

## 老凤祥(600612.SH) 贸易行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

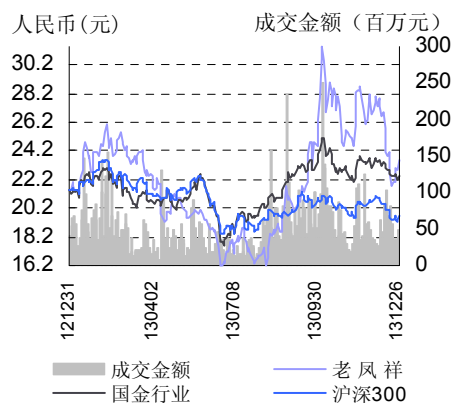
市价(人民币): 23.56元

目标(人民币): 30.37元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	317.11
总市值(百万元)	123.25
年内股价最高最低(元)	31.50/16.20
沪深300指数	2303.48
上证指数	2101.25



## 相关报告

1. 《品牌超值、经营强、改革前景广阔》，2013.12.22

**赵海春** 联系人  
(8621)60870938  
zhaohc@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 行业承压品牌胜，改革有望经营优

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.193	1.168	1.402	1.687	2.078
每股净资产(元)	4.97	5.28	6.57	8.13	10.07
每股经营性现金流(元)	-0.20	1.43	2.10	1.43	1.77
市盈率(倍)	21.87	18.44	16.80	13.97	11.34
行业优化市盈率(倍)	13.45	20.63	29.45	29.45	29.45
净利润增长率(%)	80.66%	17.50%	20.03%	20.27%	23.17%
净资产收益率(%)	23.99%	22.13%	21.34%	20.75%	20.64%
总股本(百万股)	435.93	523.12	523.12	523.12	523.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **百年老店经营优秀: 产品、渠道与上游货源, 三者皆强, 盈利有保障。** 1) 产品强: a. 包括 5 位国家级大师的百人设计师团队, 确保设计领先, b. 产品战略清晰: 全力培育“老凤祥”(不做副品牌), 黄金饰品为基, 开拓“新四类”(计划 3 年后达到营收占比 12%), 从投资到时尚、再到奢侈品; 2) 渠道强: 加盟商与自建渠道双管齐下, 共赢模式支撑每年增加加盟商 100-140 家, 下沉力强, 最快 2014 年有望过千家; 3) 上游货源控制好, 公司存货以黄金为主, 流动性好, 并已做对冲保值; 翡翠、象牙等存货价值一远超账面值多倍, 未来业绩有保障。
- **时势催化强烈, 未来业绩与估值双提升可期。** 1) 上海国企改革趋势确定: 随着兰生并入东浩打响整合第一枪, 上海国企改革已超预期快速启动, 未来不论是股权激励的体制优化, 还是资产整合注入或战略投资者的引入, 都将催化公司业绩与估值的进一步提升; 2) 随着上海自贸区的推进所带来的城市价值提升, 以及上海迪斯尼 2015 年开业(近日已宣告将扩建), 必将使本地龙头消费品牌受益 3) 利空反应充分, 下行空间小: 前期金价操控受罚(323 万)轻轻落地, 近期美国退出 QE、打压金价的预期增强, 都已在估值中充分体现。
- **行业中短期承压, 利好龙头品牌; 成长空间大, 发展前景广。** 1) 随美国退出 QE 金价下行, 行业中短期承压, 龙头品牌将受益于行业集中度提升; 2) 165 年老字号、国内黄金珠宝饰品龙头, 市值仅 126 亿, 未来成长空间大; 3) 公司品牌已深入人心, 在未来行业同质化竞争中, 公司的品牌溢价力(可比其他品牌获得 2~50%溢价)将助力公司获得更广阔发展前景。
- **盈利预测:** 我们中性预计 2013、14、15 年营业收入与净利润分别为 31、37.5、45 亿元, 以及 7.42、9.23、11.31 亿元。即使小概率的最坏情景发生, 金价下跌至 1050 美元/盎司以下, 14/15 年 EPS 可达 1.4/1.588, 按照 18x 估值, 仍可对应股价 25.20。

## 投资建议

- 我们认为, 老凤祥是上海国资旗下改革预期、品牌价值与业绩成长性兼具的白马标的; 且前期控价问题、未来金价下行态势等都已体现在股价中充分体现; 现估值对应明年收益仅 14 倍多, 建议增持。

## 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 30.37 元目标价位, 相当于 18x14PE。

## 风险

- 美国 QE 退出中引发的冲击超预期, 金价断崖式下跌导致对冲保值无法实施。

## 内容目录

百年老店经营优秀，产品、渠道、货源皆强.....	5
产品强：设计领先，战略清晰.....	5
渠道强：加盟与自建双管齐下，成长快、下沉力强.....	5
上游货源掌控好：黄金有对冲，翡翠象牙升值多.....	6
时势催化强烈，业绩估值双提升可期.....	7
上海国企改革序幕已拉开，业绩提升在即.....	7
自贸区叠加迪斯尼影响，长远发展或靓丽.....	8
利空反应充分，下行空间小.....	9
行业中短期承压，利好龙头品牌；成长空间大，发展前景广.....	10
行业中短期承压，集中度提升将利好龙头品牌.....	10
百年品牌，市值低，成长空间大.....	13
品牌积淀厚、溢价力强，发展前景广.....	15
财务分析.....	17
金价趋于低位，营收增速将渐平稳于 20%附近.....	17
“新四类”等推进，品牌发力，毛利率有望提升.....	17
费用控制及扣非净利率平稳，ROIC 业内优秀.....	18
盈利预测：未来三年 20%以上增速无忧.....	22
珠宝首饰类，增速放缓至 20%，利润率将升至 2 位数.....	22
总营收与净利润都将保持 20%左右增速.....	22
压力测试：最坏情景下，明年业绩仍可对应 25.20 元.....	24
估值与投资建议.....	26
目前股价对应 14 年收益仅 14 倍多，处于低位.....	26
附录：三张报表预测摘要.....	27

