



批零贸易业/可选消费品

老凤祥 (600612)

资产注入后增长可期，市场调整带来介入良机

——老凤祥 (600612) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读：

预期资产注入应能在 2010 年内完成最后程序，注入后预计 2010、2011 年每股收益为 0.83 元、1.18 元，看好公司未来发展，近期市场调整带来介入良机，增持。

投资要点：

- ✓ 2010 年一季度，公司实现收入 440441 万元，同比增长 36%；实现净利润 10016 万元，同比增长 45%；归属母公司股东净利润 5414，增速 48%；实现每股收益 0.1955 元。
- ✓ 一季度子公司老凤祥有限实现营业收入 41 亿元，其中黄金珠宝 35 亿收入，同比增长 57%；以及黄金交易和其他收入；销售费用 7616 万元，比去年同期增加 38.07%，主要为下属子公司上海老凤祥有限公司销售网点及广告投入增加所致，子公司老凤祥 2010 年计划投入 5000 万元营销费用，同比增长 50%。
- ✓ 2009 年 9 月到 2010 年 3 月底，老凤祥的世博产品实现销售 2.5 亿元。预期 10 亿元的销售目标有些偏乐观，最终销售收入可能将低于预期。
- ✓ 重大资产重组事项，前期法定程序已经走完，目前材料已上报到中国证监会。期间根据证监会的要求，公司作了两次材料补正，正等待最终审批。我们预计公司主要的重组方案不会有较大变化，预计 2010 年内完成报批工作，实现并表。
- ✓ 公司处于增速较好的金银饰品行业；公司品牌优势明显、且集科工贸于一体，在整个行业中地位可与港资品牌相竞争；子公司老凤祥管理层持有股权，激励机制较好，且在重组完成后存在股权转化为上市公司股权的可能；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。预期 2010、2011 年每股收益 0.83 元、1.18 元，调高评级为增持，按照 2010 年 40 倍市盈率参考目标价 33.30 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,214	10,850	13,807	17,387	22,012
(+/-)%	43%	18%	27%	26%	27%
经营利润 (EBIT)	246	350	526	709	960
(+/-)%	-5%	43%	50%	35%	35%
净利润	70	130	281	397	549
(+/-)%	-32%	85%	116%	41%	38%
每股净收益 (元)	0.21	0.39	0.83	1.18	1.63
每股股利 (元)	0.10	0.20	0.36	0.50	0.70

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	2.7%	3.2%	3.8%	4.1%	4.4%
净资产收益率 (%)	9.3%	13.2%	24.6%	29.0%	32.6%
投入资本回报率 (%)	17.0%	17.1%	28.6%	34.5%	38.1%
EV/EBITDA	28.1	18.8	13.2	10.1	7.5
市盈率	113.7	61.5	34.6	24.5	17.7
股息率 (%)	0.3%	0.7%	1.2%	1.7%	2.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：33.30

上次预测：39.00

当前价格：28.80

2010.05.12

交易数据

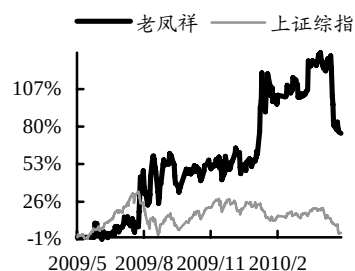
52 周内股价区间 (元)	16.38-40.88
总市值 (百万元)	7,976
总股本/流通 A 股 (百万股)	277/92
流通 B 股/H 股 (百万股)	132/0
流通股比例	81%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	167

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,008
每股净资产	3.64
市净率	7.9
净负债率	173%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.13	0.23
Q2	0.14	0.26
Q3	0.10	0.18
Q4	0.09	0.17
全年	0.47	0.83

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-26%	-13%	71%
相对指数	-10%	-1%	70%

相关报告

《2010 年资产注入后快速增长可期》	2010.03.15
《资产注入后长期增长可期》	2009.11.10
《黄金饰品主业经营好转，证券投资和黄金饰品业务协同发展》	2009.08.21
《主业经营下滑 有待资产注入兑现》	2009.04.23
《发展前景看好，短期风险较大》	2009.02.16

