

强烈推荐-A (维持)

老凤祥 600612.SH

目标估值: 39.04 元

当前股价: 30.68 元

2011 年 7 月 12 日

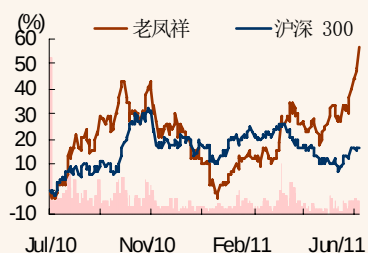
中报再次超预期 首饰龙头尽显威力

基础数据

上证综指	2803
总股本(万股)	43593
已上市流通股(万股)	18837
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	21.0
资产负债率	64.4%
主要股东	上海市黄浦区国资委
主要股东持股比例	32.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	40	66
相对表现	21	42	45



相关报告

- 1、《中国铅笔一繁荣的盛宴 龙头的机遇》2008/1/27
- 2、《中国铅笔一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-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
- 4、《老凤祥-收入维持高速增长 利润更有抢眼表现》2011/4/26

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

公司发布了半年度业绩预增公告, 预计 1-6 月份的净利润同比大幅增长了 100% 以上, 再次超过市场预期。充分反映出首饰行业的良好增长前景, 以及公司以批发模式带动快速扩张的绝对领先优势。我们坚持认为公司是首饰行业的首选标的, 今年 2 月份以来就进行了持续的推荐, 目前估值分别为 11、12 年的 30 和 21 倍, 短期由于业绩刺激股价已经历了一轮上涨, 但中长期投资价值依然具备。

- 11 年上半年业绩增长再次超预期。公司发布公告, 预计 11 年 1-6 月份归属于上市公司股东的净利润比上年同期大幅增长 100% 以上。净利润再次获得大超预期的高增长, 主要是因为: 国内首饰行业景气度居高不下, 公司的销售增势持续良好; 销售通道持续扩张; 同时盈利能力不断提振。
- 国内首饰行业仍处于黄金发展期, 公司大有可为。作为消费升级最明显的受益消费品, 金银珠宝类销售额同比增速一直远高于社会消费品零售总额同比增速, 04 年开始行业就进入高速增长期, 特别是 06-08 年, 其中经历了金融危机的调整之后, 10 年以来行业一直保持了 40% 以上的增速, 而今年的前 5 月增速都在 50% 以上。除了消费升级推动首饰消费持续高增长外, 黄金作为抵制通胀的有利手段也促进了其消费。同时首饰行业作为消费升级后端的行业, 国内目前的市场格局非常分散, 老凤祥作为首饰行业的龙头大有可为, 预计公司的收入可维持较快速的增长。
- 继续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, 保证了公司的渠道扩张得以持续快速拓展。由于资金、对产品的了解等问题, 首饰品牌开店的壁垒比服装品牌要高, 因此国内目前真正形成全国布局能力的首饰企业不多。公司利用批发业务进行全国扩张的模式, 目前在国内首饰行业中拥有绝对的领先优势, 批发业务已经连续几年保持了快速扩张的势头, 公司去年新增了 150 家左右的门店, 10 年底专卖店达到 516 家左右, 全国连锁的发展势头在业内无人能敌。目前门店总数量已经达到了 1400 多家, 在业内遥遥领先, 充分体现出公司全国布局的领先优势。未来公司还将以每年 100 多家的速度推进专卖店开设, 并提升门店的精细化管理, 同时未来潜在的专卖店合作将成为公司经营的亮点。

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	19295	24772	30924
同比增长	20%	30%	35%	28%	25%
营业利润(百万元)	340	540	777	1057	1393
同比增长	121%	59%	44%	36%	32%
净利润(百万元)	173	292	438	615	813
同比增长	147%	69%	50%	40%	32%
每股收益(元)	0.62	0.87	1.00	1.41	1.86
PE	49.1	35.2	30.6	21.8	16.5
PB	6.3	6.2	6.1	5.1	4.2

