

## 打造民族首饰第一品牌

## 研究结论

- **踏着珠宝首饰行业景气的东风前行。**得益于我国人均可支配收入的快速增长和消费结构的升级，我国珠宝首饰消费进入高速发展阶段，成为继住房、汽车之后的第三大消费热点。2010 年我国限额以上企业金银珠宝零售额 1260.8 亿元，2003—2010 年复合增长率为 34.0%。在行业景气的助力之下，公司 2010 年珠宝首饰业务的销售额突破 100 亿元，同比增长 45.3%，行业龙头地位彰显。今年一季度营业收入和归属母公司净利润分别增长 49% 和 126%，公司成长继续加速。
- **百年老店，中国黄金首饰第一品牌。**创立于 1848 年的老凤祥已走过了 163 个春秋，是国内唯一一家跨越三个世纪的百年老店，目前，老凤祥品牌价值已达 40.29 亿元，同时还被中国黄金协会评为“中国黄金首饰第一品牌”。BCG 的一份调查显示，超过 85% 的消费者愿意支付更高的价格来购买品牌奢侈品，品牌形象决定了公司产品利润空间的大小。2010 年，公司抓住上海举办世博的机会，大力发展礼品和旅游纪念品，相关销售收入近 5 亿元，进一步加强了老凤祥品牌的知名度和美誉度。
- **产品种类齐全，集科工贸于一体。**目前我国珠宝首饰消费品种呈现出多元化的发展趋势，除了传统的黄金首饰外，铂金饰品、钻石镶嵌、有色宝石等的销售增长也非常明显。老凤祥公司产品种类齐全，老四类（“金、银、铂、钻”）、新四类（“翠、珠、玉、宝”）相辅相成，正好迎合了多元化的消费需求。此外，公司集科工贸于一体，全面覆盖了从产品研发设计，到生产加工，再到终端销售的完整产业链，每个环节的利润都参与其中。这些都有助于公司在未来的竞争中取得主动优势。
- **销售渠道完善，战略布局全国网络。**现阶段，中国珠宝首饰行业市场集中度还比较低，消费者的品牌忠诚度不高，特别是在一些品牌意识薄弱的二三线城市，销售渠道对消费者的购买决策的影响不容忽视。老凤祥目前已经完成除港、澳、台以外覆盖全国各地区的营销网络建设，拥有 69 家自营店、464 家加盟店、514 家经销商和 33 家总经销商，合计达到 1080 家规模，市场覆盖率达到 98%。预计未来公司将以每年新开 5—10 家自营店、100—150 家加盟店的速度继续扩张，增速约为 20%。自营店方面，通过在北京沈阳等一二线城市建设旗舰店和河南合作模式，“十二五”期间自营比重有望逐步从 20% 提高至 30%，由此推动综合盈利能力提高。
- **盈利预测：**我们预计公司 11—13 年归属母公司的净利润分别为 4.42、5.73 和 7.04 亿元，复合增长率为 34.1%，对应每股收益分别为 1.32、1.71 和 2.10 元。参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和 25 倍的均值水平，并考虑到公司的龙头地位以及未来 3 年的高速增长，给予公司 2011 年 30 倍 PE，对应目标价 39.60 元，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动对公司业绩的影响。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

联系人

吴繁

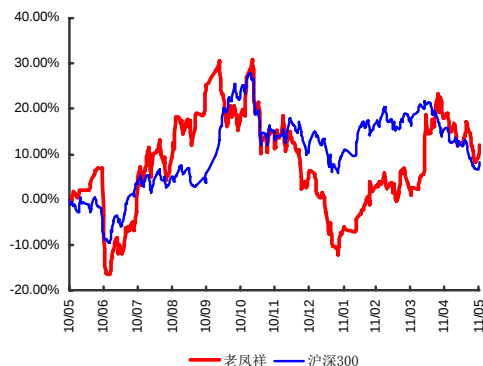
8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

|                      |                |
|----------------------|----------------|
| 股价 (2011 年 5 月 31 日) | 31.17 元        |
| 目标价格                 | 39.60 元        |
| 总股本/A 股 (百万股)        | 335/ 145       |
| A 股市值 (亿元)           | 104.52         |
| 国家/地区                | 中国             |
| 行业                   | 可选消费           |
| 报告发布日期               | 2011 年 6 月 1 日 |

## 股价表现



## 财务预测

单位：百万元

|               | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 14311 | 18413 | 22034 | 26167 |
| 同比 (%)        | 30%   | 29%   | 20%   | 19%   |
| 归属母公司净利润      | 427   | 631   | 818   | 1006  |
| 同比 (%)        | 69%   | 51%   | 30%   | 23%   |
| 毛利率 (%)       | 9.0%  | 9.2%  | 9.5%  | 9.7%  |
| ROE (%)       | 17.6% | 21.0% | 22.1% | 22.0% |
| 每股收益 (元)      | 0.87  | 1.32  | 1.71  | 2.10  |
| P/E (倍)       | 35.77 | 23.67 | 18.24 | 14.85 |
| P/B (倍)       | 6.31  | 4.97  | 4.04  | 3.27  |
| EV/EBITDA (倍) | 13    | 9     | 7     | 6     |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目录

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| <b>一. 老凤祥——金灿灿的消费股</b> | <b>4</b>  |
| 1. 主营业务:               | 4         |
| 2. 股权结构:               | 5         |
| 3. 未来展望:               | 6         |
| <b>二. 珠宝首饰行业</b>       | <b>6</b>  |
| 1. 黄金首饰:               | 7         |
| 全球黄金市场                 | 7         |
| 中国黄金市场                 | 9         |
| 2. 铂金首饰:               | 11        |
| 3. 钻石镶嵌:               | 11        |
| <b>三. 公司核心竞争力</b>      | <b>12</b> |
| 1. 世纪品牌, 认可度高          | 12        |
| 2. 产品种类齐全, 科工贸一体       | 13        |
| 3. 销售渠道完善, 网点遍布全国      | 15        |
| <b>四. 盈利预测及估值</b>      | <b>16</b> |
| <b>五. 风险提示</b>         | <b>17</b> |

## 图表目录

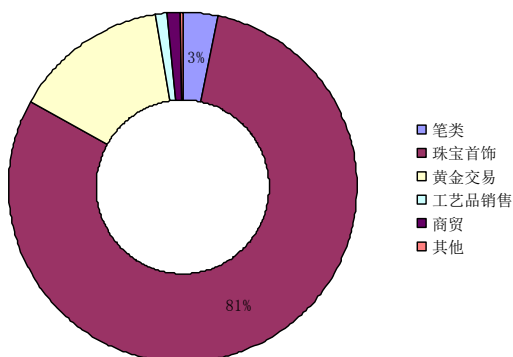
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：2010 年公司主营收入构成 .....             | 4  |
| 图 2：2010 年公司主营利润构成 .....             | 4  |
| 图 3：公司珠宝首饰业务收入情况 .....               | 4  |
| 图 4：可比公司珠宝首饰业务收入及增速情况 .....          | 4  |
| 图 5：可比公司珠宝首饰业务毛利率情况 .....            | 5  |
| 图 6：公司与实际控制人的产权及控制关系 .....           | 5  |
| 图 7：2004~2010 年金银珠宝零售额增速 .....       | 6  |
| 图 8：2004~2009 年金银珠宝批发额增速 .....       | 6  |
| 图 9：2003~2010 年我国登记结婚人口数 .....       | 7  |
| 图 10：1976~2009 年我国人口出生率 .....        | 7  |
| 图 11：2001~2010 年全球黄金需求数量及黄金价格 .....  | 7  |
| 图 12：2001~2010 年全球黄金需求价值总额 .....     | 7  |
| 图 13：2002~2010 年黄金 ETF 及相关产品规模 ..... | 8  |
| 图 14：2002~2010 年全球央行黄金净销售量 .....     | 9  |
| 图 15：2001~2010 年我国人均 GDP .....       | 9  |
| 图 16：2002~2010 年我国城镇居民可支配收入 .....    | 9  |
| 图 17：2010 年部分国家人均黄金消费量 .....         | 10 |
| 图 18：铂金现货价格走势 .....                  | 11 |
| 图 19：pricescope 网站公布的钻石价格走势 .....    | 12 |
| 图 20：1848 年的老凤祥银楼 .....              | 13 |
| 图 21：中国驰名商标“老凤祥” .....               | 13 |
| 图 22：老凤祥水纹挂件 .....                   | 13 |
| 图 23：老凤祥世博阳光谷金条 .....                | 13 |
| 图 24：公司产品 .....                      | 14 |
| 图 25：公司采购、生产、销售路径图 .....             | 14 |
| 图 26：老凤祥营销网络 .....                   | 15 |
| 图 27：可比公司存货周转率 .....                 | 18 |
| 表 1：2001~2010 年中国黄金产量和消费情况 .....     | 10 |
| 表 2：四种销售渠道比较 .....                   | 15 |
| 表 3：主营业务盈利预测 .....                   | 16 |
| 表 4：可比公司估值水平 .....                   | 17 |
| 表 5：EPS 对黄金价格的敏感性分析 .....            | 18 |