模型更新时间: 2010.05.12

股票研究

 可选消费品
 批零贸易业

老凤祥 (600612)
评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **33.30**

上次预测: 39.00

当前价格: 28.80

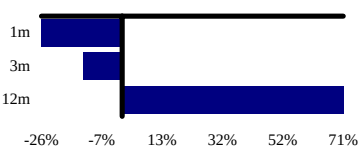
公司网址

www.chinafirstpencil.com

公司简介

公司前身为中国铅笔一厂, 具有 70 多年的历史。公司专业生产销售“中华牌”、“长城牌”铅笔、彩色铅笔、活动铅笔等文具以及“爱丽丝”系列化妆品, 其中“中华牌”、“长城牌”两大铅笔品牌是我国轻工业最具代表性的品牌之一, 也是消费者首选的办公、学习用品。目前主要从事两大业务: 公司自身及下属的 11 家子公司主要从事笔类产品的生产和销售; 控股子公司老凤祥有限主要从事金银珠宝首饰类产品的加工和销售, 其终端品牌老凤祥银楼已成为国内知名的金饰品连锁零售门店之一。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

16.38-40.88

市值 (百万)

7,976

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润含金量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

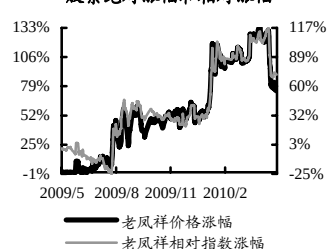
EV/EBITDA

P/S

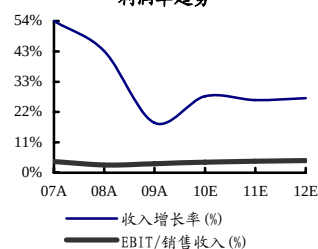
股息率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	0	9,214	10,850	13,807	17,387	22,012
主营业务成本	5,818	8,561	10,035	12,618	15,829	19,983
税金及附加	65	88	81	150	197	250
主营业务利润	542	565	734	1,039	1,360	1,779
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	147	184	215	288	371	470
管理费用	137	131	171	211	265	334
EBIT	259	246	350	526	709	960
财务费用	60	79	73	72	64	65
营业利润	221	154	292	454	645	896
所得税	44	40	73	114	162	224
少数股东损益	76	66	107	81	115	159
净利润	103	70	130	281	397	549
货币资金、短期投资	420	655	552	903	1,137	1,439
其他流动资产	1,359	1,631	2,266	2,241	2,652	3,334
长期投资	15	14	12	12	12	12
固定资产合计	256	279	293	310	327	346
无形及其他资产	34	28	35	18	14	13
资产合计	2,764	2,961	3,676	4,002	4,660	5,663
流动负债	1,425	1,905	2,246	2,329	2,645	3,173
长期负债	0	0	0	0	0	0
股东权益	1,031	755	981	1,142	1,369	1,684
投入资本(IC)	1,225	1,213	1,616	1,439	1,586	1,933
NOPLAT	215	206	277	411	547	736
折旧与摊销	29	29	26	32	20	18
流动资金增量	50	22	(379)	177	(134)	(329)
资本支出	(71)	(39)	(51)	(32)	(33)	(36)
自由现金流	223	218	(126)	588	400	390
经营现金流	305	284	(61)	658	477	476
投资现金流	419	(362)	127	(47)	(48)	(51)
融资现金流	(26)	13	3	(260)	(195)	(123)
现金流净增加额	698	(65)	69	350	234	302
收入增长率	54.2%	43.4%	17.8%	27.3%	25.9%	26.6%
EBIT 增长率	65.8%	-5.2%	42.6%	50.1%	34.9%	35.4%
净利润增长率	68.3%	-32.1%	85.1%	116.3%	41.4%	38.3%
利润率						
毛利率	9.4%	7.1%	7.5%	8.6%	9.0%	9.2%
EBIT 率	4.0%	2.7%	3.2%	3.8%	4.1%	4.4%
净利润率	1.6%	0.8%	1.2%	2.0%	2.3%	2.5%
净资产收益率(ROE)	10.0%	9.3%	13.2%	24.6%	29.0%	32.6%
总资产收益率(ROA)	3.7%	2.4%	3.6%	7.1%	8.6%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	17.6%	17.0%	17.1%	28.6%	34.5%	38.1%
存货周转天数	61.54	52.47	61.16	43.64	24.94	24.53
应收账款周转天数	6.52	6.43	5.48	16.69	26.12	25.13
总资产周转天数	129.22	113.40	111.64	101.49	90.93	85.59
净利润含金量	2.95	4.06	(0.47)	2.34	1.20	0.87
资本支出/收入	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
资产负债率	54.1%	65.1%	63.2%	60.2%	58.4%	57.4%
净负债率	85.1%	132.1%	115.0%	92.8%	80.2%	75.6%
PE	77.3	113.7	61.5	34.6	24.5	17.7
PB	7.7	10.6	8.1	7.0	5.8	4.7
EV/EBITDA	23.6	28.1	18.8	13.2	10.1	7.5
P/S	1.24	0.87	0.74	0.70	0.56	0.44
股息率	0.9%	0.3%	0.7%	1.2%	1.7%	2.4%