## 图表目录

图表 1: 中国黄金珠宝市场渠道占比 .....	6
图表 2: 中国黄金珠宝市场品类拆分 .....	6
图表 3: 各大黄金珠宝企业的渠道模式对比.....	6
图表 4: 中国黄金珠宝市场 Top 8 总份额近 20% .....	6
图表 5: 老凤祥 13H1 利润拆分及股权结构 .....	7
图表 6: 上海市黄浦区国资委旗下资产 .....	8
图表 7: 香港作为全球最小的迪斯尼亦在开业单季提高零售 10% .....	9
图表 8: 日本迪斯尼带动当地零售翻倍增长.....	9
图表 9: 老凤祥 / 周大福 / 周生生 / 山东黄金 vs Comex 黄金 .....	10
图表 10: 老凤祥的资产周转率、存货周转率最高, 现金周期最短 .....	11
图表 11: 中短期金价下行确定, 长远期金价与美元指数将相对稳定.....	11
图表 12: 中国黄金珠宝行业总体消费偏低但动力充足 .....	12
图表 13: 中国人均可支配收入与欧美澳相比, 差距巨大.....	13
图表 14: 中国人均可支配收入正快速增长 .....	13
图表 15: 周大福 EV/EBITDA 是老凤祥的 1.5 倍以上 .....	13
图表 16: 周大福零售、珠宝以及海外销售占比高 .....	14
图表 17: 设计、自营占比、品类优化的提升, 将给公司未来利润率带来较大提升空间 .....	15
图表 18: 老凤祥在中国地区销售额渐超周大福 .....	15
图表 19: 跨越 3 个时代的百年老店-品牌影响力华东地区独占鳌头 .....	16
图表 20: 限额以上金银珠宝销售与社销增速及金价走势的相关性 .....	17
图表 21: 老凤祥 3 年 3 季-季度累计营收及 YoY% .....	17
图表 22: 老凤祥 3 年 3 季-单季度营收及 YoY%.....	17
图表 23: 老凤祥 3 年 3 季-季度累计毛利润及毛利率% .....	18
图表 24: 老凤祥 3 年 3 季-单季度毛利润及毛利率% .....	18
图表 25: 老凤祥 3 年 3 季-单季度管理费及其费率% .....	18
图表 26: 老凤祥 3 年 3 季-单季度销售费及其费率% .....	18
图表 27: 在品牌塑造的过程中, 人力投资是必须 .....	19
图表 28: 老凤祥近 4 年管理费用拆分对比, 人力投入增长最多 .....	19
图表 29: 老凤祥 3 年 3 季-单季度财务费及其费率% .....	19
图表 30: 老凤祥 3 年 3 季-单季扣费净利及其全年占比% .....	19
图表 31: 老凤祥 3 年 3 季-季度累计扣非净利及 YoY% .....	20
图表 32: 老凤祥 3 年 3 季-单季度扣非净利及 YoY% .....	20
图表 33: 老凤祥 3 年 3 季-季度累计扣非净利及利润率% .....	20
图表 34: 老凤祥 3 年 3 季-单季度扣非净利及利润率% .....	20
图表 35: 黄金珠宝 3 家近 7 年营收及其增速-13Q3-87% .....	20

图表 36: 零售 70 家近 7 年营收及其增速-13Q3-11% .....	20
图表 37: 老凤祥近 7 年扣非净利及其增速-13Q3-23.9% .....	21
图表 38: 老凤祥 13Q3 扣非净利及其增速排名 6、21/70 .....	21
图表 39: 老凤祥近年来 ROIC 持续优秀-13 年有望近 12 .....	21
图表 40: 老凤祥 ROIC 排名(70 零售股)近年来持续上升 .....	21
图表 41: 珠宝首饰类未来 3 年增速将缓至 20%而利润率会逐步提升到 2 位数 .....	22
图表 42: 未来三年公司主营收入与净利润增长都将在 20%左右 .....	22
图表 43: 中性销售预测 .....	23
图表 44: 金价跌至 1050 盎司/美元-珠宝首饰销售情况 .....	24
图表 45: 压力测试: 最坏假设——金价跌至 1050 美元 .....	25
图表 46: 最坏情景下, 14 年 EPS 将低至 1.261 .....	25
图表 47: 老凤祥 PE 估值处于 5 年来历史低位 .....	26
图表 48: 老凤祥 PB 估值处于 5 年来历史低位 .....	26