## 一、老凤祥——金灿灿的消费股

### 1. 主营业务：

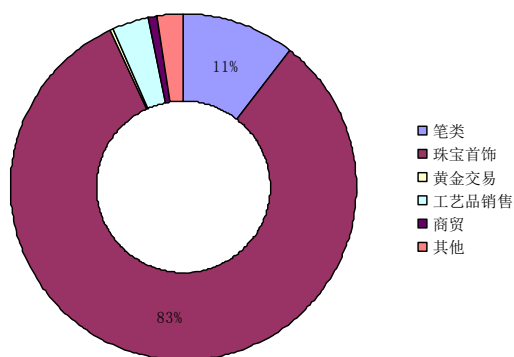
老凤祥股份有限公司前身为中国铅笔一厂，其生产的“中华牌”和“长城牌”两大铅笔品牌是我国轻工业最具代表性的品牌之一，但公司 95%以上的营业收入却是来自从事珠宝首饰行业的控股子公司上海老凤祥有限公司。2010 年，公司抓住上海世博会带来的商机和反倾销胜诉赢得的有利市场，改进产品结构、调整市场布局，全年累计实现营业收入 143.11 亿元，同比增长 29.7%，多项经济指标再创历史新高。

图 1：2010 年公司主营收入构成



资料来源：公司公告，东方证券研究所

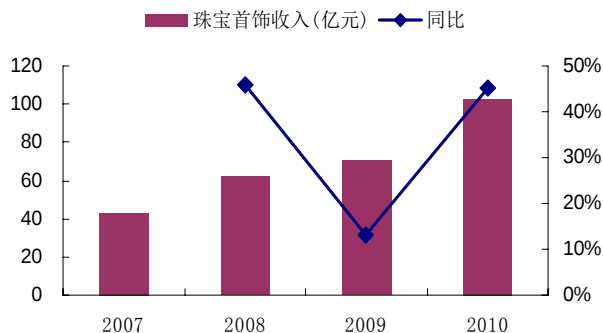
图 2：2010 年公司主盈利构成



资料来源：公司公告，东方证券研究所

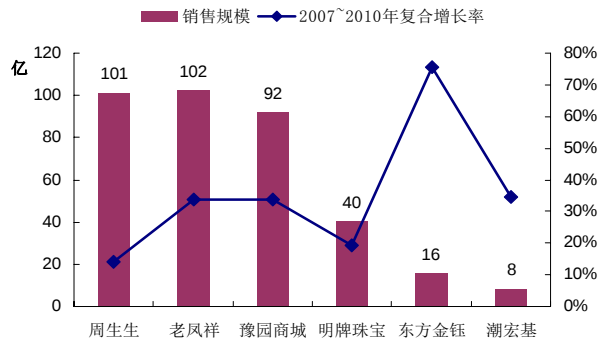
公司的主营业务可以分为六类，包括笔类、珠宝首饰、黄金交易、工艺品销售、商贸和其他。我们尤其看好老凤祥子公司的珠宝首饰业务，2010 年该业务销售收入首次突破百亿大关达到 102.41 亿元，三年复合增长率 33.8%，毛利率稳定在 11%左右。这对于一家年销售规模如此巨大的公司来说显得难能可贵，同行业中，无出其右者。在珠宝首饰行业景气的背景下，我们预计公司未来几年的增长速度将保持在 30%以上，今年一季度营业收入和归属母公司净利润分别增长 49%和 126%，着实开了一个好头。

图 3：公司珠宝首饰业务收入情况

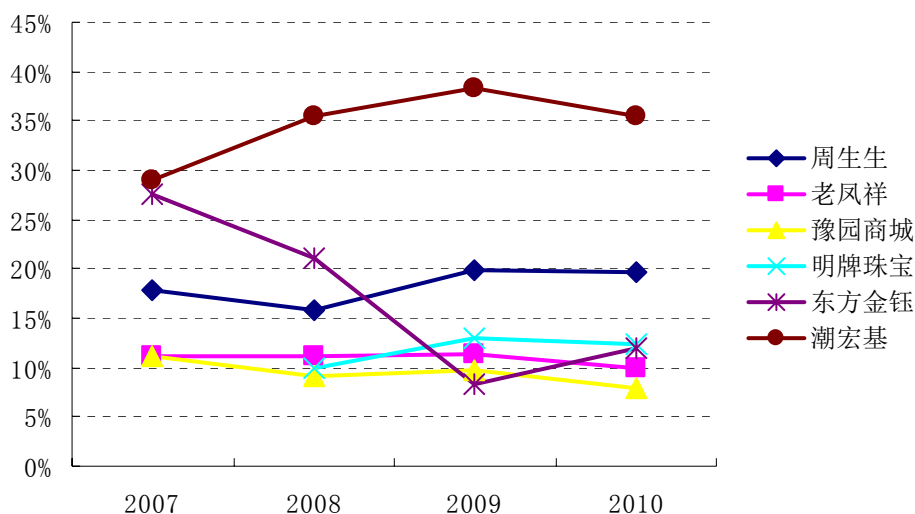


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：可比公司珠宝首饰业务收入及增速情况



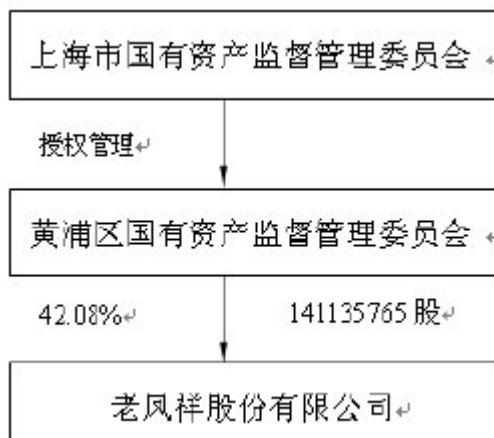
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

**图 5：可比公司珠宝首饰业务毛利率情况**


资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

## 2. 股权结构：

2010 年 11 月，历史 1 年零 6 个月的重资产重组完美收官，公司通过非公开增发收购其控股股东黄浦区国资委持有的上海老凤祥 27.57% 股份和上海工美总公司 100% 股权正式宣告完成，上市公司旗下老凤祥、中铅和工美“三驾马车”被统一整合到上市公司平台上。通过重组改革，使优势产业、优质资源在上市公司平台聚合裂变，集中优势，全面提振整体竞争力，大股东做大做强公司的意图明显。重组后上市公司持有上海老凤祥股份有限公司的股权比例上升至 78.01%（另外 21.99% 由管理层持有），未来将在更大程度上受益于珠宝首饰行业的高速增长。

**图 6：公司与实际控制人的产权及控制关系**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

### 3. 未来展望：

公司“十二五”发展蓝图已经绘就，未来将以做优品牌、做强主业、做大产业，打造中国民族首饰业第一品牌为目标，实现珠宝首饰、文教用品与工艺美术联动发展。珠宝首饰定位中高端品牌，精细化发展，全方位延伸，突出珠宝首饰主业，积极带动工艺美术产业协调发展，实现文教产业持续发展。目标是力争到 2015 年营业总收入达到 250 亿元，利润总额达到 10 亿元，分别比“十一五”期末递增 74.69% 和 77.62%。从今年一季报来看，我们预计“十二五”目标有望提前完成。

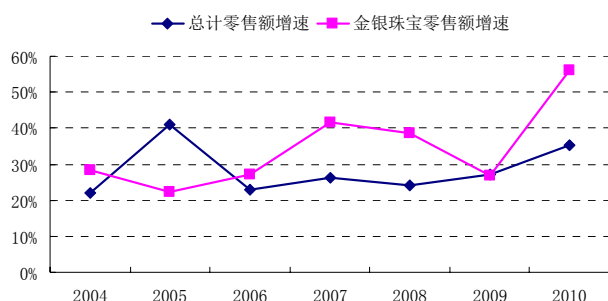
## 二. 珠宝首饰行业

目前，**中国是世界上重要的珠宝首饰生产国和消费国**。得益于我国人均可支配收入的快速增长和消费结构的升级，我国珠宝首饰消费进入高速发展阶段，成为继住房、汽车之后的第三大消费热点。

国家统计局数据显示，2010 年我国限额以上企业金银珠宝零售额 1260.8 亿元，2003~2010 年复合增长率为 34.0%，比所有商品零售额的增速 28.2% 高出 5.8 个百分点；2009 年我国限额以上企业金银珠宝批发额 549.2 亿元，2003~2009 年复合增长率为 64.0%，大大超过所有商品批发额 26.3% 的增速。我们认为，行业的景气吸引了越来越多的商家通过加盟的形式参与进来，从而使得批发额呈现较大幅度的增长。

