

强烈推荐-A (维持)

老凤祥 600612.SH

目标估值: 42.00-51.70 元

当前股价: 33.35 元

2011年4月26日

收入维持高速增长 利润更有抢眼表现

基础数据

上证综指	2965
总股本(万股)	33533
已上市流通股(万股)	14490
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	65.6%
主要股东	上海市黄浦区国资委
主要股东持股比例	42.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	2	-9
相对表现	19	5	-12



相关报告

- 1、《中国铅笔—繁荣的盛宴 龙头的机遇》2008/1/27
- 2、《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
- 3、《老凤祥—维持快速发展 扩张与管理提升并进》2010/10/26
- 4、《老凤祥-利润增长超预期 重点关注批发业务的绝对领先优势》2011/3/3

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

公司的首饰业务于 2010 年和 11 年一季度都表现优秀,收入维持了高速增长,充分反映出首饰行业的良好增长前景,以及公司的核心竞争力,净利润更有抢眼的表现。我们坚持认为公司是首饰行业的首选标的,目前估值分别为 11、12 年的 27 和 17 倍,估值安全边际仍较高,投资价值明显。

□ 10 年利润增长略超预期。2010 年,公司实现营业收入 143.11 亿元,同比增长了 29.65%,实现利润总额和净利润分别为 5.63 亿和 2.92 亿元,同比分别大幅增长了 54.70%和 68.87%。每股收益 0.87 元/股,利润状况略超过预期。分配预案为拟向全体股东每 10 股转增 3 股。

➢ 首饰业务依然发展迅猛,龙头风采无人能敌。2010 年,珠宝首饰业务达到 102.41 亿的收入,同比大幅增长了 45.34%,尤其需要充分强调公司的批发业务在国内首饰行业的绝对领先优势。向全国快速扩张的批发业务一直是公司领先于竞争对手的主要优势。批发业务已经连续几年保持了快速扩张的势头,到年底专卖店达到 516 家左右,新增了 150 家左右的门店,全国连锁的发展势头在业内无人能敌;此外,为了提高公司的精细化管理,以及对全国门店的控制能力,公司积极推广合作专卖店的试点,河南专卖店 10 年收入预计达到约 11.5 亿,比合营前的收入提高了约 70%,为配合迅速发展,预计公司在 11 年将更为努力的推广专卖店模式。未来潜在的专卖店合作成为公司经营的亮点。

➢ 继续推进多品类发展,显示出与别不同的全品类优势。10 年由于黄金投资价值凸显,保值增值作用继续加强,市场销售旺盛,带动了黄金的需求,因此黄金类销售占比约 70%左右,黄金类虽然毛利率不高,但周转次数很大;铂金类销售占比预计有所下降,主要原因是原料上涨很多,影响了消费者消费意愿;白银类首饰发展势头良好,规模达到了 6000 万左右,同比增长了约 500%;毛利较高的新四大类产品发展比较迅速,预计销售规模超过了 2 亿,公司也在发展过程中不断总结自身的弱势,目前品种比较单一,未来还将继续改进。由于黄金类首饰占比依然较大,综合毛利率为 10.01%,有 1.34 个百分点的下降。不过黄金交易业务的毛利率表现良好,增加了 4.83 个百分点,导致公司主营业务的毛利率达到 9.68%,同比增加了 1.32 个百分点。综合毛利率达到 9.01%,同比增加了 1.03 个百分点,是利润增长高于收入增长的主要原因。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	11038	14311	18621	24573	31842
同比增长	20%	30%	30%	32%	30%
营业利润(百万元)	340	540	711	1082	1540
同比增长	121%	59%	32%	52%	42%
净利润(百万元)	173	292	401	631	907
同比增长	147%	69%	37%	57%	44%
每股收益(元)	0.62	0.87	1.20	1.88	2.70
PE	53.4	38.3	27.9	17.7	12.3
PB	6.8	6.8	5.4	4.5	3.6

资料来源:招商证券

➤ **总体费用控制在合理水平，订货会未结算使得应收账款增长较多。**销售费用增长较多，比上年增长了 44.43%，主要是老凤祥有限公司销售人员工资福利等支出、广告费、世博会费用上升所致；管理费用仅增长 17.32%，显示出总体费用控制得力；毛利率的提升和费用的合理控制使得利润的增速高于收入的增速。

➤ **铅笔业务收入发展良好，但毛利率有压力。**在国际金融危机的冲击下，08 年铅笔出口业务受到了很大的打击，之后一直处于持续恢复的状态，10 年铅笔业务实现了 4.37 亿的收入，同比增长了 56.87%。毛利率同比下降了 3.78 个百分点，达到 30.32%，预计是原材料、人工等成本上升的影响。