## 百年老店经营优秀，产品、渠道、货源皆强

### 产品强：设计领先，战略清晰

- **设计团队强，激励充分**；包括 5 位国家级大师的 100 人设计师团队，确保设计领先。
  - “上海老凤祥名师设计中心”是于 2004 年由上海市经济委员会首批授牌成立的“上海市原创设计大师工作室”之一，是百年老字号“老凤祥银楼”（现“上海老凤祥有限公司”）旗下的一支精英设计团队。
  - 中心拥有中国最年轻的国家级工艺美术大师张心一：高级工艺美术师、中国工艺美术大师、中国工艺美术大师联谊会·副会长；国务院特殊津贴专家；屡次获得东南亚钻石设计比赛-最佳设计奖；屡次获得中国工艺美术百花奖金杯奖；全国五一劳动奖章获得者；全国劳动模范；上海市十大工人发明家、上海老凤祥有限公司·总工艺师、上海市首批原创设计大师工作室——上海老凤祥名师设计中心·首席设计师。
  - 还汇聚了中国第一位国际获奖设计师张京羊、上海市工艺美术大师陆莲莲、宋菁、翟建国、付志庆、陈玲敏、刘红宝，资深的中青年设计师叶家康、叶金毅、沈国兴、黄雯、杨喆、张卫东、程晓芸等人。
  - 上述设计团队包装了公司**每年新品率超过 30%**，而**人员流失度极低**；这是源于公司在各个层面宝塔形的激励机制。子公司的激励面对设计师和销售，覆盖 280 个人。
  - 每年的全球顶级奢侈品展，老凤祥团队都会出去学习；保持对于国际领先水平的认知。
- **产品战略清晰，全力培育“老凤祥”（不做副品牌），以黄金饰品为根基，大力开拓“新四类”（计划 3 年后达到营收占比 12%），从投资品到时尚品、再到奢侈品，是公司品牌发展的清晰规划。**
  - 公司战略思路清晰，在目标品牌地位尚未修炼成功之前，集中所有火力只攻**老凤祥**这个唯一的百年老字号品牌；而不会分散力量去尝试任何副品牌。
  - 我们看好公司这一品牌战略。我们认为，真正能够获得市场认可并由此取得超额市场溢价的**品牌**，都有一个历史积淀的过程，而不像已经一线地位稳固了的奢侈品大牌，为了向下拓展市场而开出更为年轻、便宜的副品牌，比如 Armani 开出 Armani Jeans、Armani Exchange 等。

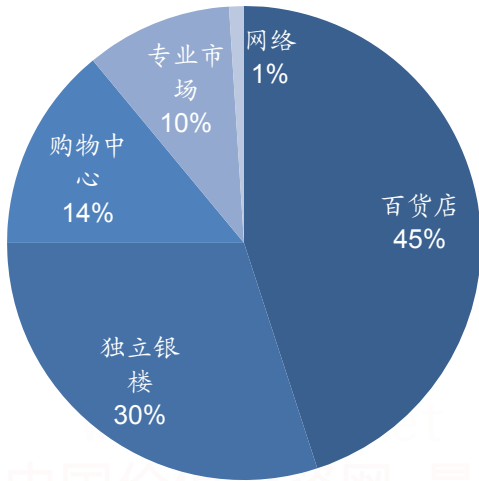
### 渠道强：加盟与自建双管齐下，成长快、下沉力强

- 公司加盟商与自建渠道双管齐下的战略，使得公司销售终端的渠道建设在近年来快速增强。
  - 共赢模式支撑每年增加加盟商 100-140 家。这样既通过自建银楼保持了品牌影响力，又通过加盟快速扩张，提高下沉力与库存周转率（最快 2014 年有望过千家）。
  - 根据 Frost & Sullivan 的统计，中国黄金珠宝市场中，还是以传统黄金饰品为主，是全世界仅次于印度的黄金消费大国（今年可能赶超印度了）。