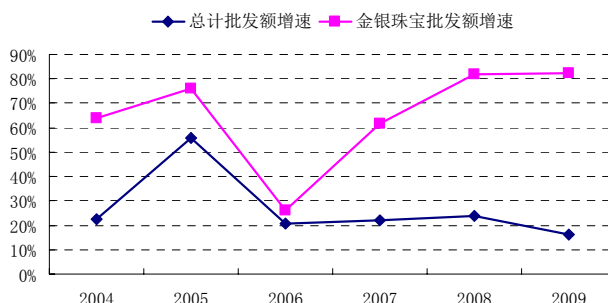
从今年一季度的最新数据看，我国限额以上企业金银珠宝零售额同比增速达 60.3%，较去年同期加快 15 个百分点，我们认为珠宝首饰行业正处于加速增长阶段，预计未来三年年均增速有望达到 30% 以上。

图 7：2004~2010 年金银珠宝零售额增速



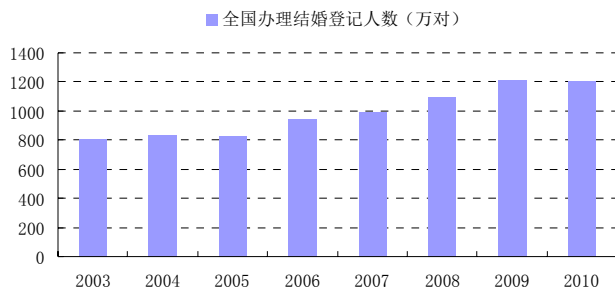
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 8：2004~2009 年金银珠宝批发额增速

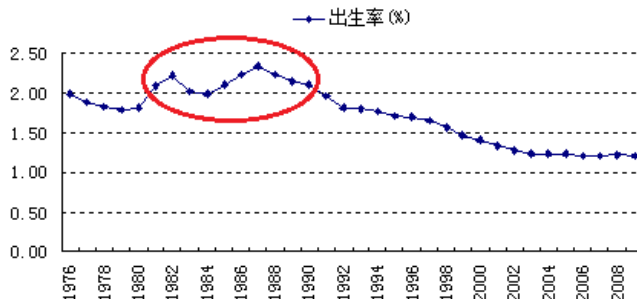


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

婚庆消费额迅猛扩张成为推升珠宝首饰需求的重要动力。20 世纪 80 年代是人口生育高峰期，这批人群目前已进入谈婚论嫁的年龄。根据民政部公布的数据，我国登记结婚人口数逐年上升，2008 年突破 1000 万对，目前在 1200 万对左右，我们认为这种增长态势至少将延续到 2015 年前后。统计数据显示，2010 年我国城市居民结婚相关直接消费总额超过 6500 亿元。在中国，珠宝首饰可以说是结婚必备品，按 4%-5% 的消费总额占比计算，保守估计婚庆市场每年可产生 300 亿元左右的珠宝首饰消费，这部分刚性需求将是维持行业高速增长的有力保障。

**图 9：2003~2010 年我国登记结婚人口数**


资料来源：民政部，东方证券研究所

**图 10：1976~2009 年我国人口出生率**


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

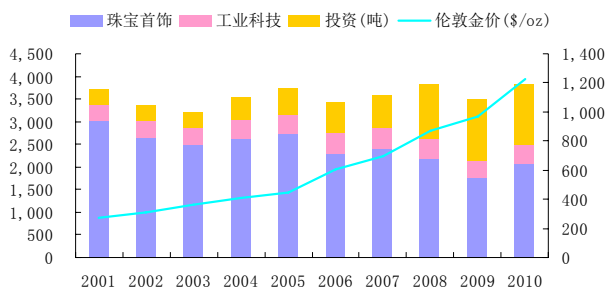
## 1. 黄金首饰：

黄金最主要的用途是作为首饰材料，金融危机发生之前，其占实物黄金需求的比重平均在 70%以上，其次才是保值储备、工业用途等；2008 年金融危机发生之后，黄金因其避险功能受到青睐，投资需求迅速上升，但首饰材料需求占比仍然超过 50%。

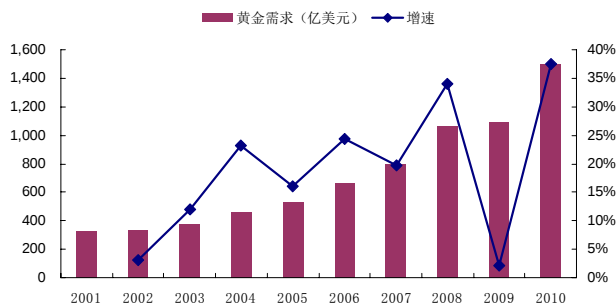
根据我们有色行业研究小组的研究结论，黄金的供给稳定而需求却在不断增加，预计 2011 年的黄金均价将在 1450 美元/盎司以上，供需情况决定了黄金价格在未来几年依旧是看涨行情。

### 全球黄金市场

对全球黄金市场而言，2010 年是辉煌的一年，需求非常的旺盛。全年黄金需求量为 3812 吨，同比增长 9.1%；黄金需求价值约为 1500 亿美元，同比增长 37.5%，创下近十年最高增速。

**图 11：2001~2010 年全球黄金需求数量及黄金价格**


资料来源：GFMS, LBMA, WGC, 东方证券研究所

**图 12：2001~2010 年全球黄金需求价值总额**


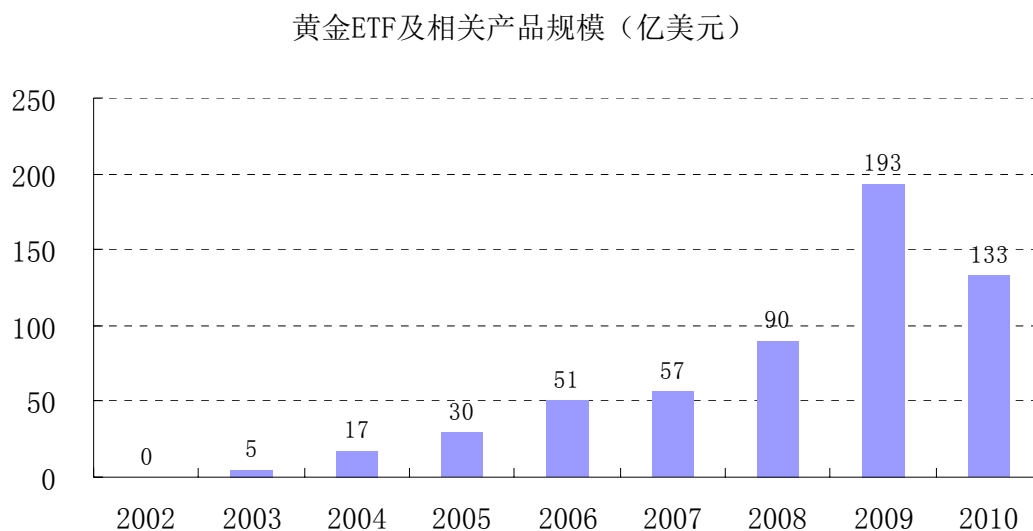
资料来源：GFMS, LBMA, WGC, 东方证券研究所

### 新兴市场势头强劲，危机引发避险需求

2010 年对黄金需求的增长主要来自更多的珠宝首饰需求，亚洲新兴市场的爆发成为关键。其中，印度市场强劲复苏，对珠宝首饰的需求从 09 年的 442 吨上升到 10 年的 746 吨，同比增长 69%；中国市场延续逐年增长的趋势，对珠宝首饰的需求第一次到达 400 吨（世界黄金协会数据）。

另外，黄金 ETF 自诞生以来，需求逐年递增，在金融危机爆发之后，黄金因其独特的保值避险功能受到社会各界的追捧，对相关投资产品的需求更是达到了一个前所未有的程度。虽然 2010 年黄金 ETF 的规模有所下降，但仍处于历史第二高水平，我们认为其未来规模仍会是一个上升趋势。