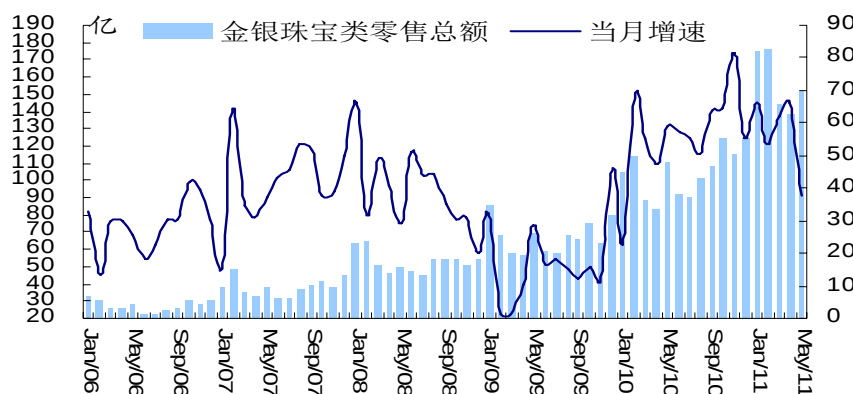
资料来源: 招商证券

□ 近几年大力推进多品类发展，在国内首饰企业的全品类发展中最有潜力。近几年由于黄金投资价值凸显，保值增值作用持续加强，市场销售持续旺盛，因此黄金类销售占比一直保持在约 70%左右。黄金类虽然毛利率不高，但周转次数很大，且符合国内目前首饰行业的需求主流，因此我们认为公司先做多规模，在黄金首饰品类占据领先地位的策略是非常正确的；同时老凤祥拥有很多国内优秀工美大师，在时尚品类的设计上是有实力的，未来伴随时尚首饰的需求增大，公司也将有更多的应对措施，但这有个过程，将伴随中国消费者的需求实现逐步转变；公司还集中精力发展毛利较高的新四大类产品，10 年的规模达到 2.65 亿，目前由于公司此类品种比较单一，未来还将继续改进，待规模逐步提升后，对于公司的毛利率提升将起到良好的作用。

□ **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。根据公司对中期业绩的预增，我们继续上调公司的盈利预测，预计 11-13 年的 EPS 分别为 1.00、1.41 和 1.86 元/股，目前估值分别为 11、12 年的 30 和 21 倍 PE，短期由于业绩刺激股价经历了一轮上涨，但考虑到公司未来的良好发展前景，中长期价值十分明显，维持“强烈推荐-A”的投资评级，半年至一年目标价至少可给予 12 年 25-30 倍 PE，目标价中枢为 39.04 元，但需注意金价对股价的影响。

