

调整产品结构 提升企业竞争力

事件:

6月7日我们参加了公司股东大会, 管理层与到会投资者就公司经营及未来发展规划等进行了交流, 据此我们得出如下分析观点。

研究结论:

- 行业景气+品牌优势催生老凤祥十年间从7亿销售成长为140亿销售, 未来通过全国性的布点将继续快速成长, “十二五”期间目标是从全国黄金饰品第一品牌成长为全国首饰业第一品牌, 并开始走向国际, 如香港、台湾等地, 目前公司战略上已经开始做准备。
- 全国性销售网络建设是公司取得快速发展的重要原因, 未来仍将以每年5-10家自营店、100-150家加盟店的方式加速发展。尤其在自营店方式, 由于毛利率相对较高(是批发业务的4倍), 公司计划“十二五”期间自营占比提高至1/3(目前近20%), 今年北京和沈阳的旗舰店有望开业, 河南合作模式也比较成功。
- 在产品品类方面, 老四类是公司重要基石, 这一块将继续做好, 同时积极开拓新四类, 如翡翠、白玉、象牙等。公司这几年一直在做战略储备, 去年32亿存货中主要是黄金, 但也有相当部分的翡翠和白玉, 现在策略是好东西不急卖, 到目前升值都很大, 这为未来新四类的发展打下了很好的基础。
- 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, 维持公司“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
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	(维持)
股价(2011年6月7日)	32.16元				
目标价格	39.60元				
总股本/A股(百万股)	335/145				
A股市值(亿元)	107.84				
国家/地区	中国				
行业	可选消费				
报告发布日期	2011年6月8日				

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

主要财务指标	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)	36.91	24.42	18.82	15.32
P/B(倍)	6.51	5.12	4.17	3.37

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关报告

时间

《打造民族首饰第一品牌》

2011-6-1

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。

附会议问答纪要：

Q：2010 年财务费用 1 个多亿，今年 1 季度 4000 多万，负债也较多，公司有何计划解决财务压力的问题？

和一揽子担保计划是有关联的。这几年老凤祥包括整个行业的销售规模都在增长。01 年 7 亿多，去年已经超过 100 亿，从销售规模不断扩大来看，珠宝行业对资金的需求还是比较大的，尤其近几年的贵金属上涨幅度也比较大，3 年黄金涨了 60%以上，从这个角度看，企业对资金的需求比较大，所以担保的数字也是比较大的。担保的用途主要还是以生产经营为主，原材料变现能力强，主要是黄金珠宝，财务风险可控。公司下一步的打算，10 年的重组也是为今后的打算做个工作，在适当的时候，通过资本市场的融资，一次性解决有关担保问题，即解决财务费用增加的问题，为降低公司资金的使用成本打下基础。

Q：如何加快港澳台及国际市场的拓展工作？

老凤祥在国内已经是黄金首饰第一品牌，门店已经开到了全国各地，新疆、海南都有，今后发展方向老凤祥应该向世界名牌做努力。第一步：香港、台湾已经在努力，还想在澳大利亚，这方面我们也在做准备，最近几年每年都到拉斯维加斯做珠宝展，拓展海外销售，主要是有这样的计划。

Q：老凤祥 22%的员工持股，在做资本市场运作之前是否要先解决这个问题？

老凤祥有限可以融资，老凤祥股份也可以融资，包括公司债、企业债。有两种情况，一种是彻底解决了，这就比较方便；还有一种是维持现状，我们也在做一些方案，适时的时候我们会通过一定的形式对外披露。

Q：老凤祥业绩增长主要来自结构的转型，提高零售占比，老四样向新四样过渡，公司有哪些举措来实现？

老凤祥从 04 到 10 年，销售收入平均每年增长 90.29%，利润总额每年 117.1%，归属净利润 300%多，每股收益 270%多，从这些数据上看，老凤祥是发展比较快的。

零售的利润比较高，这几年我们在连锁银楼的发展下，对利润的增长起到非常重要的作用。老四大类是要巩固、继续发展，这是我们非常重要的一方面，不是过渡。新四大类的毛利率更高，尽管去年销售增长非常快，增长 64%，但绝对数量才 2.6 亿，很少，将是“十二五”的新增长点。未来 5 年，新四类销售如果能到 10 个亿、20 个亿，按照刚才说的 32%的毛利率算，是非常可观的。