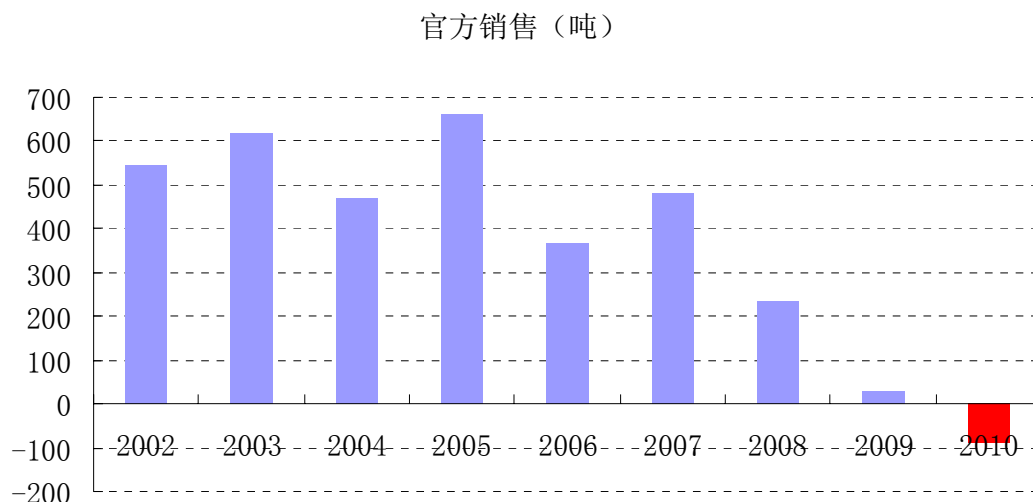
**图 13：2002~2010 年黄金 ETF 及相关产品规模**



资料来源：GFMS, LBMA, WGC、东方证券研究所

#### 供给出现变化，央行转为净买入者

2009 年 9 月，黄金价格再次突破 1000 美元/盎司不久，世界最大的黄金生产商 Barrick Gold 忍受巨大亏损平掉了自身做空的所有套保仓位，此举相当于减少全球黄金年产量的 11%，随后黄金价格一路攀至超过 1500 美元/盎司。现在需要引起注意的是，全球央行在连续 21 年的净卖出后，第一次开始成为黄金的净买入者（近十年全球央行的黄金年均销售量占全球需求量的 10% 以上）；并且，因为新兴市场央行持续买入和发达经济体开始惜售，世界黄金协会认为这个趋势还将持续。

**图 14：2002~2010 年全球央行黄金净销售量**


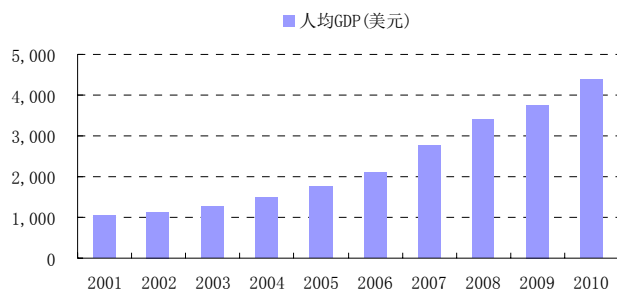
资料来源：GFMS、LBMA、WGC、东方证券研究所

## 中国黄金市场

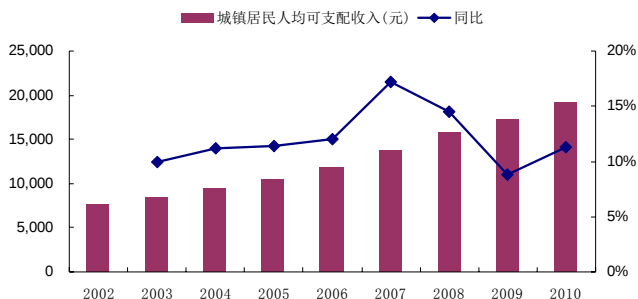
我国黄金消费以珠宝首饰行业为主。根据中国黄金协会发布最新统计数据，2010 年，我国黄金需求总量达 571.51 吨，比上一年增加 100.21 吨，同比增长 21.3%。其中，黄金首饰需求为 357.12 吨，占黄金总需求的 62.5%。增长最快的是金条需求，接近翻番。

### 消费升级推动黄金首饰需求迅速增长

2008 年我国境内居民人均 GDP 首次超过 3000 美元，至 2010 年达到 4384 美元，城镇人均可支配收入约为 2823 美元（19109 元）。按照国际上的经验，人均 GDP 超过 3000 美元后，居民消费升级将成为常态，珠宝首饰作为可选消费品，是目前最受益于消费结构变化的产品之一。

**图 15：2001~2010 年我国人均 GDP**


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

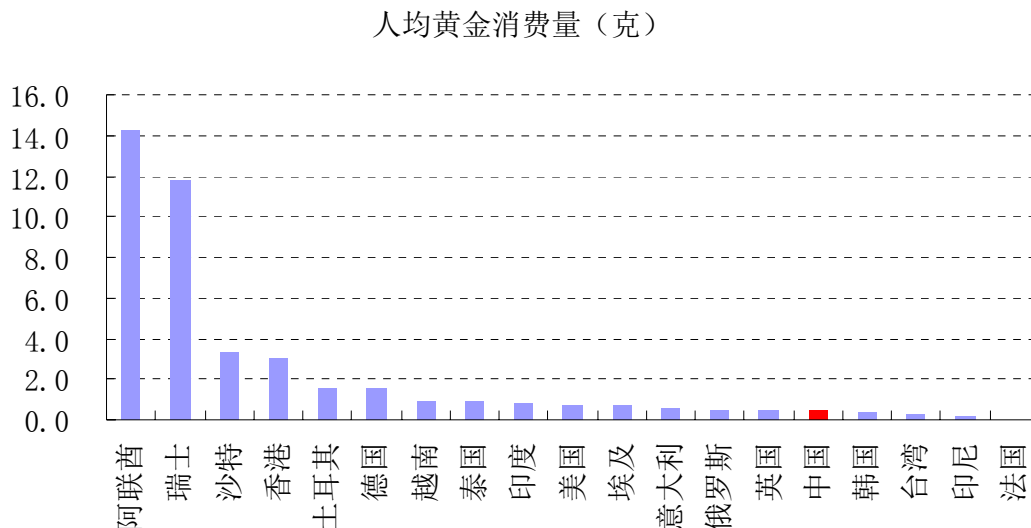
**图 16：2002~2010 年我国城镇居民人均可支配收入**


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

虽然近年我国黄金消费增长迅速，但人均消费的绝对水平和国际上相比还有很大的提升空间（阿联酋 14.23 克，瑞士 11.77 克，沙特 3.35 克，香港 3.05 克，土耳其 1.61 克，德国 1.56 克，越南 0.92 克，

泰国 0.9 克，印度 0.79 克，美国 0.75 克，中国 0.43 克）。2010 年 4 月世界黄金协会的一份报告预测，中国黄金需求将在未来 10 年内翻番。

**图 17：2010 年部分国家人均黄金消费量**



资料来源：WGC，IMF、东方证券研究所

#### 资产价格波动刺激投资避险需求

全球金融危机导致各类资产出现大幅波动，受到欧债危机以及美联储量化宽松政策的影响，黄金对抗通货膨胀、金融风险的功能日益显现，官方和民间对持有实物黄金的兴趣持续增强。

根据中国黄金协会的统计，2010 年中国大陆地区黄金投资需求为 158.5 吨，同比增长 88.7%。在金价高涨和通胀双重压力下，我国个人投资需求非常强劲，目前已经迅速发展成为全球最重要的黄金市场之一，在较大的城市中，越来越多的大众开始通过商业银行和零售店投资黄金。

从 2001 年开始，中国黄金需求就保持年均 10% 以上的增速。随着中国经济的不断增长，黄金已不再是少数富人拥有的“奢侈品”，越来越多的人有能力购入黄金，形成庞大的需求动力。

**表 1：2001~2010 年中国黄金产量和消费情况**

|       | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 产量（吨） | 181.8 | 189.8 | 200.6 | 212.3 | 224.7 | 240.1 | 270.5 | 282.0 | 314.0 | 340.9 |
| 消费（吨） | 215.9 | 204.5 | 211.0 | 234.8 | 257.4 | 269.2 | 327.0 | 366.3 | 423.6 | 515.6 |
| 首饰需求  | 200.8 | 190.0 | 194.0 | 216.8 | 239.0 | 244.8 | 302.2 | 315.7 | 339.6 | 357.1 |
| 投资需求  | 15.1  | 14.5  | 17.0  | 18.0  | 18.4  | 24.4  | 24.8  | 50.6  | 84.0  | 158.5 |

资料来源：中国黄金协会、东方证券研究所

## 2. 铂金首饰：

除了传统的黄金首饰之外，铂金饰品以其优雅、纯洁的形象赢得越来越多女性消费者的芳心，开始在我国日趋流行。自 2008 年下半年以来，全球铂金市场经受了金融危机对首饰消费市场的冲击，铂金原材料价格从历史高点迅速回落，但中国铂金饰品市场却在 2009 年取得了突破性的增长。得益于中国快速增长的经济及较低的铂金价格，2009 年金交所境内累计铂金成交 56.66 吨，同比增长 29.45%，首次超过 50 吨，创历史新高。