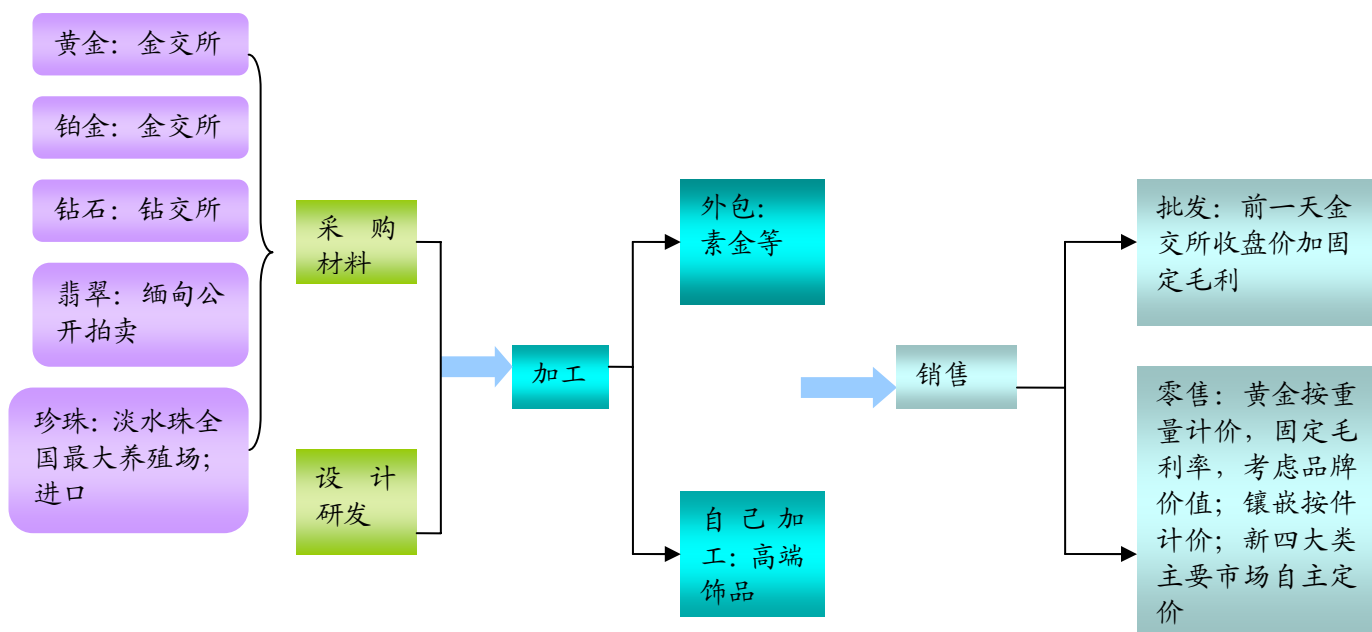
□ **风险提示：**金价波动的风险；公允价值变动损失；资金紧张影响扩张步伐。

图1：国内首饰行业零售情况



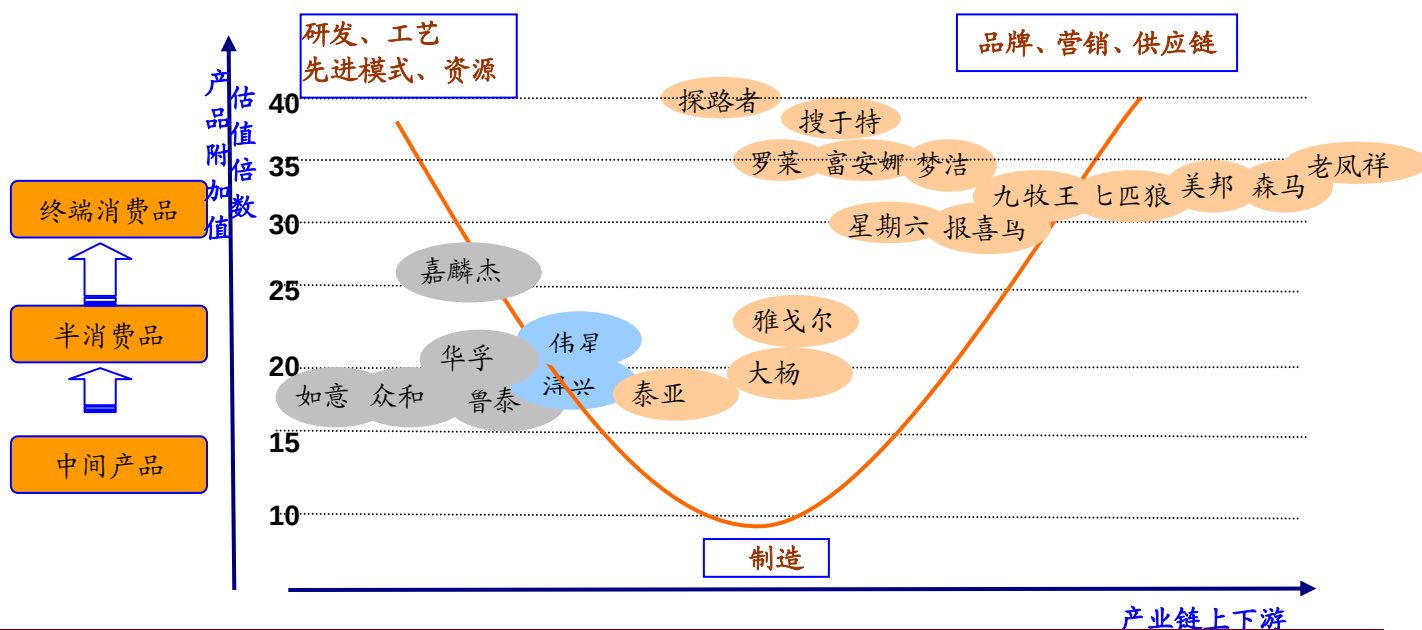
资料来源：招商证券、公司公告

图2：老凤祥盈利模式图



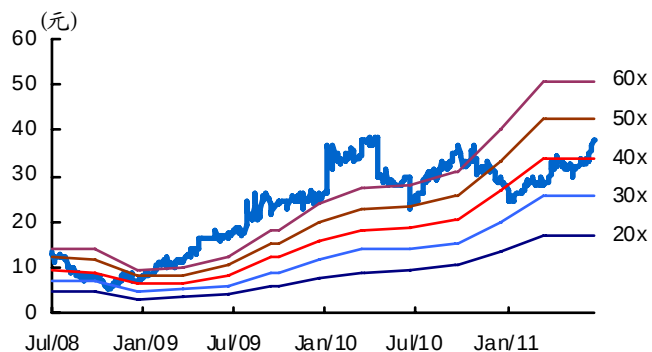
资料来源：招商证券、公司公告

图3：V式估值法（根据11年EPS）



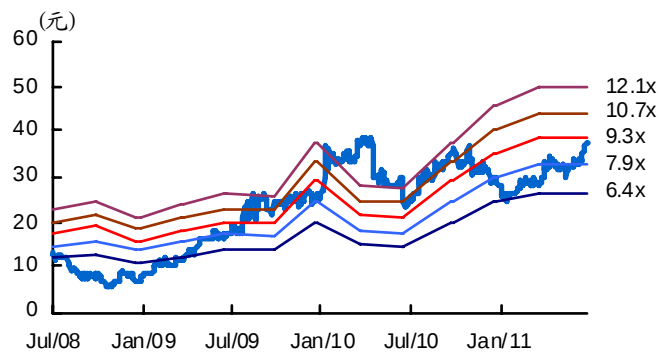
资料来源：招商证券

图 4: 老凤祥历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

图 5: 老凤祥历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

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—整合搭建更强的发展平台 世博带来主题投资机会》2010/1/27

11、《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关键，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。

12、《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，并据此总结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

13、《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。

14、《老凤祥—维持快速发展 扩张与管理提升并进》2010/10/26

15、《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

16、《老凤祥-收入维持高速增长 利润更有抢眼表现》2011/4/26

17、《织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

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	5319	6425	7862
现金	841	903	784	690	710
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	260	312	390
其它应收款	14	14	19	25	31
存货	2109	3201	4123	5249	6551
其他	110	126	104	133	165
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	6193	7285	8750
流动负债	2431	3304	3420	3904	4564
短期借款	1137	1512	1390	1297	1283
应付账款	619	732	972	1237	1572
预收账款	538	899	1041	1325	1654
其他	137	160	17	44	55
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	3621	4105	4764
股本	277	335	436	436	436
资本公积金	684	692	692	692	692
留存收益	392	629	1067	1498	2066
少数股东权益	333	230	376	555	791
母公司所有者权益	1353	1656	2195	2626	3194
负债及权益合计	4236	5483	6193	7285	8750

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	37	(207)	(67)	299	446