- 中国市场上的黄金珠宝企业中，仅潮宏基和谢瑞麟黄金饰品占比低于40%，周大福、老凤祥、豫园商城、周生生、六福、明牌珠宝以及东方金钰等，其占比都超过60%。

图表1: 中国黄金珠宝市场渠道占比

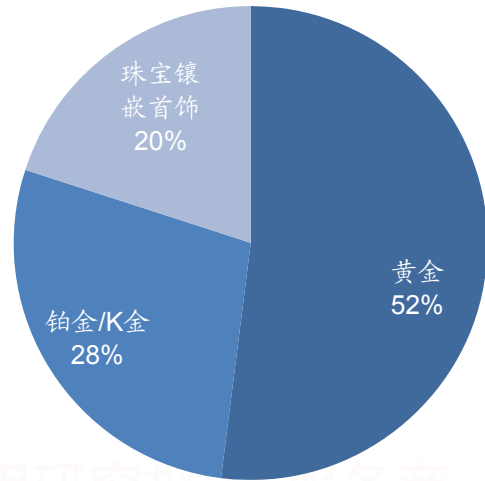
中国黄金珠宝市场-渠道占比



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

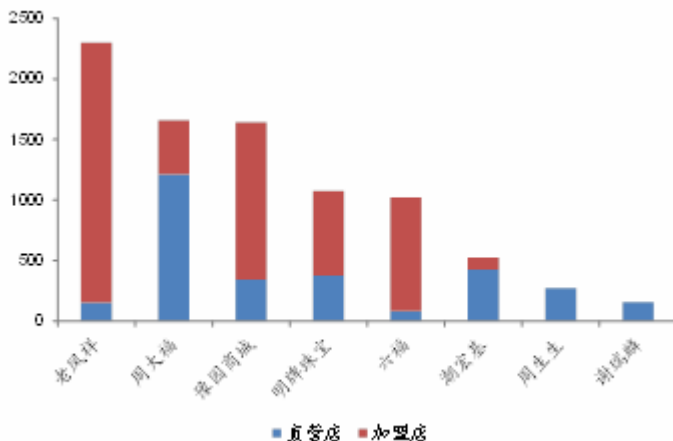
图表2: 中国黄金珠宝市场品类拆分

中国黄金珠宝市场-品类拆分



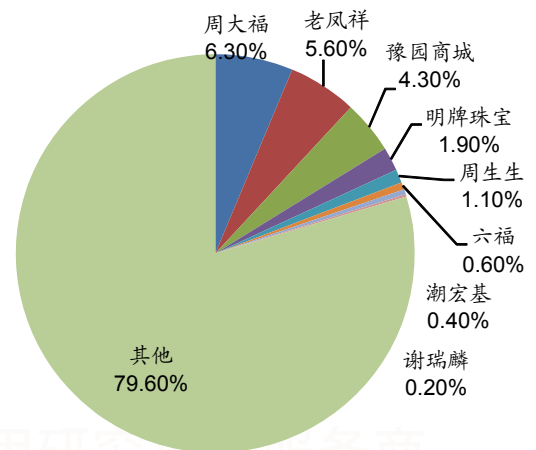
- 而以百货商城为主要营销渠道而自建银楼为辅的黄金饰品，在一二线城市，大多以直营方式较适合（毛利率高、但周转率比加盟方式低，对于资金的要求较高）；而三四线城市，就非常适合老凤祥现在采取的加盟方式，虽然毛利率偏低，但通常是订货会后就直接付款办货、并未应收账款现象，这极大的提高了老凤祥的库存周转率；因此，其毛利率在8~9%左右，远高于同行的，比如豫园商城、亚一金店等的2~3%；这也是老凤祥的ROIC能够在2012年达到零售A股70家企业中的第九位的原因。

图表3: 各大黄金珠宝企业的渠道模式对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 此处份额含中国香港地区)

图表4: 中国黄金珠宝市场 Top 8 总份额近 20%



上游货源控制好: 黄金有对冲, 翡翠象牙升值多

- 公司存货以黄金为主, 流动性好, 并有多种对冲保值有段; 翡翠、象牙等存货价值一远超账面值多倍, 未来业绩有保障。

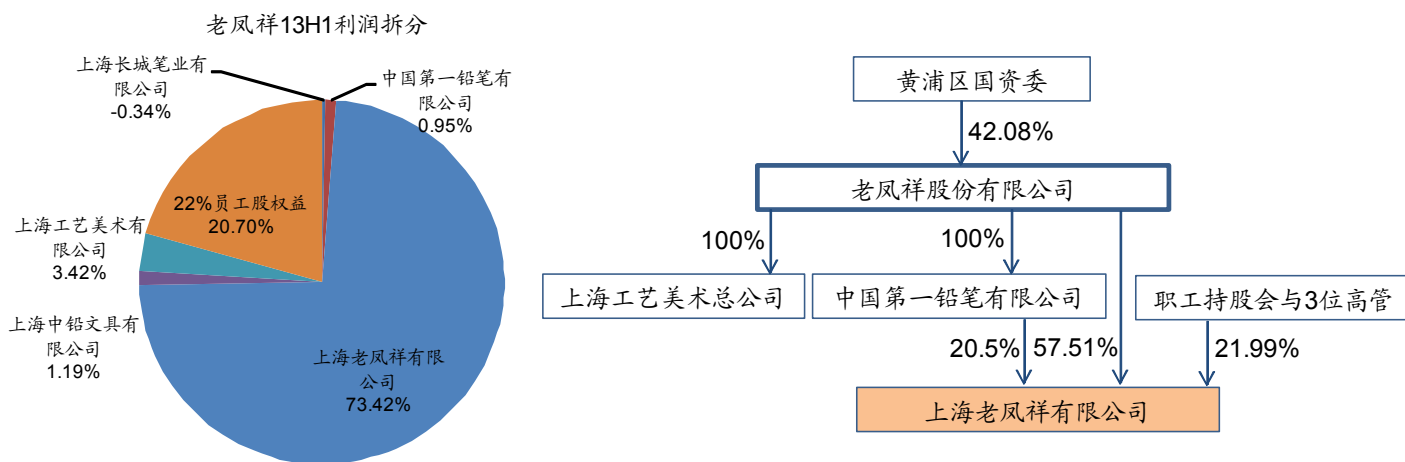
- 老凤祥是集设计研发、生产、销售为一体的产业集约化企业，不但通过加盟方式快速扩张、赶超周大福，也通过黄金交易等多种对冲收到来降低具有投资属性的存货的贬值风险。
- 公司存货中，除黄金等贵金属外，还有大量翡翠、象牙等；这次货物都是以之前年份的购买成本计入资产的，但是，这几年由于上述资源的稀缺，此类存货升值巨大（翡翠、象牙分别升值 10 多倍与 5 倍）而未体现在财务报表中，只有当制成品销售完成时才会入账，所以，从这个角度来说，后期利润提升还是大有潜力可挖。

### 时势催化强烈，业绩估值双提升可期

#### 上海国企改革序幕已拉开，业绩提升在即

- 上海国企改革趋势确定：随着兰生并入东浩打响整合第一枪，东方创业旗下子公司东松公司公告推行股权激励，上海国企改革已超预期快速启动，未来不论是股权激励的体制优化，还是资产整合注入或战略投资者的引入，都将催化公司业绩与估值的进一步提升。
- 从股权激励的角度来说，公司已经做的很充分。老凤祥股份有限公司由上海市黄浦区国资委控股，但据最新 13H1 半年报统计，贡献上市公司利润 95.42% 的老凤祥有限的 21.99% 股权归老凤祥有限的职工持股会以及上市公司的 3 位高管所有，这部分少数股东权益占到上市公司收益的 20.7%。但是，并不排除未来这部分股权被纳入上市公司层面的可能性。