图 18：铂金现货价格走势



资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

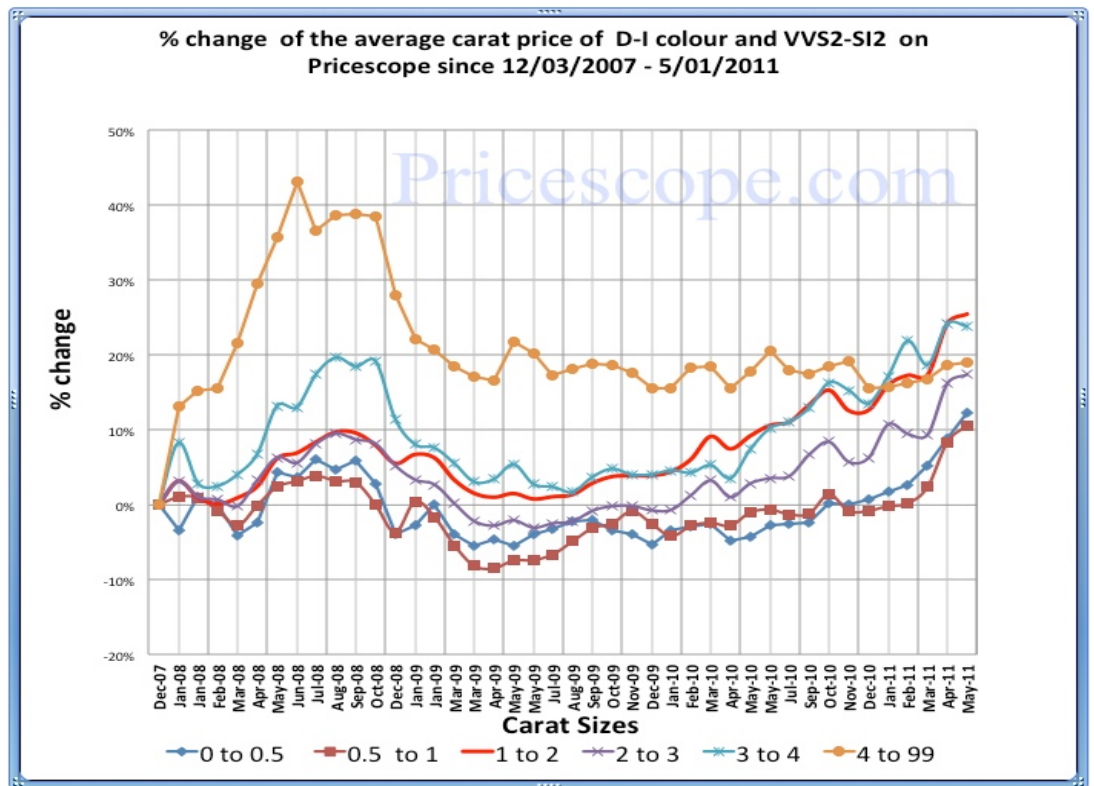
自 2000 年以来，中国一直保持着全球最大铂金消费市场的地位，目前中国市场占据全球铂金首饰需求量的 65% 左右。我们认为，中国市场的发展潜力依然很大。随着人们生活水平的提高和审美观点的进化，珠宝首饰类商品的消费将向高档化和个性化转变，铂金饰品消费市场巨大的需求将日益显现。

## 3. 钻石镶嵌：

进入二十一世纪以来，随着我国人民生活水平的提高和收入的增长，人们对钻石投资价值的认识正在逐步提高，中国首饰市场正在兴起一轮新的钻石消费热潮。2010 年，我国首饰成品钻进口额达到 12.92 亿美元，连续两年超过日本，稳居全球第二大钻石消费市场；上海钻石交易所全年钻石交易总额创下历史新高，到达 28.61 美元，同比增长 88.1%。

“钻石恒久远，一颗永流传”，Debeers 的一句广告语将钻石文化带到中国，并深深影响着当代中国消费者的行为。钻石以其永恒的品质和价值，成为新婚恋人表达感情的信物。据统计，中国每年登记的新婚夫妇中，有 65% 会选择购买钻石，而在北京、上海等大城市购买钻石的比例更是高达 80%。中国消费者的强大购买力正在影响着全球钻石市场：2010 年中国婚庆市场的消费需求不仅推动了全球钻石价格的上涨，甚至改变了全球钻石商的销售习惯，将旺季由原来的一个圣诞季延长到第二年的春节。但价格的上涨并没有阻止钻石以每年销售增长 15% 以上的速度进入中国家庭，我们认为这一趋势仍将延续，钻石消费将成为中国高档奢侈品消费中的一大亮点。

图 19: pricscope 网站公布的钻石价格走势



资料来源: pricscope、东方证券研究所

### 三. 公司核心竞争力

#### 1. 世纪品牌，认可度高

创业于 1848 年的老凤祥已走过了 163 个春秋，是国内唯一一家跨越三个世纪的百年老店，其商标“老凤祥”的创意也是源于老凤祥银楼的字号。目前，老凤祥品牌价值已达 40.29 亿元，黄金珠宝首饰全国市场占有率达 15%；市场覆盖率达到 98%、顾客满意度达到 88.45%；老凤祥产品被继续评为“全国用户满意产品”，同时老凤祥品牌还被中国黄金协会评为“中国黄金首饰第一品牌”。

**图 20：1848 年的老凤祥银楼**


资料来源：公司网站，东方证券研究所

**图 21：中国驰名商标“老凤祥”**


资料来源：公司网站，东方证券研究所

品牌对于珠宝首饰类产品的意义不言而喻。与其他国家相比，中国消费者的品牌意识更强。BCG 的一份调查显示，71%的中国消费者将品牌视为升级消费的关键，超过 85%的消费者愿意支付更高的价格来购买品牌奢侈品（美国和欧盟的比例分别为 21%和 17%），品牌形象决定了公司产品利润空间的大小。

同一地区，老凤祥门店的黄金首饰销量通常要高于竞争对手，说明人们对老凤祥品牌已有一定的认可度。2010 年上海世博会的开幕，引发各种相关世博纪念品走俏，老凤祥作为世博会贵金属指点经销商，抓住机会大力发展礼品和旅游纪念品，设计的产品在全国 216 个世博特约门店进行销售，实现累计销售额近 5 亿元，进一步加强了老凤祥品牌的知名度和美誉度。新时代的老凤祥通过注入时尚元素、引进先进的经营理念，让百年品牌焕发青春活力，其目标是打造中国民族首饰业的第一品牌。

**图 22：老凤祥水纹挂件**


资料来源：互联网，东方证券研究所

**图 23：老凤祥世博阳光谷金条**


资料来源：互联网，东方证券研究所

## 2. 产品种类齐全，科工贸一体

目前我国珠宝首饰消费品种呈现出多元化的发展趋势，除了传统的黄金首饰外，铂金饰品、钻石镶嵌、有色宝石等的销售增长也非常明显，特别是翡翠和玉石类装饰品，越来越受到消费者的青睐，价格呈现

出不断攀升的趋势。我们预计，未来一段时间，中国珠宝首饰行业将继续保持两位数增长，中国也将成为全球最具有竞争力的珠宝首饰加工和消费中心。

老凤祥公司产品种类齐全，既拥有“金、银、铂、钻”四大类老产品，又包括“翠、珠、玉、宝”四大类新小样，正好迎合了多元化的消费需求。2010 年，公司积极转变发展方式，注重提升与完善企业经营模式，通过源头采购，增加对翡翠、白玉、象牙等重要物质的储备，为“十二五”公司新四类产品的发展奠定基础。我们预计，未来“翠、珠、玉、宝”新四样占公司销售业务的比重将逐渐加大，公司有望形成销售收入和毛利率双升的良好局面。

**图 24：公司产品**

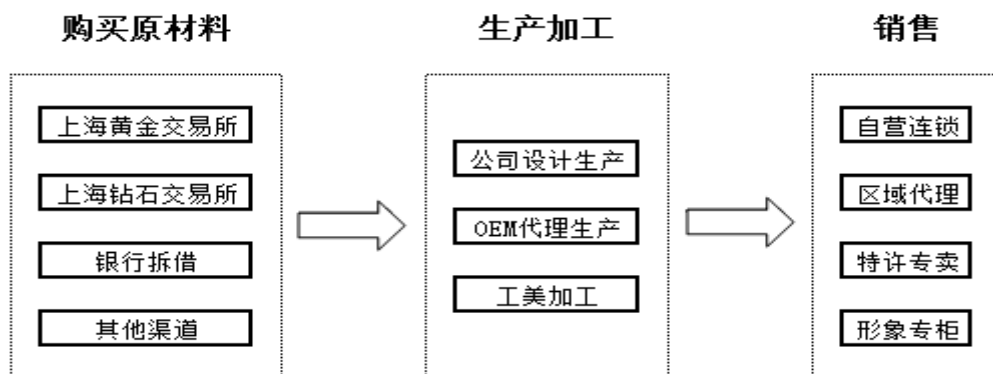


资料来源：互联网，东方证券研究所

老凤祥集科工贸于一体，拥有老凤祥银楼有限公司、老凤祥首饰研究所有限公司、老凤祥珠宝首饰有限公司、老凤祥钻石加工中心有限公司等 20 多家子公司，首饰厂、银器厂、礼品厂、型材厂四个专业分厂，以及 60 多家连锁银楼、500 多家专卖店等共计 1400 多个经销网点；公司全面覆盖了从产品研发设计，到生产加工，再到终端销售的完整产业链，每个环节的利润都参与其中。