Q：32 亿存货的产品结构？

我们非常重视战略储备，尤其是翡翠、白玉，好的东西进来以后就放着。

去年，我们在城隍庙店搞了一个翡翠展览，一个手镯 1.3 亿，一条项链 1.5 亿，我们进了 65 公斤一块的翡翠原石，做成 3 个手镯 1 个项链，拿到香港去展览，这种东西就怕有价无市，你说 10 个亿别人不信你，香港人出 2 亿，我们觉得太低没卖。

去年 2200 万进了 3 块翡翠，其中 2 块的销售就超过 2200 万，第三块心理价位 6000 万，广东顾客出 4500 万我们没卖。翡翠、白玉，心理价位不到我们就不卖，因为今天你不卖，明年可能又涨得更高了。

翡翠和白玉的占比现在没有具体数据，黄金属于正常周转的库存，占比还是较大的，1080 家门店，每个月的流转还是很大的。

年底库存比较高，（1）春季供货会，6 吨黄金，之后都实现销售（2）众多门店库存，以及（3）战略储备。

Q：老凤祥有限 22% 的股权如何解决？

大家不要把这个看成是一个问题，老凤祥这几年发展得快，员工持股把企业和员工的利益联系在一起也是个重要原因。国资委、公司都在考虑这个问题，下一步资产重组的时候再研究如何解决，今天谈尚早，留着股份有利有弊也不能说就是个坏事。

Q：工美盈利何时能快速增长？

工美是块好的资产，我们不会收购一个企业让它成为公司的负担，工美去年的数据是非常漂亮的，去年销售增长 62.34%，利润增长 29.14%，销售 9.53 亿，利润 7450 万。

（1）新成立玉石象牙雕刻有限公司，重点搞翡翠，（2）工美与老凤祥联动，有拍卖行、典当行，（3）工美自己的销售渠道整合

工美的收购可以这么讲：如虎添翼。目前利润、销售在整个公司还不明显，但不可小觑。

Q：上海行业的竞争格局？

在武汉，能够跟我们价格竞争的，就周生生和周大福。上海的老庙也可视为竞争对手。

竞争格局的变化，看是否还有国际著名品牌进入，老凤祥已经完成全国销售网点布局，国外品牌在这点和老凤祥没法比。

Q：黄金价格走低，对存货和销量的影响，有何应对？

金价肯定会有波动，但我们和黄金投资企业有两个不同，（1）我们购买黄金是用来加工首饰，（2）我们的盈利是通过销售加工后的首饰，而不是靠黄金的波动。所以我们希望金价稳定，不希望金价大幅波动。

黄金和美元负相关，目前看好美元的人不多，这是美国的货币宽松政策造成的。

世界政局的不稳定，催生黄金的避险需求。

中国人对黄金的喜好，以及通胀预期。

Q：黄金交易对公司的意义？

黄金 T+D、拆借、远期，在报表里反映都是黄金交易，这些并不是为了盈利，而是为了对冲风险，稳定盈利。所以这块没有利润也正常。

Q：“三三制”目前收入的分别占比？

公司“十二五”计划，珠宝首饰销售总量中：30%通过自营，毛利最高；30%通过加盟，毛利尚可；30%通过总经销总代理，毛利较低。

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
流动资产	4532	5747	6598	7978	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	5483	6951	7987	9501	利润总额	563	841	1091	1341
流动负债	3304	4166	4462	5059	所得税	136	210	273	335
短期借款	1512	2011	2212	2433	净利润	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	归属于母公司净利润	292	442	573	704
非流动负债	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	主要财务比率				
负债合计	3597	4426	4734	5334	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	230	420	665	967	成长能力				
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	获利能力				
负债和股东权益	5483	6951	7987	9501	毛利率	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%
现金流量表					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%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	-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	营运能力				
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
投资活动现金流	-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	每股指标 (元)				
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
筹资活动现金流	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	估值比率				
长期借款	201	0	0	0	P/E	36.91	24.42	18.82	15.32
普通股增加	58	0	0	0	P/B	6.51	5.12	4.17	3.37
资本公积增加	367	0	0	0	EV/EBITDA	17	11	9	7
其他	-601	-151	-251	-264					
现金净增加额	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