图表5：老凤祥 13H1 利润拆分及股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从资源整合的角度来说，一方面，兰生并入东浩已经掀开上海国企整合的第一页，而随着未来国有企业资本化率的进一步提升，各种相关增益资源被整合入国资上市公司平台的可能性大大提高了。

图表6: 上海市黄浦区国资委旗下资产

上海市黄浦区人民政府										
上海市黄浦区人民政府 - 黄浦区国有资产管理委员会										
-----黄浦区国有资产管理办公室-----										
上海 新世 界集 团有 限公 司	上海 新黄 浦集 团有 限公 司	上海 南房 集 团有 限公 司	上海 金外 滩集 团有 限公 司	上海 黄浦 投 资集 团发 展有 限公 司	上海 南外 滩集 团有 限公 司	黄浦 复兴 城集 团有 限公 司	上海 浦 区房 地 产开 发实 业总 公司	上海 大光 明文 化集 团有 限公 司	上海 中恒 投 资发 展有 限公 司	上海 春申 江实 业总 公司

来源：公司公告，国金证券研究所

- 从**并购资产注入**的角度来说，我们看到国企方面的**部署已经初露端倪**。中国零售业正在兴起的**并购基金潮**。比如，据公司 10 月 29 日公告，益民集团，与德同资本，共同创立了**德益消费升级产业基金**——投资消费连锁行业和电子商务及其他新兴渠道的消费类企业、收购海外知名品牌等；再比如，东方创业，也在 10 月底公告，与海通开元等共同发起设立“**海通并购资本管理有限公司**”。这必将为老凤祥这类传统零售企业未来的业绩增长，提供更广阔的可能性。

**自贸区叠加迪斯尼影响，长远发展或靓丽**

- 随着上海自贸区的推进所带来的城市价值提升，以及上海迪斯尼 2015 年开业（近日已宣告将扩建），必将使本地消费品牌收益，尤其是老凤祥这类老字号行业龙头。
  - 相较于 2009 年国家发改委公布的“上海迪斯尼乐园项目通过核准”显示的上海迪斯尼占地仅 116 公顷，小于扩建后的香港迪斯尼(126 公顷)，将成**全球最小迪斯尼**，2013 年 12 月 10 日迪士尼首席财务长 Jay Rasulo 透露，上海迪士尼目前占地达 1000 公顷，以面积计算仅次于美国佛罗里达州及法国巴黎，是**迪士尼第三大的主题公园**。
  - 日本和香港迪斯尼建成后带动当地零售效应显著（见下表），可以预期，待 2015 年迪斯尼落成开业后，将带动大量衍生礼品销量的暴增；而老凤祥作为百年老字号以及黄金饰品的**投资收藏与礼品配饰兼具的属性**，将能从中有较大收益。



图表7: 香港作为全球最小的迪斯尼亦在开业单季提高零售 10%

	1999-2005筹建期	2005-2008--- 一期 建设	2008--- 二期筹建期
迪斯尼度假区的主要举措	1999年香港政府与迪斯尼达成协议, 兴建香港迪斯尼乐园, 2003年1月, 乐园正式动工	2006年7月, 增设三个游乐设施 2007年5月, 探险世界改为海盗世界 2007年7月增设两项游乐设施,	2008年增设小小世界、海底奇兵海龟语等游乐设施 二期建造中……
区域的影响	<p>基础建设: 为发展迪斯尼, 政府投资修建竹篙湾铁路线, 于2005年开通</p> <p>社会就业: 香港迪斯尼开业前, 旅游、酒店、零售等行业薪水上涨5%-10%, 乐园内清洁工的月薪9000超过同期大学毕业生的均价8000元。香港失业率从5.7%回落到5%。</p> <p>社会导向: 迪斯尼开业前, 报考酒店管理专业的学生数量猛增, 很多家子女一起连夜排队报名。</p> <p>房地产: 受迪斯尼开业的影响, 香港核心地区的旺角、尖沙咀和铜锣湾的商铺供不应求、租金大幅上涨。</p>	<p>旅游业: 05年10月开始访港人次明显上升, 月最低访港人次在200万以上, 年访港旅客创新高, 超过2300万人次, 同比增长7.1%。 2006年1月访港人次达到219万, 同比增长15.62%。</p> <p>酒店业: 四星级酒店在9月和10月的房价将得到30%-100%的涨幅, 入住率达到90%。</p> <p>房地产: 能观看到迪斯尼烟花的区域的一二手楼盘价格和成交量上涨25%左右。迪斯尼开幕后, 每天近20%的游客参观与迪斯尼隔海相望的碧堤3期。2006年底商业核心区的租金上涨15%-20%。</p> <p>零售业: 由于“迪斯尼效应”, 香港零售市场2006年第四季度的销售额增长将达10%。</p>	<p>区域形象定位: 大屿山依托香港新机场, 以迪斯尼乐园为核心, 打造旅游、商业功能为主导建设香港新的游憩商业区, 一个高尔夫球场和另一个主题公园等配套设施正在规划建设中。</p> <p>旅游业: 香港政府欲借迪斯尼的影响, 在港兴建多项游乐设施(大屿山缆车与香港湿地公园), 以促进香港旅游业由“购物游”向“游乐游”转变。</p>