目前公司拥有职工 1300 多名，其中有 100 多位获中国工艺美术大师、高级工艺美术师等称号的老、中、青三代设计师以及 300 多位制作巧匠、技师，他们在历年来的国际、国内首饰设计制作大赛中荣获 130 多个奖项，享有“首饰奥斯卡”的美誉。因此，公司产品多为自主研发设计，其中高档饰品部分由老凤祥自己加工制造，普通的黄金饰品则交给 OEM 代理生产。

**图 25：公司采购、生产、销售路径图**

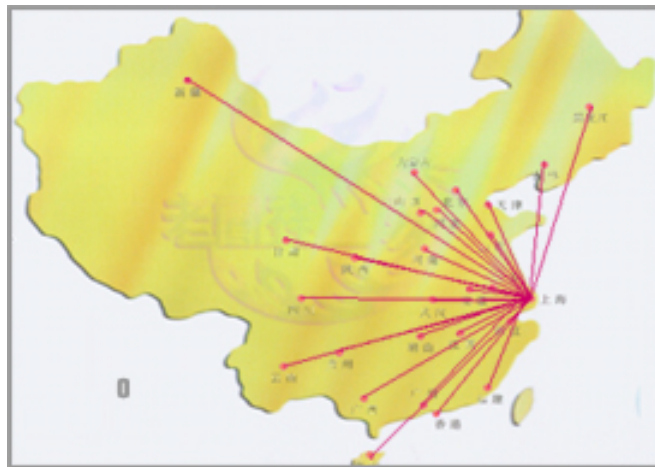


资料来源：东方证券研究所

### 3. 销售渠道完善，网点遍布全国

现阶段，中国珠宝首饰行业市场集中度还比较低，消费者的品牌忠诚度不高，特别是在一些品牌意识薄弱的二三线城市，销售渠道对消费者的购买决策的影响不容忽视。这种环境下，想受益于消费升级带来的爆发性需求增长，广泛的渠道布局将成为各路商家的“必由之路”。老凤祥很早就意识到渠道的重要性，通过实施积极的品牌战略和市场拓展战略，已经建立起除港、澳、台以外覆盖全国各地区的营销网络，并以每年新增 100 家连锁加盟商的速度拓展与提升老凤祥的品牌知名度与市场占有率。

**图 26：老凤祥营销网络**



资料来源：公司网站、东方证券研究所

2010 年公司营销网络建设再上新台阶，全年新发展连锁加盟店 132 家、经销商 86 家、总经销商 23 家，重点开发了甘肃、海南、西藏、新疆等边远地区市场，填补了西南地区的市场空白。上海市内老凤祥自营零售银楼新增 9 家。目前老凤祥旗下的自营店、加盟店、经销商和总经销商分别为 69 家、464 家、514 家和 33 家，合计达到 1080 家规模。此外，公司今后还将加大力度建设自营连锁店，计划 2011 年在全年新发展 100 家加盟连锁专卖店的基础上，重点做好沈阳和北京自营银楼的开设工作，预计沈阳旗舰店将以沈阳商圈为依托，辐射范围包括东北各省重要城市，进一步扩大公司品牌影响力。

**表 2：四种销售渠道比较**

| 渠道   | 简介                                                                     |
|------|------------------------------------------------------------------------|
| 自营连锁 | 零售模式，主要是上海的银楼，共 69 家，最小营业额要求 1000 万元，去年 30 亿元销售额，南京路和豫园两家店的收入都在 5 亿元以上 |
| 特许专卖 | 主要是批发模式，有近 500 家，对加盟店在当地的名声和地理位置都有较高要求，平均单店面积在 100 平米以上                |
| 区域代理 | 要求代理在所属地区至少开 1 家形象专卖店，以提升品牌忠诚度和及时感受零售市场的变化                             |
| 形象专柜 | 设在商场里的 2-3 节柜台，多用于商品展示，塑造品牌形象                                          |

资料来源：东方证券研究所

值得一提的是，这些渠道将向工美公司开放，充分利用现有的渠道优势，与工美的加工设计形成互为补充、共同发展的局面。工艺美术产业在融入上市公司后，已基本实现无缝对接，全年营业收入和利润同比分别增长 62.6%和 13.7%，超额完成重组盈利预测报告中的约束性定量考核指标。我们认为，资源整合带来的效益将逐步显现，工美公司的销售收入还有很大提升空间。

此外，公司还积极尝试新模式，在发展潜力较大或不易进入的地区，采用乙方控股、与当地公司合伙的经营方式。虽然这样要出让一部分利润，但是凭借合伙公司的管理团队、商业关系以及对当地环境的熟悉，公司可以迅速展开当地业务，占领市场份额。河南作为新模式的试点，有效的发挥了合作伙伴的优势，营业额从 2009 年的 6.5 亿元增加到 2010 年的超过 11 亿元，表明新模式具有强大的生命力。相比纯粹的加盟店方式，公司在拓展市场的同时还可以分享零售业务带来的毛利率提升，因此我们认为这种模式有望成为公司未来发展的亮点。

最后，如火如荼的电子商务也引起公司的高度重视，目前有专门的团队在做网络销售方面的研究。因为珠宝首饰的高价属性，消费者需要对商家足够信任才可能通过网络下单，老凤祥有望依托自身品牌优势，在未来的发展趋势中分得一杯羹。

## 四. 盈利预测及估值

我们主要盈利假设如下：

(1) 公司的笔类业务在产业梯度转移、科技创新和节能减排以及出口有效拉动的共同作用下，2010 年实现量价齐升，铅笔产量和销售收入分别增长 36.3%和 50.2%，我们预计笔类业务的未来增速将有所回落，11-13 年均为 15%；

(2) 珠宝首饰行业随着国民生活水平的提高和消费不断升级，未来一段时间仍将保持较快的发展势头，而老凤祥作为行业中的龙头企业，预计 11-13 年的增速分别为 34.11%、21.91%和 20.75%；

(3) 黄金交易业务的金额，因为市场对黄金需求越来越大，预计公司提前购入的黄金大部分都可以被消化，这部分交易量的增长速度将小于珠宝首饰业务，11-13 年的增速在 15%。

**表 3：主营业务盈利预测**

|              | 2007   | 2008   | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入：分产品(万元) |        |        |        |         |         |         |         |
| 1 笔类         | 25945  | 26304  | 27837  | 43666   | 50216   | 57749   | 66411   |
| 增速           |        | 1.38%  | 5.83%  | 56.87%  | 15.00%  | 15.00%  | 15.00%  |
| 成本           | 17439  | 18809  | 18342  | 30426   | 35151   | 40424   | 46488   |
| 毛利率          | 32.78% | 28.50% | 34.11% | 30.32%  | 30.00%  | 30.00%  | 30.00%  |
| 2 珠宝首饰       | 427841 | 623819 | 704658 | 1024138 | 1373500 | 1674466 | 2021898 |
| 增速           |        | 45.81% | 12.96% | 45.34%  | 34.11%  | 21.91%  | 20.75%  |
| 成本           | 379898 | 553646 | 624643 | 921612  | 1226577 | 1492009 | 1799770 |
| 毛利率          | 11.21% | 11.25% | 11.36% | 10.01%  | 10.70%  | 10.90%  | 10.99%  |
| 3 黄金交易       | 160666 | 163704 | 251440 | 183983  | 211581  | 243318  | 279815  |
| 增速           |        | 1.89%  | 53.59% | -26.83% | 15.00%  | 15.00%  | 15.00%  |
| 成本           | 158700 | 180904 | 263156 | 183674  | 217928  | 250617  | 288210  |