净利润	173	292	438	615	813
折旧摊销	0	0	52	52	53
财务费用	0	0	101	96	95
投资收益	0	0	(8)	(7)	(6)
营运资金变动	0	0	(747)	(652)	(766)
其它	(136)	(499)	97	195	257
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	(114)	(365)	(348)
借款变动	0	0	(122)	(93)	(15)
普通股增加	0	0	101	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(184)	(244)
其他	0	0	(93)	(88)	(89)
现金净增加额	108	(346)	(119)	(94)	20

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	19295	24772	30924
营业成本	10158	13021	17354	22091	27571
营业税金及附加	87	104	135	173	216
营业费用	230	333	521	694	835
管理费用	195	229	415	669	819
财务费用	75	102	101	96	95
资产减值损失	(8)	9	0	0	0
公允价值变动收益	16	22	5	4	4
投资收益	20	4	3	3	2
营业利润	340	540	777	1057	1393
营业外收入	26	26	8	5	7
营业外支出	2	4	6	4	2
利润总额	364	563	779	1058	1398
所得税	87	136	195	264	349
净利润	277	427	584	793	1048
少数股东损益	104	135	146	179	236
母公司所有者净利润	173	292	438	615	813
EPS (元)	0.62	0.87	1.00	1.41	1.86

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	30%	35%	28%	25%
营业利润	121%	59%	44%	36%	32%
净利润	147%	69%	50%	40%	32%
获利能力					
毛利率	8.0%	9.0%	10.1%	10.8%	10.8%
净利率	1.6%	2.0%	2.3%	2.5%	2.6%
ROE	12.8%	17.6%	20.0%	23.4%	25.4%
ROIC	11.2%	13.5%	15.8%	18.5%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	65.6%	58.5%	56.3%	54.5%
净负债比率	26.9%	31.2%	25.7%	20.6%	17.0%
流动比率	1.3	1.4	1.6	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	3.4	3.5
存货周转率	5.9	4.9	4.7	4.7	4.7
应收帐款周转率	66.4	87.0	82.0	86.5	88.1
应付帐款周转率	18.1	19.3	20.4	20.0	19.6
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.87	1.00	1.41	1.86
每股经营现金	0.13	-0.62	-0.15	0.69	1.02
每股净资产	4.89	4.94	5.03	6.02	7.32
每股股利	2.10	3.10	0.00	0.42	0.56
估值比率					
PE	49.1	35.2	30.6	21.8	16.5
PB	6.3	6.2	6.1	5.1	4.2
EV/EBITDA	19.3	12.4	8.6	6.6	5.2

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。