来源: 世联地产, 国金证券研究所

图表8: 日本迪斯尼带动当地零售翻倍增长

	1983-1991起步期	1991-2001发展期	2001-至今成熟期
迪斯尼度假区的发展	1983年迪斯尼乐园建成开放, 开园火爆, 游客剧增 每年不断兴建新型游乐设施	2000年大型商业设施「Iksplan」建成, 2001年迪斯尼海洋乐园的开放运营	2008年7月, 度假区最大的酒店---迪斯尼陆地饭店开幕 10月太阳马戏团的常驻剧场落成
区域发展	<p>酒店业: 周边大型旅馆住宿设施诞生, 酒店客房价格提高, 入住率达90%以上</p> <p>交通基础建设: 1988年JR京叶线开通, 新浦安车站、舞浜车站开通</p> <p>房地产: 1991年迪士尼度假区周边区域每平方米的土地卖到400万日元, 同比东京都市圈均价为194万日元, 该地成为东京都市圈地价涨幅最高的地方</p>	<p>旅游业: 度假区周边修建母亲牧场、各种博物馆、寺庙等历史人文旅游项目, 增加游客停留时间</p> <p>酒店业: 舞浜站东京湾沿岸大批高级酒店群落成</p> <p>基础设施配套: 浦安市运动公园开放, 为游客提供更多选择和配套</p>	<p>区域形象定位: 迪斯尼所在的舞浜已从一个破旧的渔村海港成为了浦安市乃至东京都市圈著名的的旅游休闲板块, 成为能代表日本的城市的休养地。</p> <p>区域就业: 到08年截止, 迪斯尼度假区提供了13600个就业岗位, 其中11%属于正式员工</p> <p>商业配套: 大规模的商业设施投资兴建, 商铺满租, 租金快速提高, 同比增长2-3倍</p>
其他影响	<p>零售业: 日本掀起了一股“迪斯尼热”: 迪斯尼服装热、迪斯尼游乐热等, 1983年当年迪斯尼商品零售业产值增加近200%, 现在每年也创造着数亿的产值;</p> <p>旅游业: 90年代开始, 迪斯尼的成功带动日本兴起一股旅游地产热, 全国各地到处兴建主题公园。1995年, 日本拥有年游客接待量超过100万人次的大型主题公园29家, 全年游客接待量合计7500万人次, 年营业额为15亿美元, 相关房地产也如火如荼。</p>		

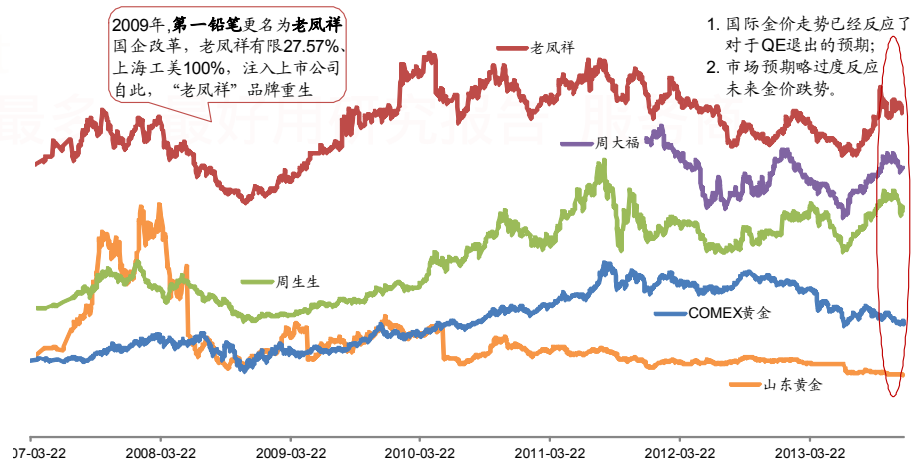
来源: 世联地产, 国金证券研究所

### 利空反应充分, 下行空间小

- 我们认为, 目前, 公司股价已反应充分外部利空, 未来, 跌无可跌: 先是前期金价操控受罚(323万)轻轻落地, 再是近期美国退出QE、打压金价的预期增强, 都已在估值中充分反应。
  - 处罚靴子轻轻落地。
    - 8月12日, 老凤祥下属孙公司上海老凤祥银楼有限公司接到上海市物价局下发的《行政处罚决定书》, 对于其涉嫌操纵黄、铂金饰品价格, 损害了其他经营者和消费者的合法权益, 处以罚款323万元。

- 第一，鉴于公司主动整改，此次处罚相当于公司今年前三季度收入的 10 万分之 5；第二，操控地方市价是不对的，但是换个角度看问题，有能力在一个充分自由竞争的消费品行业主导制定游戏规则，其行业**龙头地位**以及**对上游货源与销售终端的控制力**也可可见一斑了。
- 穿越金价进行时。
  - 当前金价走势已经部分体现了市场对 QE 退出的预期；
  - 从下图纵观老凤祥与其他金饰、黄金相关公司，其走势并未表现出与金价的密切拟合；目前，市场对这点预期略过度；
  - 如前文所述，老凤祥正在从经营**投资属性**的消费品-传统金饰，转型为**时尚属性**消费品-包含“新四类”（翠、珠、玉、宝）新一代金银珠宝饰品，并在未来升级为蒂凡尼那样的**奢侈品牌**；随着单一较强投资属性金饰占比的逐步降低（未来目标降到 50%以下），公司业绩将穿越金价走势，或有更靓丽表现。

图表9：老凤祥/周大福/周生生/山东黄金 vs Comex 黄金



来源：Wind, 国金证券研究所

## 行业中短期承压，利好龙头品牌；成长空间大，发展前景广

### 行业中短期承压，集中度提升将利好龙头品牌

- 随美国逐步退出 QE（且无国际地缘危机等重大事件发生的情况下），国际金价的中短期下行态势基本确定；
  - 中国黄金饰品，由于消费者购买行为中投资保值的属性更多，行业中短期增长将承压；
  - 但在行业承压中，首先受冲击的恰恰是品牌较弱、渠道相对更少的企业；老凤祥作为仅次于周大福的黄金饰品龙头品牌，其渠道强势、产业链控制力强（每年 3-4 次的订货会批发销售，几乎无应收款，存货周转率最高，现金周期最短），将显著受益于其他同行企业受冲击所带来的行业集中度提升，反而会获得更多市场份额。

