



批零贸易业/可选消费品

老凤祥 (600612)

实现重组后首季并表，业绩延续较好态势

——老凤祥 (600612) 2010 年三季报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读：

老凤祥第三季度已经重组完成实现并表，前三季度收入增 25%，归属上市公司股东净利润增 37%，每股收益 0.605 元，预期全年 0.83 元，2011 年持续较好增长，增持投资要点：

- 2010 年前三季度，老凤祥实现收入 111.94 亿元，同比增 25.18%；归属上市公司股东净利润 18664 万元，同比增 37.45%；每股收益 0.609 元。第三季度，实现收入 31.29 亿元，增 4.37%；归属上市公司股东净利润 6269 万元，增 111.7%；每股收益 0.203 元。第三季度增长较好，主要由于：
- ✓ 收入稳健增长：前三季度老凤祥有限实现收入 109 亿元，同比增长 20%以上；利润总额 3 亿元，同比增长 40%。
- ✓ 毛利率提升明显：2010 年前三季度公司综合销售毛利率 8.53%，相比 2009 年同期提升 0.93 个百分点。2010 年第三季度，公司综合销售毛利率 10.19%，相比 2009 年同期提升 2.25 个百分点。
- ✓ 第三季度，老凤祥的重组已经完成，股权划转也已经完成，工艺美术厂 100% 股权以及老凤祥有限 27.57% 的股权已经可以实现并表，体现在收入上主要为工艺美术厂并表，体现在归属上市公司股东净利润上，为工艺美术厂并表增加利润，以及老凤祥有限 27.57% 股权并入上市公司，从而体现少数股东权益减少。但是以 2010 年前三季度的少数股东权益占净利润比重来看，仍然占比达到 37%，主要原因是：重组进入的资产工艺美术厂已经实现了 2010 年 1-9 月份全面并表，但是重组注入的老凤祥有限 27.57% 股权，只实现了 9 月份的并表。

我们预期 2010 年第四季度，少数股东权益占比应该降低到 22%。

预期 2010 年、2011 年每股收益 0.83 元、1.18 元，2011 年应能持续较好增长。公司处于增速较好的金银饰品行业，且品牌优势明显、集科工贸于一体；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。继续给予“增持”评级，按照 2011 年业绩参考 35 倍市盈率给予 41.30 元目标价。

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	32.8	22.0	15.4	11.8	8.8
市盈率	131.3	71.0	39.9	28.2	20.4
股息率 (%)	0.3%	0.6%	1.1%	1.5%	2.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：41.30

上次预测：29.18

当前价格：33.26

2010.11.03

交易数据

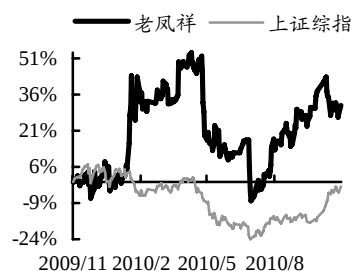
52 周内股价区间 (元)	22.36-40.88
总市值 (百万元)	11,153
总股本/流通 A 股 (百万股)	335/92
流通 B 股/H 股 (百万股)	132/0
流通股比例	67%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	78

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,360
每股净资产	4.06
市净率	8.2
净负债率	140%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.13	0.23
Q2	0.14	0.21
Q3	0.10	0.17
Q4	0.09	0.22
全年	0.47	0.83

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	12%	31%
相对指数	-20%	-4%	32%

相关报告

- 《老凤祥公司 2010-10-27 调研提纲》
2010.10.27
- 《老凤祥公司 2010-09-15 调研提纲》
2010.09.08
- 《黄金珠宝首饰增长较好，黄金交易业务...》
2010.08.23
- 《资产注入后增长可期，市场调整带来介...》
2010.05.11
- 《2010 年资产注入后快速增长可期》
2010.03.15

模型更新时间：2010.11.02

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：**增持**

目标价格：**41.30**

上次预测：**29.18**

当前价格：**33.26**

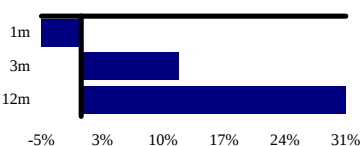
公司网址

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

22.36-40.88

市值（百万）

11,153

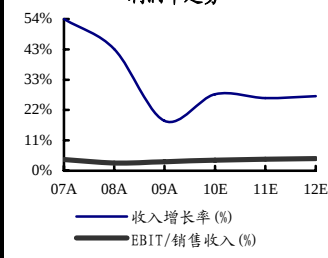
财务预测（单位：百万元）

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6,425	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
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
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
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
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
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性						
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%
收益率						
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%
运营能力						
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
净利润现金含量	2.95	4.06	(0.47)	2.34	1.20	0.87
资本支出/收入	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
偿债能力						
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%
估值比率						
PE	89.2	131.3	71.0	39.9	28.2	20.4
PB	8.9	12.2	9.4	8.1	6.7	5.5
EV/EBITDA	27.6	32.8	22.0	15.4	11.8	8.8
P/S	1.43	1.00	0.85	0.81	0.64	0.51
股息率	0.8%	0.3%	0.6%	1.1%	1.5%	2.1%

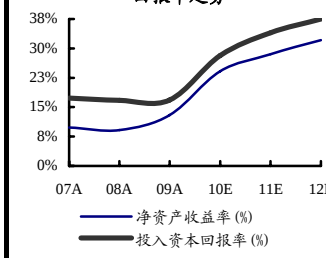
股票绝对涨幅和相对涨幅



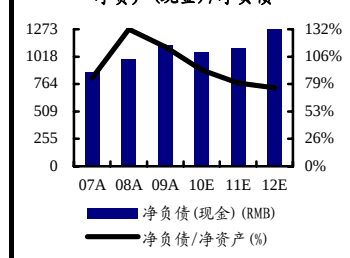
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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:	gtjaresearch@gtjas.com		