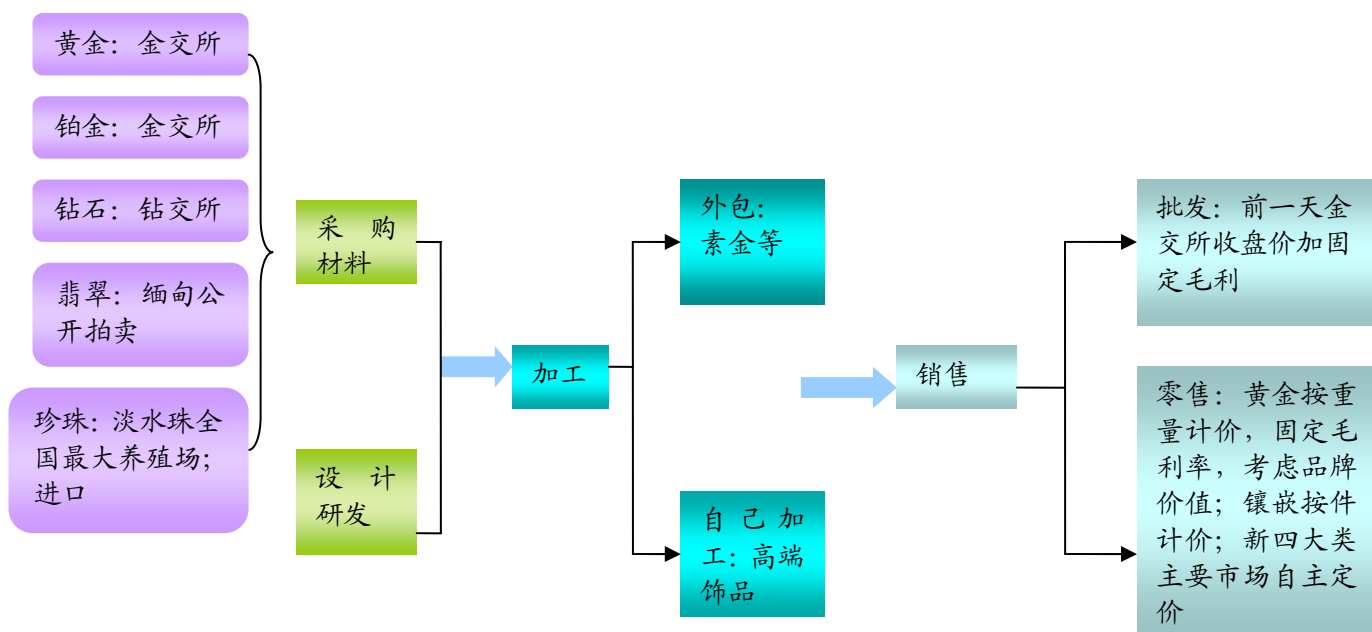
□ **11 年一季度收入维持了高速增长，利润表现让人惊喜。**2011 年一季度，公司实现营业收入 64.87 亿元，同比高速增长了 49.02%，实现利润总额和净利润分别为 2.42 亿和 1.41 亿元，同比分别大幅增长了 70.78%和 126.39%。每股收益 0.42 元/股，利润状况大幅超过市场预期。收入保持了高速增长，充分显示出首饰行业的良好增长趋势，以及公司的龙头地位、批发优势等较强的综合实力。

➤ **毛利率略微下降，费用控制表现良好。**综合毛利率达到 7.28%，略微下降了 0.46 个百分点；销售费用和管理费用分别增长了 15.81%和下降了 22.53%，大大低于收入增速，优秀的费用控制能力是利润增长高于收入增长的主要原因；净利润增幅大大高于利润总额的增幅，主要是由于少数股东损益合并所致，如不考虑这个因素，公司的利润总额增长幅度也达到了 70.78%；应收账款比期初增加 181.71%，主要原因是老凤祥销售增长，货款尚未回笼所致。

□ **盈利预测与投资建议：**我们一直认为公司是首饰行业的首选标的。其全国扩张能力以及全品类产品的规模基础是领先于市场的最明显优势。未来发展的三大基础为持续的扩张、门店质量和管理能力的提高、全品类产品的发展，预计未来将进一步加大在首饰行业的领先地位。预计 11-13 年的 EPS 分别为 1.20、1.88 和 2.70 元/股，目前估值分别为 11、12 年的 27 和 17 倍 PE，目前的估值水平仍较为安全。考虑到公司未来的良好发展前景，中长期价值也十分明显，维持“强烈推荐-A”的投资评级，半年目标价可给予 11 年 35 倍，目标价中枢为 42.0 元，一年目标价可给予 12 年 25-30 倍，目标价中枢为 51.7 元，但需注意金价对股价的影响。

