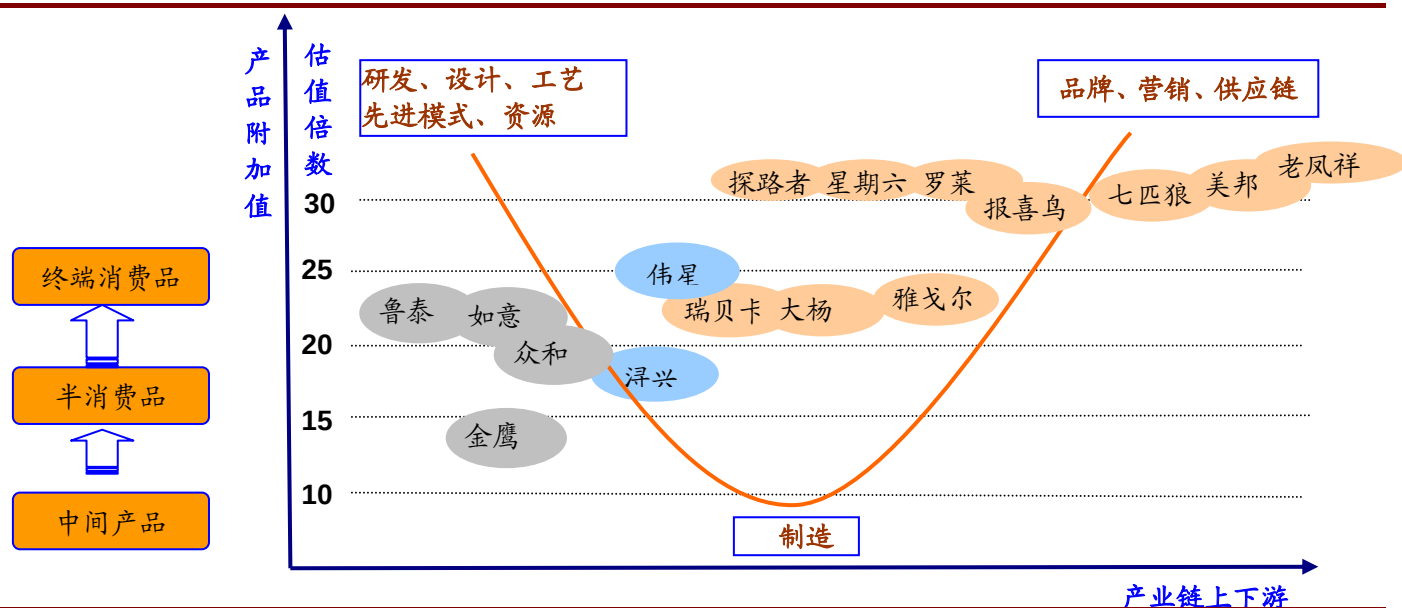
□ **零售业务 09 年基本持平，金条业务受冲击较大。**首饰业务基本持平，今年受金价影响以外，竞争者的价格战也对公司的金条业务构成很大冲击。金条业务的下降是零售业务受影响的主因。而就首饰销售而言，近几月出现了略增长的局面，显示出国内消费逐步恢复的状况，10 年零售业务预计可重获一定的增长。

□ **世博主题投资机会突显：**上海世博会历时 184 天，比奥运会参与人数更多，参与方式更为自由，持续时间更长，对于相关公司消费的影响要比奥运会更强。公司作为上海世博会贵金属的特许生产经营者，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。公司目前世博产品销售仅几千万，但是在世博会贵金属、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，只要公司在营销得力，销售是非常值得期待的，对于公司品牌的宣传也将起到持续性的作用。需要注意的是，此为主题投资的交易性机会，有利于上海本地股。

□ **盈利预测与投资建议：**预计公司 09 年 EPS 超过 0.4 元/股，但由于整合未结束，09 年业绩并未合并报表，所以此业绩对于后续的预测没有太大的意义。根据公司公告的整合后的业绩预测，以及公司目前批发、零售业务的发展态势，与世博会销售的预期，预计合并后公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.50、0.78 和 1.05 元/股。

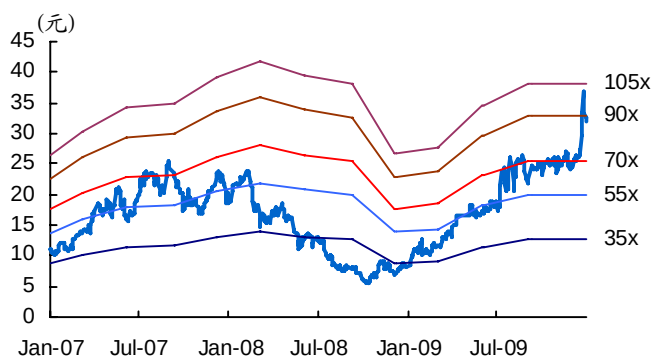
自 09 初我们推荐以来，公司股价涨幅巨大。近期更是在世博主题投资的刺激下，获得了近 30%以上的涨幅，目前估值约 10 年 41 倍左右，短期估值偏高。考虑整合后可获得更强的发展平台，对公司管理结构的梳理有助于老凤祥日后更大的发挥出其品牌效应，维持“强烈推荐”的投资评级，可中长期关注。

图 1: V式估值法 (根据10年EPS)



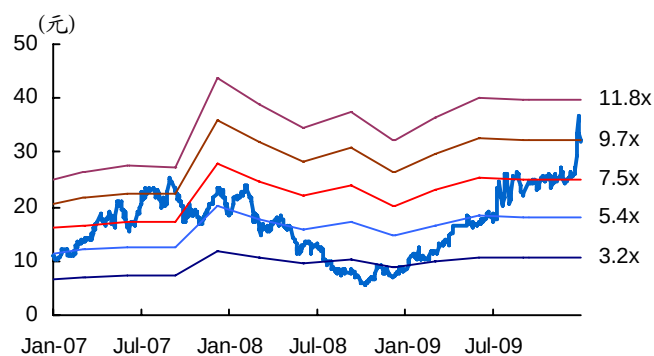
资料来源: 招商证券

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

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、《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

5、《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。

6、《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。

7、《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

8、《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。

9、《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。

10、《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

11、《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。

12、《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

13、《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

14、《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。

15、《老凤祥—批发业务如火如荼 世博产品充满期待》2009/9/28

16、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

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》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯队图，深刻剖析品牌企业的价值。

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

免责条款

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。