|           |               |               |                |                |                |                |                |
|-----------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 毛利率       | 1.22%         | -10.51%       | -4.66%         | 0.17%          | -3.00%         | -3.00%         | -3.00%         |
| 4 工艺品销售   |               |               | 11910          | 14011          | 17514          | 21892          | 27365          |
| 增速        |               |               |                | 17.64%         | 25.00%         | 25.00%         | 25.00%         |
| 成本        |               |               | 7655           | 9854           | 12260          | 15324          | 19156          |
| 毛利率       |               |               | 35.72%         | 29.67%         | 30.00%         | 30.00%         | 30.00%         |
| 5 商贸      |               |               | 10912          | 14336          | 16486          | 18959          | 21803          |
| 增速        |               |               |                | 31.37%         | 15.00%         | 15.00%         | 15.00%         |
| 成本        |               |               | 9783           | 13173          | 14837          | 17063          | 19622          |
| 毛利率       |               |               | 10.34%         | 8.11%          | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| 6 其他      | 4545          | 1987          | 2525           | 4210           | 4631           | 5094           | 5603           |
| 增速        |               | -56.28%       | 27.07%         | 66.72%         | 10.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| 成本        | 4058          | 1544          | 1263           | 1218           | 2315           | 2547           | 2802           |
| 毛利率       | 10.71%        | 22.29%        | 49.99%         | 71.06%         | 50.00%         | 50.00%         | 50.00%         |
| <b>总计</b> | <b>618998</b> | <b>815815</b> | <b>1009282</b> | <b>1284344</b> | <b>1673927</b> | <b>2021477</b> | <b>2422895</b> |
| 增速        |               | 31.80%        | 23.71%         | 27.25%         | 30.33%         | 20.76%         | 19.86%         |
| 成本        | 560096        | 754903        | 924843         | 1159957        | 1509069        | 1817985        | 2176047        |
| 毛利率       | 9.52%         | 7.47%         | 8.37%          | 9.68%          | 9.85%          | 10.07%         | 10.19%         |

资料来源：东方证券研究所

我们预计公司 11-13 年归属母公司的净利润分别为 4.42、5.73 和 7.04 亿元，复合增长率为 34.1%，对应每股收益分别为 1.32、1.71 和 2.10 元。参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和 25 倍的均值水平，并考虑到公司的龙头地位以及未来 3 年的高速增长，给予公司 2011 年 30 倍 PE，对应目标价 39.60 元，首次给予公司“买入”评级。

**表 4：可比公司估值水平**

|           |      |       |        | 更新日期：2011/5/31 |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------|------|-------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 证券代码      | 证券简称 | 股价    | 总市值(亿) | EPS            |       |       |       | PE    |       |       |       |
|           |      |       |        | 2010A          | 2011E | 2012E | 2013E | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 600612.SH | 老凤祥  | 31.17 | 104.52 | 0.87           | 1.32  | 1.71  | 2.10  | 36    | 23    | 18    | 15    |
| 600655.SH | 豫园商城 | 11.22 | 161.27 | 0.47           | 0.56  | 0.66  | 0.82  | 24    | 20    | 17    | 14    |
| 002574.SZ | 明牌珠宝 | 25.15 | 60.36  | 0.90           | 1.21  | 1.57  | 1.94  | 28    | 21    | 16    | 13    |
| 600086.SH | 东方金钰 | 18.63 | 65.63  | 0.16           | 0.37  | 0.64  | 0.84  | 114   | 50    | 29    | 22    |
| 002345.SZ | 潮宏基  | 24.26 | 43.67  | 0.57           | 0.79  | 1.11  | 1.56  | 42    | 31    | 22    | 16    |

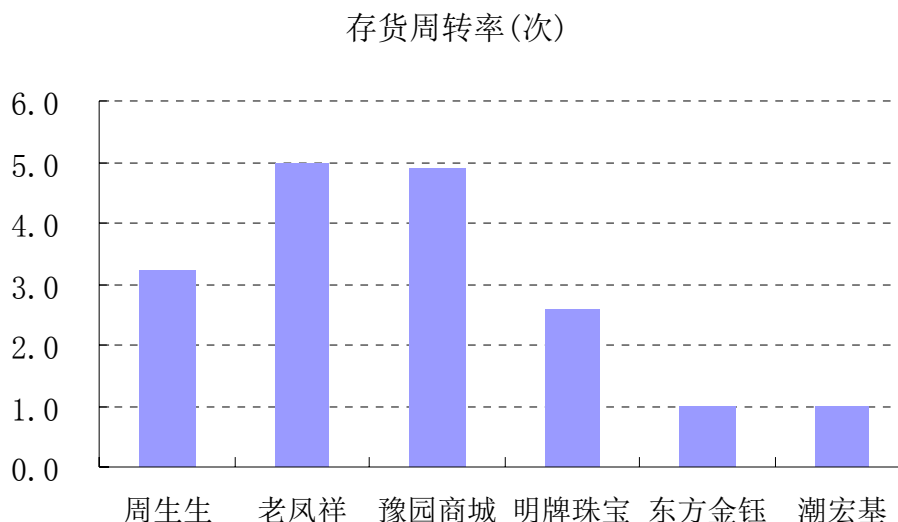
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

## 五. 风险提示

珠宝首饰业务收入占到公司主营收入的 80%以上，而珠宝首饰的成本主要来自原材料，因此原材料价格的波动成为影响公司盈利水平的主要因素。由于公司高速的存货周转和较强的议价能力（零售业务平均 2-3 个月周转一次，批发业务 15 天左右周转一次），我们认为，能够对公司业绩造成较大影响的情况可

以分为两种：（1）原材料价格持续下跌，对珠宝首饰消费需求的影响；（2）原材料价格短期快速下跌，对公司业务利润率的影响。

**图 27：可比公司 2010 年存货周转率**



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

对于第（1）种情况，我们已经在前文做了较为详细的论述，目前我国珠宝首饰行业的需求非常旺盛，预计在未来一段时间仍将保持增长势头，原材料价格持续下跌的可能性很小。况且，老凤祥作为中国驰名商标和中国黄金首饰第一品牌，在消费者心中已有一定的知名度，市场整体需求的下降不代表老凤祥珠宝首饰的需求要同比例下降，齐全的产品种类和遍布全国的销售渠道也使得公司在抵御风险方面的能力要远远强于大多数国内同行。

对于第（2）种情况，我们对珠宝首饰的最主要原材料黄金进行了敏感性分析，计算了黄金价格下跌和公司通过远期交易等实现套期保值比例两个变量对 2011 年 EPS 的影响：按照 75% 的套期保值比例，若黄金价格在一个月内下跌 10%，将会降低 2011 年每股收益 0.08 元，占到当年预测值的 6%。

**表 5：EPS 对黄金价格的敏感性分析**

|              |     | 公司套期保值比例 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-----|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              |     | 95%      | 90%   | 85%   | 80%   | 75%   | 70%   | 65%   | 60%   | 55%   | 50%   |
| 黄金价格一个月内下跌幅度 | -1% | 0.00     | 0.00  | 0.00  | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.02 |
|              | -2% | 0.00     | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.03 |
|              | -3% | 0.00     | -0.01 | -0.01 | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.03 | -0.04 | -0.04 | -0.05 |
|              | -4% | -0.01    | -0.01 | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.04 | -0.04 | -0.05 | -0.06 | -0.06 |
|              | -5% | -0.01    | -0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.08 |
|              | -6% | -0.01    | -0.02 | -0.03 | -0.04 | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.07 | -0.08 | -0.09 |
|              | -7% | -0.01    | -0.02 | -0.03 | -0.04 | -0.05 | -0.07 | -0.08 | -0.09 | -0.10 | -0.11 |
|              | -8% | -0.01    | -0.02 | -0.04 | -0.05 | -0.06 | -0.07 | -0.09 | -0.10 | -0.11 | -0.12 |

|      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| -9%  | -0.01 | -0.03 | -0.04 | -0.06 | -0.07 | -0.08 | -0.10 | -0.11 | -0.13 | -0.14 |
| -10% | -0.02 | -0.03 | -0.05 | -0.06 | -0.08 | -0.09 | -0.11 | -0.12 | -0.14 | -0.16 |
| -11% | -0.02 | -0.03 | -0.05 | -0.07 | -0.09 | -0.10 | -0.12 | -0.14 | -0.15 | -0.17 |
| -12% | -0.02 | -0.04 | -0.06 | -0.07 | -0.09 | -0.11 | -0.13 | -0.15 | -0.17 | -0.19 |
| -13% | -0.02 | -0.04 | -0.06 | -0.08 | -0.10 | -0.12 | -0.14 | -0.16 | -0.18 | -0.20 |
| -14% | -0.02 | -0.04 | -0.07 | -0.09 | -0.11 | -0.13 | -0.15 | -0.17 | -0.20 | -0.22 |
| -15% | -0.02 | -0.05 | -0.07 | -0.09 | -0.12 | -0.14 | -0.16 | -0.19 | -0.21 | -0.23 |
| -16% | -0.02 | -0.05 | -0.07 | -0.10 | -0.12 | -0.15 | -0.17 | -0.20 | -0.22 | -0.25 |
| -17% | -0.03 | -0.05 | -0.08 | -0.11 | -0.13 | -0.16 | -0.19 | -0.21 | -0.24 | -0.26 |
| -18% | -0.03 | -0.06 | -0.08 | -0.11 | -0.14 | -0.17 | -0.20 | -0.22 | -0.25 | -0.28 |
| -19% | -0.03 | -0.06 | -0.09 | -0.12 | -0.15 | -0.18 | -0.21 | -0.24 | -0.27 | -0.30 |
| -20% | -0.03 | -0.06 | -0.09 | -0.12 | -0.16 | -0.19 | -0.22 | -0.25 | -0.28 | -0.31 |