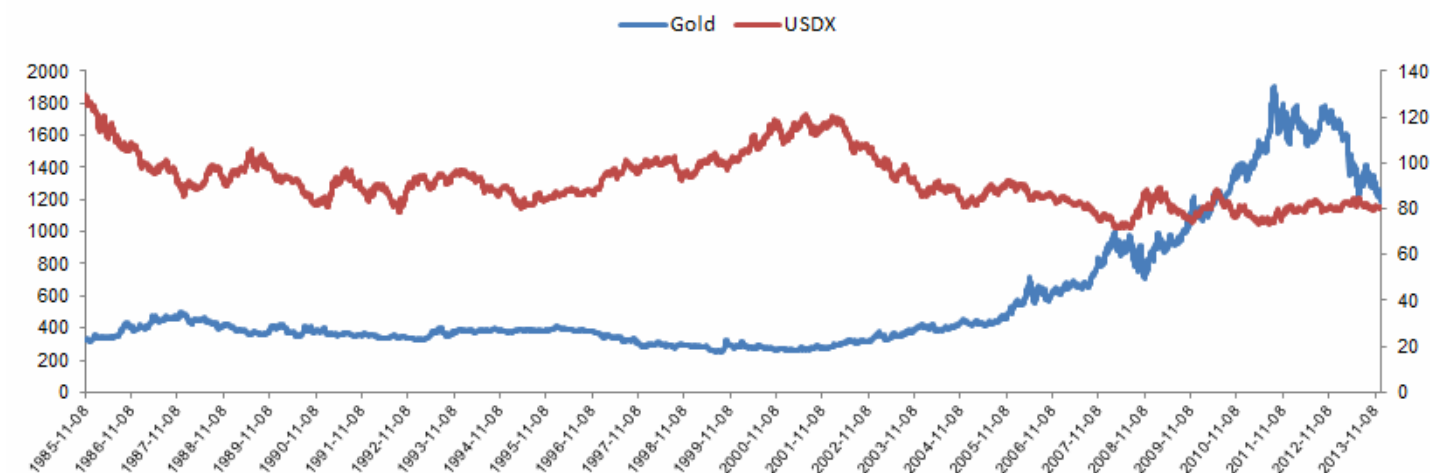
图表10: 老凤祥的资产周转率、存货周转率最高, 现金周期最短

	1929.HK 周大福	0590.HK 六福	0417.HK 谢瑞麟	0116.HK 周生生	600612.SH 老凤祥	002345.SZ 潮宏基	600086.SH 东方金钰	600655.SH 豫园商城
Asset Turnover	1.42	2.26	1.78	2.33	3.57	0.81	1.68	2.07
Net Fixed Asset Turnover	28.88	24.82	30.26	31.29	59.86	7.07	67.64	23.15
Accounts receivable turnover-days	16.27	4.39	13.15	13.41	17.49	22.49	3.14	5.34
Inventory Days	244.69	135.75	284.72	116.07	41.69	377.57	175.15	63.80
Accounts Payable Turnover Day	4.25	10.69	54.83	2.91	15.57	20.79	8.70	5.17
Cash Conversion Cycle	256.71	129.46	243.04	126.57	43.61	379.27	169.59	63.97

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 而从长期来看, 由于全球黄金储量的有限性、黄金开采成本的日益上升以及全球经济向前发展中必然经历货币超发、适度通胀的经济属性, 都决定了金价长远期仍是向上的走势。