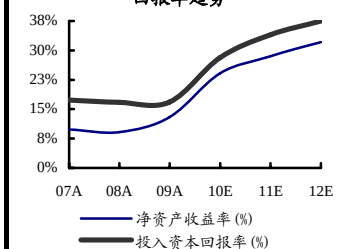
股票绝对涨幅和相对涨幅



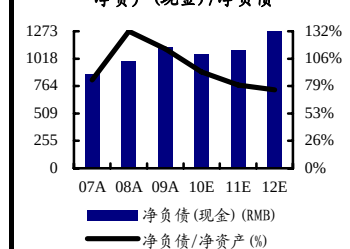
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 2010 年一季报业绩分析

1.1. 2010 年一季报概览

2010 年一季度，公司实现收入 440441 万元，同比增长 36%；营业利润 12639 万元，同比增长 47%；利润总额 13240 万元，同比增长 49%；实现净利润 10016 万元，同比增长 45%；归属母公司股东净利润 5414，增速 48%；实现每股收益 0.1955 元。

1.2. 收入分析

2010 年一季度实现营业收入 44 亿元，比去年同期增加 36.41%，主要原因为：金银珠宝首饰业务今年一季度营业收入比去年同期增加 35.82% 所致，笔类文具业务一季度营业收入比去年同期增加 65.53%。

一季度子公司老凤祥有限实现营业收入 41 亿元，其中黄金珠宝 35 亿收入，同比增长 57%；以及黄金交易和其他收入。其他收入主要指材料交易，即帮助没有交易资格的黄金材料需求者买材料。

1.3. 费用分析

- ✓ 2010 年一季度销售费用 7616 万元，比去年同期增加 38.07%，主要原因为：下属子公司上海老凤祥有限公司销售网点及广告投入增加所致。
- ✓ 管理费用 6964 万元，比去年同期增加 83.30%，主要原因为：下属子公司上海老凤祥有限公司销售网点而增加费用所致。
- ✓ 财务费用 2207 万元，同比增加 28%。

1.4. 其他

- ✓ 2010 年一季度公允价值变动收益 42 万元，比去年同期减少 540 万元，主要原因为本期交易性金融资产公允价值变动的收益比去年同期减少所致。
- ✓ 2010 年一季度投资收益 2 万元，比去年同期的-306 万元增加较多，主要原因为 2010 年一季度股票收益比去年同期增加所致。
- ✓ 2010 年一季度营业外收入 668 万元，比去年同期增加 380 万元，主要原因为政府的补贴款比去年同期增加所致。
- ✓ 2010 年一季度所得税费用 3224 万元，比去年同期增加 1247 万元，增加 63.09%，主要原因为本期应交所得税比去年同期增加所致。2010 年 1 季度，公司所得税率已经达到 24%，逐步接近 25% 的税率标准，后续不会再有大的增加幅度。