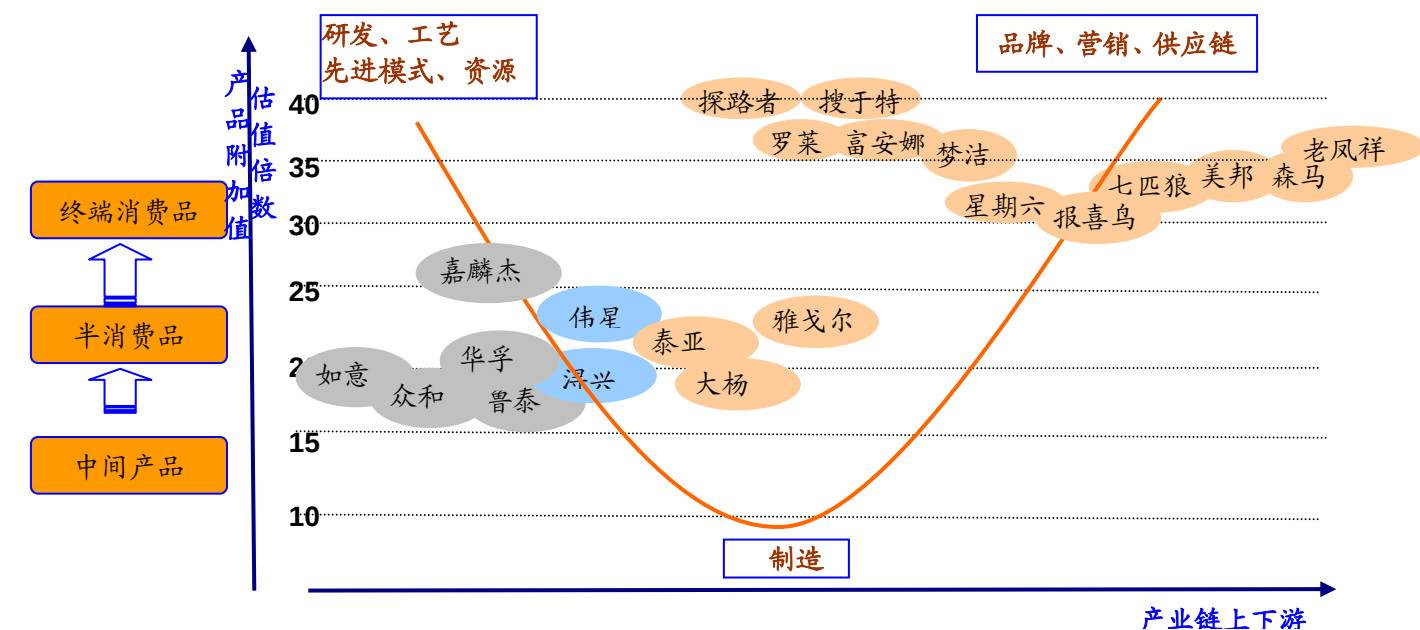
□ **风险提示：**金价波动的风险；公允价值变动损失；资金紧张影响扩张步伐。

图1：老凤祥盈利模式图



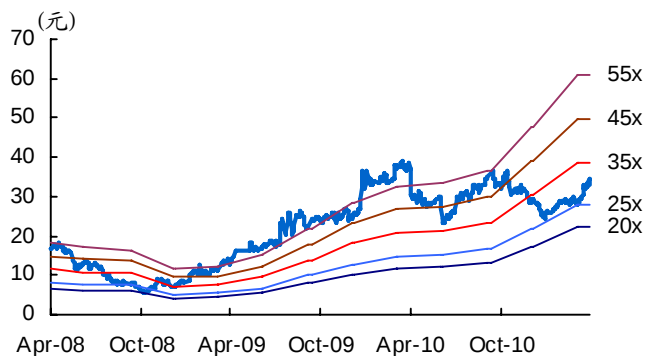
资料来源：招商证券、公司公告

图2：V式估值法（根据11年EPS）



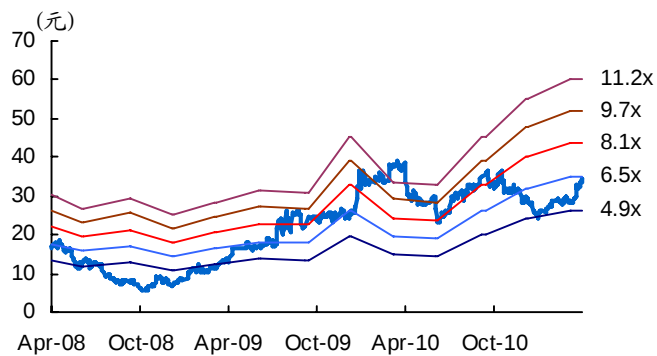
资料来源：招商证券

图 3: 老凤祥历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 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—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。