资料来源：东方证券研究所

**附 1：公司控股的子公司及其经营业绩情况**

单位：万元

| 二级子公司名称      | 业务性质 | 注册资本    | 资产规模   | 持股比例   | 表决权    | 净利润     |
|--------------|------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 上海申嘉文教用品有限公司 | 制造业  | 355     | 8779   | 95%    | 100%   | 5.1     |
| 上海长城笔业有限公司   | 制造业  | 1488    | 5859   | 100%   | 100%   | 23.7    |
| 上海铅笔机械制造有限公司 | 制造业  | USD21   | 917    | 52%    | 52%    | 2.7     |
| 上海古雷马化轻有限公司  | 制造业  | 1000    | 2165   | 70%    | 70%    | 177.1   |
| 中国第一铅笔有限公司   | 制造业  | 4274    | 22339  | 100%   | 100%   | 5185.3  |
| 上海中铅贸易有限公司   | 制造业  | 50      | 1818   | 100%   | 100%   | -16.3   |
| 上海中铅制笔零件有限公司 | 制造业  | 200     | 478    | 90%    | 90%    | 18.9    |
| 上海依贝德实业公司    | 制造业  | 243     | 25     | 100%   | 100%   | 4.1     |
| 上海益凯物业有限公司   | 服务业  | 250     | 275    | 80%    | 100%   | 1.3     |
| 中国第一铅笔方正有限公司 | 制造业  | 1000    | 5375   | 95%    | 100%   | 102.0   |
| 中国第一铅笔桦甸有限公司 | 制造业  | 2000    | 4389   | 100%   | 100%   | 1026.2  |
| 上海畅灵进出口有限公司  | 商贸   | 500     | 579    | 90%    | 90%    | 4.7     |
| 上海中铅文具有限公司   | 商贸   | 100     | 509    | 100%   | 100%   | 263.6   |
| 上海老凤祥有限公司    | 制造业  | 20491.5 | 395555 | 57.51% | 78.01% | 29906.6 |
| 上海工艺美术有限公司   | 制造业  | 10000   | 75048  | 100%   | 100%   | 4528.8  |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表              |       |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元           |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度             | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 4532 | 5747  | 6598  | 7978  | <b>营业收入</b>      | 14311 | 18413 | 22034 | 26167 |
| 现金             | 903  | 1610  | 1736  | 2210  | 营业成本             | 13021 | 16714 | 19945 | 23641 |
| 应收账款           | 210  | 205   | 264   | 309   | 营业税金及附加          | 104   | 151   | 171   | 203   |
| 其它应收款          | 14   | 16    | 21    | 25    | 营业费用             | 333   | 359   | 419   | 497   |
| 预付账款           | 125  | 140   | 172   | 209   | 管理费用             | 229   | 258   | 308   | 366   |
| 存货             | 3201 | 3728  | 4354  | 5163  | 财务费用             | 102   | 128   | 149   | 162   |
| 其他             | 80   | 48    | 52    | 62    | 资产减值损失           | 9     | 2     | 1     | 4     |
| <b>非流动资产</b>   | 951  | 1204  | 1389  | 1523  | 公允价值变动收益         | 22    | 7     | 15    | 15    |
| 长期投资           | 10   | 12    | 11    | 11    | 投资净收益            | 4     | 10    | 11    | 8     |
| 固定资产           | 345  | 593   | 754   | 887   | <b>营业利润</b>      | 540   | 818   | 1068  | 1318  |
| 无形资产           | 98   | 124   | 158   | 205   | 营业外收入            | 26    | 27    | 27    | 27    |
| 其他             | 499  | 475   | 466   | 420   | 营业外支出            | 4     | 3     | 3     | 3     |
| <b>资产总计</b>    | 5483 | 6951  | 7987  | 9501  | <b>利润总额</b>      | 563   | 841   | 1091  | 1341  |
| <b>流动负债</b>    | 3304 | 4166  | 4462  | 5059  | 所得税              | 136   | 210   | 273   | 335   |
| 短期借款           | 1512 | 2011  | 2212  | 2433  | <b>净利润</b>       | 427   | 631   | 818   | 1006  |
| 应付账款           | 732  | 1003  | 997   | 1182  | 少数股东损益           | 135   | 189   | 246   | 302   |
| 其他             | 1060 | 1152  | 1252  | 1444  | <b>归属于母公司净利润</b> | 292   | 442   | 573   | 704   |
| <b>非流动负债</b>   | 293  | 260   | 272   | 275   | EBITDA           | 688   | 1000  | 1293  | 1574  |
| 长期借款           | 201  | 201   | 201   | 201   | EPS (元)          | 0.87  | 1.32  | 1.71  | 2.10  |
| 其他             | 92   | 59    | 71    | 74    | <b>主要财务比率</b>    |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 3597 | 4426  | 4734  | 5334  | <b>会计年度</b>      | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 少数股东权益         | 230  | 420   | 665   | 967   | <b>成长能力</b>      |       |       |       |       |
| 股本             | 335  | 335   | 335   | 335   | 营业收入             | 29.6% | 28.7% | 19.7% | 18.8% |
| 资本公积           | 692  | 692   | 692   | 692   | 营业利润             | 59.1% | 51.4% | 30.5% | 23.4% |
| 留存收益           | 629  | 1071  | 1538  | 2136  | 净利润              | 68.9% | 51.2% | 29.7% | 22.9% |
| 归属母公司股东权益合计    | 1656 | 2105  | 2588  | 3200  | <b>获利能力</b>      |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 5483 | 6951  | 7987  | 9501  | 毛利率              | 9.0%  | 9.2%  | 9.5%  | 9.7%  |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率              | 2.0%  | 2.4%  | 2.6%  | 2.7%  |
| 单位:百万元         |      |       |       |       | ROE              | 17.6% | 21.0% | 22.1% | 22.0% |
| <b>会计年度</b>    | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
| <b>经营活动现金流</b> | -207 | 630   | 443   | 758   | 资产负债率            | 65.6% | 63.7% | 59.3% | 56.1% |
| 净利润            | 427  | 631   | 818   | 1006  | 净负债比率            |       |       |       |       |
| 折旧摊销           | 46   | 54    | 76    | 94    | 流动比率             | 1.37  | 1.38  | 1.48  | 1.58  |
| 财务费用           | 102  | 128   | 149   | 162   | 速动比率             | 0.40  | 0.48  | 0.50  | 0.55  |
| 投资损失           | -4   | -10   | -11   | -8    | <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
| 营运资金变动         | -755 | -198  | -620  | -513  | 总资产周转率           | 3.13  | 2.96  | 2.95  | 2.99  |
| 其它             | -22  | 25    | 31    | 17    | 应收账款周转率          | 84    | 85    | 86    | 85    |
| <b>投资活动现金流</b> | -207 | -271  | -268  | -241  | 应付账款周转率          | 19.12 | 19.26 | 19.94 | 21.70 |
| 资本支出           | -100 | -251  | -200  | -204  | <b>每股指标 (元)</b>  |       |       |       |       |
| 长期投资           | -48  | 34    | 22    | -26   | 每股收益             | 0.87  | 1.32  | 1.71  | 2.10  |
| 其他             | -59  | -55   | -90   | -11   | 每股经营现金流          | -0.62 | 1.88  | 1.32  | 2.26  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 409  | 348   | -50   | -42   | 每股净资产            | 4.94  | 6.28  | 7.72  | 9.54  |
| 短期借款           | 384  | 499   | 201   | 221   | <b>估值比率</b>      |       |       |       |       |
| 长期借款           | 201  | 0     | 0     | 0     | P/E              | 35.77 | 23.67 | 18.24 | 14.85 |
| 普通股增加          | 58   | 0     | 0     | 0     | P/B              | 6.31  | 4.97  | 4.04  | 3.27  |
| 资本公积增加         | 367  | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA        | 13    | 9     | 7     | 6     |
| 其他             | -601 | -151  | -251  | -264  |                  |       |       |       |       |
| <b>现金净增加额</b>  | 62   | 707   | 126   | 474   |                  |       |       |       |       |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**www.dfzq.com.cn

**Email：**wangjunfei@orientsec.com.cn