2. 黄金珠宝首饰发展近况

2.1. 各类产品收入及毛利率

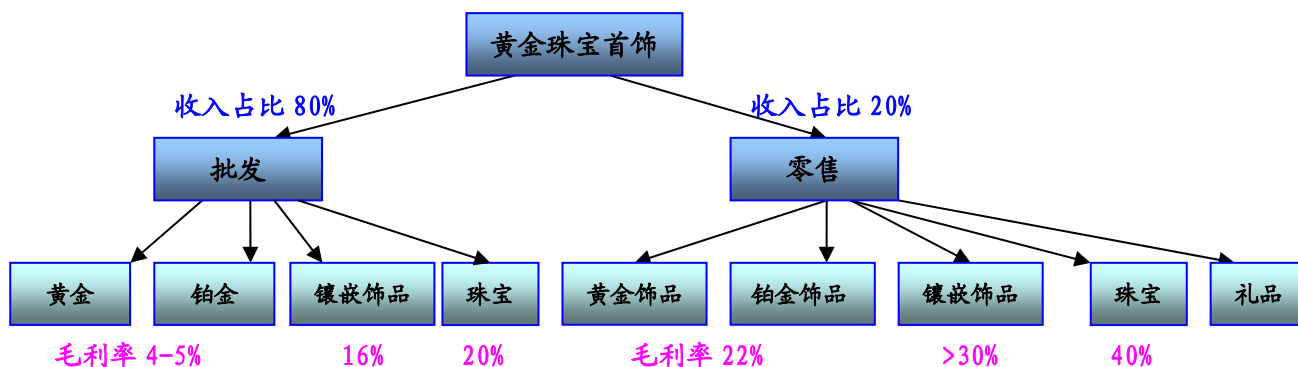
2010 年一季度子公司老凤祥有限公司实现营业收入 41 亿元，利润总额

1.1 亿元。

2010 年 1-4 月份销售收入 56 亿元，利润总额 1.5 亿元，4 月份当月实现收入 15 亿元，利润总额 4000 万。

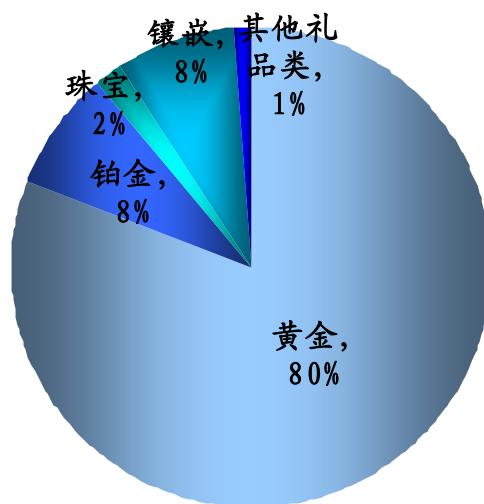
2010 年 1 季度实现的 41 亿元的总营业收入中黄金珠宝 35 亿收入，同比增长 57%，其他为黄金交易以及其他收入。其他收入主要指材料交易，即帮助没有交易资格的黄金材料需求者买材料。

图：分类商品毛利率分析



数据来源：国泰君安证券研究

图：分类商品占比



数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 2010 年营销费用增加较多，历史品牌也要不断加强品牌建设

子公司老凤祥 2009 年在营销费用上投入约 3000-4000 万元，2010 年计划投入 5000 万元。

2010 年世博年，组织了一系列活动，截至 3 月份费用超 2000 万，包括东方卫视元旦跨年晚会冠名赞助 700 万元，3 月 8 日妇女节晚会，3 月 20 日世博倒计时晚会，一直都冠名的第一财经节目，以及新开始的冠名

节目——老凤祥百宝箱。

2.3. 推出优势市场策略，把握新的消费趋势：

- ✓ 使用赵雅芝做代言人，受到老中青三代的喜爱；
- ✓ 产品除了常规的黄金珠宝产品，逐渐增加高端定位的比例。在 2010 年 4 月的国际珠宝博览会，全部布展产品为翡翠产品，而公司传统优势的黄金类别的商品基本没有参展，把握未来行业发展趋势——翡翠珠宝占高端主导地位；
- ✓ 研究年轻消费者的偏好，推出年轻人喜欢的系列产品。例如研究 80 后普遍偏好电脑，善用网路语言开发新的系列；
- ✓ 加强与国际推广机构——国际黄金协会、国际铂金协会的合作，例如和铂金协会联合推出：非婚庆系列、婚庆系列，婚庆系列包括了世博情缘结婚对戒，世博 LOGO+双方的英文名。