5、《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。

6、《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。

7、《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

8、《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

9、《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

10、《老凤祥—批发业务如火如荼 世博产品充满期待》2009/9/28

11、《老凤祥—整合搭建更强的发展平台 世博带来主题投资机会》2010/1/27

12、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的核心，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

13、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归纳出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

14、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

15、《老凤祥—维持快速发展 扩张与管理提升并进》2010/10/26

16、《老凤祥-利润增长超预期 重点关注批发业务的绝对领先优势》2011/3/3

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3214	4532	5139	6181	7666
现金	841	903	760	702	573
交易性投资	17	79	28	17	15
应收票据	5	0	0	0	0
应收款项	119	210	251	317	410
其它应收款	14	14	19	25	32
存货	2109	3201	3980	4990	6466
其他	110	126	101	131	170
非流动资产	1022	951	873	860	888
长期股权投资	10	10	10	10	10
固定资产	356	345	341	334	326
无形资产	102	98	88	79	71
其他	554	499	434	437	481
资产总计	4236	5483	6012	7042	8554
流动负债	2431	3304	3390	3795	4409
短期借款	1137	1512	1430	1187	945
应付账款	619	732	938	1249	1704
预收账款	538	899	1005	1315	1704
其他	137	160	17	44	57
长期负债	118	293	201	201	201
长期借款	1	201	201	201	201
其他	117	92	0	0	0
负债合计	2549	3597	3590	3995	4610
股本	277	335	335	335	335
资本公积金	684	692	692	692	692
留存收益	392	629	1030	1472	2106
少数股东权益	333	230	364	547	811
母公司所有者权益	1353	1656	2057	2499	3134
负债及权益合计	4236	5483	6012	7042	8554

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	37	(207)	(27)	479	523
净利润	173	292	401	631	907
折旧摊销	0	0	52	52	53
财务费用	0	0	104	88	72
投资收益	0	0	(8)	(11)	(12)
营运资金变动	0	0	(659)	(474)	(782)
其它	(136)	(499)	82	193	286
投资活动现金流	71	(139)	62	(28)	(78)
资本支出	0	0	(33)	(33)	(33)
其他投资	71	(139)	95	5	(45)
筹资活动现金流	0	0	(178)	(509)	(574)
借款变动	0	0	(82)	(243)	(242)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(189)	(272)
其他	0	0	(96)	(77)	(60)
现金净增加额	108	(346)	(143)	(58)	(129)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11038	14311	18621	24573	31842
营业成本	10158	13021	16752	21915	28396
营业税金及附加	87	104	130	172	223
营业费用	230	333	521	688	828
管理费用	195	229	410	639	796
财务费用	75	102	104	88	72
资产减值损失	(8)	9	0	0	0
公允价值变动收益	16	22	5	8	10
投资收益	20	4	3	3	2
营业利润	340	540	711	1082	1540
营业外收入	26	26	8	5	22
营业外支出	2	4	6	3	2
利润总额	364	563	713	1085	1560
所得税	87	136	178	271	390
净利润	277	427	535	814	1170
少数股东损益	104	135	134	183	263
母公司所有者净利润	173	292	401	631	907
EPS (元)	0.62	0.87	1.20	1.88	2.70

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	30%	30%	32%	30%
营业利润	121%	59%	32%	52%	42%
净利润	147%	69%	37%	57%	44%
获利能力					
毛利率	8.0%	9.0%	10.0%	10.8%	10.8%
净利率	1.6%	2.0%	2.2%	2.6%	2.8%
ROE	12.8%	17.6%	19.5%	25.2%	28.9%
ROIC	11.2%	13.5%	15.1%	19.8%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	65.6%	59.7%	56.7%	53.9%
净负债比率	26.9%	31.2%	27.1%	19.7%	13.4%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	2.6	2.6	3.1	3.5	3.7
存货周转率	5.9	4.9	4.7	4.9	5.0
应收帐款周转率	66.4	87.0	80.7	86.5	87.6
应付帐款周转率	18.1	19.3	20.1	20.0	19.2
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.87	1.20	1.88	2.70
每股经营现金	0.13	-0.62	-0.08	1.43	1.56
每股净资产	4.89	4.94	6.14	7.45	9.34
每股股利	2.10	3.10	0.00	0.56	0.81
估值比率					
PE	53.4	38.3	27.9	17.7	12.3
PB	6.8	6.8	5.4	4.5	3.6
EV/EBITDA	19.8	12.7	9.4	6.7	4.9

分析师承诺

负责本研究报告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。

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，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出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”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依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”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。