2.4. 成立河南老凤祥公司，注重零售业务发展成为未来趋势

老凤祥河南首饰有限公司，成立于 2010 年初，2010 年 4 月 5 日正式揭牌成立，河南的合资公司主要任务：全省品牌管理；批发业务；客户管理，1500 万元注册资本，老凤祥占 51%，投资额为 765 万元，洛阳金鑫公司 49%。现在主要做批发，以后也会做零售，计划在洛阳友谊商店开 500 平米零售店。

目的主要在于：

- ✓ 河南的经销商较零散，安徽 50 多家经销商共有 121 家门店，但是河南 103 家经销商共有 127 家门店；
- ✓ 蛋糕要做大，逐步参与零售业，未来加强市场的合作，共同投资成立零售店。计划 2 年内开 30-50 家，县级店一般在 200-300 平米，约有 30%回报率。

2.5. 世博产品销售可能将低于之前预期

2009 年 9 月到 2010 年 3 月底，老凤祥的世博产品实现销售 2.5 亿元，其中批发收入 1.4 亿元。

我们从 5 月份订货会了解到，世博产品销售较好，供不应求，所以一部分也开始委托生产，但毛利也较高。

但是后续跟踪情况来看，世博会开幕后总体销售情况不是很乐观，世博场馆内的销售地点一般，银楼中的销售以单价较低的银制品为主。

总体判断，之前制定的 10 亿元的销售目标有些偏乐观，最终销售收入可能将低于 10 亿元预期。

3. 重组进展

关于公司向上海市黄浦区国有资产监督管理委员会发行股份购买资产之重大资产重组事项，前期法定程序已经走完，目前整套申报材料已上报到中国证监会。期间根据证监会的要求，公司作了两次材料补正，正等待最终审批。

我们预计公司主要的重组方案不会有较大变化，预计 2010 年内完成报批工作，实现并表。

4. 盈利预测及投资评级

2010 年盈利预测的假设：

1、预计 2010 年子公司老凤祥收入 129 亿元：

- ✓ 子公司老凤祥有限计划 2010 年目标销售 120 亿，我们认为此目标基本可以达到；
- ✓ 公司计划世博产品目标销售额 10 个亿，增量贡献收入，按照现有销售情况我们预计较难达到，预计世博产品贡献 5 亿元收入。

2、黄金珠宝首饰收入中批发和零售业务比例保持不变

3、黄金珠宝首饰产品主要毛利率保持原有水平；

4、预期 2010 年黄金交易逐年减亏；

5、铅笔业务收入增长平稳，毛利率维持不变。

我们按照上述假设计算 2010 年公司总收入为 138 亿元，增速 27%；净利润 28047 万元，增速 116%；每股收益约为 0.81 元，相比我们之前业绩预测 0.78 元略有提高，主要原因在于对世博产品收入的假设。

预期 2011 年黄金珠宝首饰批发、零售收入增长 40%、39%，子公司老凤祥实现收入 164 亿元，母公司收入 174 亿元，增长 26%；净利润 39678 万元，增长 42%；每股收益 1.18 元。

公司处于增速较好的高端消费品行业，我国金银饰品行业的发展前景广阔；公司品牌优势明显、且集科工贸于一体，在整个行业中地位可与港资品牌相竞争；子公司老凤祥的管理层持有股权，激励机制较好，且在重组完成后存在股权转化为上市公司股权的可能；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。

此次整体市场的调整背景下，公司股价下跌较多，但是调整也带来较好的投资机会，将公司评级由“谨慎增持”调整为“增持”，按照 2010 年 40 倍市盈率参考目标价 33.30 元。

风险：

- ✓ 预期世博产品销售将会低于公司预计的 10 亿元收入；
- ✓ 子公司老凤祥的管理层 22%持股仍未注入到上市公司中，激励机制有待完善；
- ✓ 由于重组方案审核时间较长，实现并表可能要到 2010 年下半年。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		