图表11: 中短期金价下行确定, 长远期金价与美元指数将相对稳定

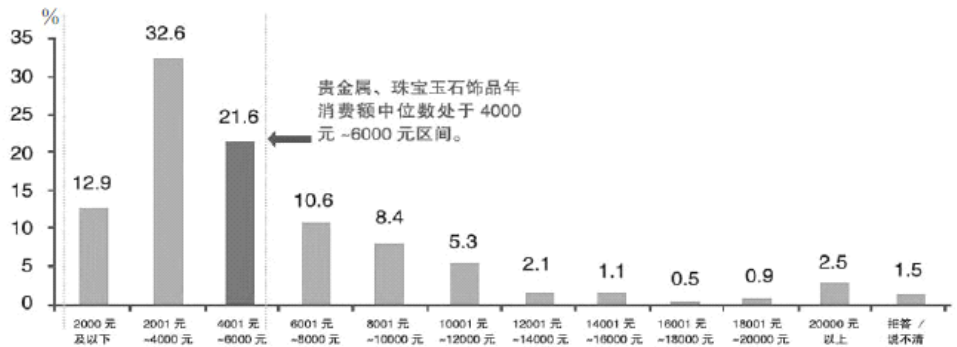


来源: Wind, 国金证券研究所

- 中国黄金珠宝消费市场的大众消费属性决定了这一市场的低消费、大基数、高成长空间。
  - 不但长远期黄金仍具备高投资属性, 而且作为大众消费——中国的黄金饰品, 目前的时尚饰品属性尚且较弱, 更远未达到 Tiffany、Cartier 等奢侈品牌的消费层次, 常常是大妈压箱底的传家宝或送小辈的礼物; 这部分消费人群众多而随着城镇化推进, 更多乡村人口消费升级, 将给黄金饰品的消费带来更广阔的成长空间。
  - 低消费: 根据 2013 年 2~8 月中国黄金报社和零点研究咨询集团在全国 30 个直辖市、省会城市和重点地级城市的 84 个拦截点、最终获取 2584 个有效样本最新的联合调查结果显示, 中国的黄金珠宝消费还处于一个较为初级的发展阶段:
    - ◇ 低消费占比: 在近 3 年内有实际购买行为的消费者中, 人均持有各种材质的贵金属、珠宝玉石饰品 4.7 件。如果以持有 3 件和 6 件为标准来界定消费者, 可以将消费者分为三级: 仅拥有 3 件以下贵金属、珠宝玉石饰品的“入门消费者”将近四成; 拥有 4 件~5 件的“中级消费者”占比 35.2%, 拥有 6 件及以上的“资深消费者”尚不足三成。在调查中, 贵金属、珠宝玉石饰品年消费额在家庭年可支配收入中的平均占比仅为 7.6%, 近四成消费者的饰品年花费总额占家庭可支配收入的比值尚不足 5%。

- ◇ 低消费价位：目前中低端价位的贵金属、珠宝玉石饰品占据了主流市场。以单件非婚庆饰品的最高价位为例，数据显示，超过四成的消费者所持有的最贵重非婚庆饰品价值都在4000元以下，而拥有价值超过1万元的单件非婚庆饰品的消费者仅占12.5%。最近3年内贵金属、珠宝玉石年均消费额在6000元以下的消费者占据总量的67.1%。
- ◇ 随着中国经济的持续发展、国民人均收入的提高、整体教育水平的提升和中西方文化交流的深入，这个市场也将呈现更大的发展空间。

图表12：中国黄金珠宝行业总体消费偏低但动力充足

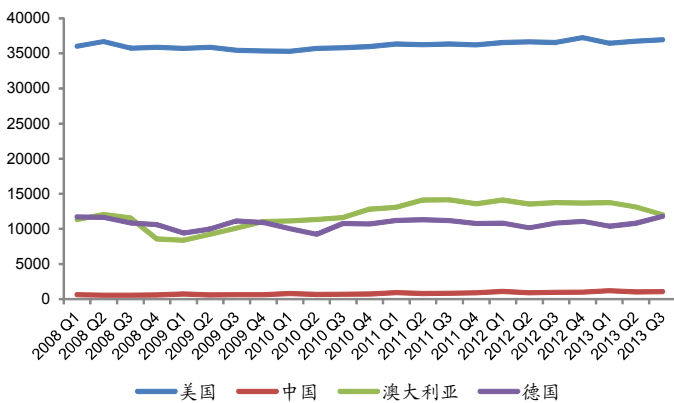


最近3年内,贵金属、珠宝玉石年消费在6000元以下的消费者占67.1%。

来源：2013年2~8月中国黄金报社联合零点研究咨询集团所作的消费者调查结果，国金证券研究所

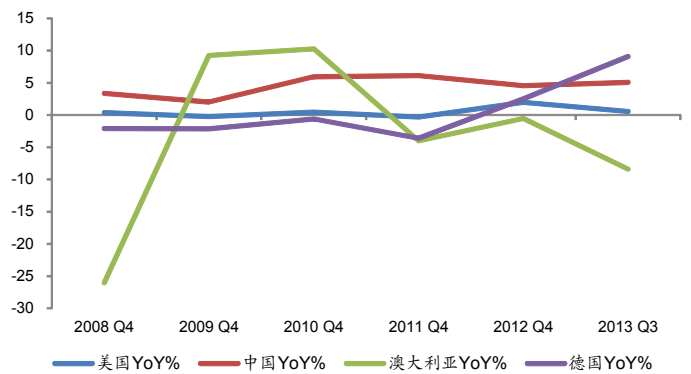
- **大基数**：世界黄金协会在2013年7月25日发布的黄金需求报告显示，2013年中国黄金总需求预计达到1000吨，并将取代印度成为头号黄金消费大国。另据国际铂金协会监测数据显示，中国自2000年起蝉联世界铂金饰品第一消费大国，在世界范围的市场份额从1993年的1%上升至近60%。
- ◇ 2013年，国内终端黄金卖场价格下调7次。自2月至今，有北京“金价风向标”之称的莱百公司千足金每克降幅超过60元。伴随着降价风潮，中国消费者的购买热情在2013年出现井喷：上半年全国黄金饰品、金条消费量同比增53.7%，达到706.36吨。8月以来，国内市场白银价格整体走低，部分城市又掀起了抢购银饰、银条风潮。
- ◇ 2013年圣诞节，在全国各地金价跌破300元大关后，各地再现圣诞折扣下的抢金潮。
- ◇ 中国庞大的人口基数、快速增长的人均收入和迅速膨胀的消费需求，为市场的繁荣提供了强劲动力。
- **高成长空间**：中国目前的黄金珠宝首饰消费，还处于较低级的阶段，消费者对贵金属、珠宝玉石饰品装饰功能的要求并不是很高，而婚庆、寿庆、节庆等喜庆场合是中国消费者考虑购买贵金属、珠宝玉石饰品的主要时机，这与中国的送礼文化密不可分。在情人节等特殊节日，高达60.4%的20岁~30岁男性消费者会考虑购买珠宝首饰作为礼物。未来，随着中国居民收入以及消费文化的随之提升，更高层次的“非时机性”常态消费或将有较大成长空间。

图表13: 中国人均可支配收入与欧美澳相比, 差距巨大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

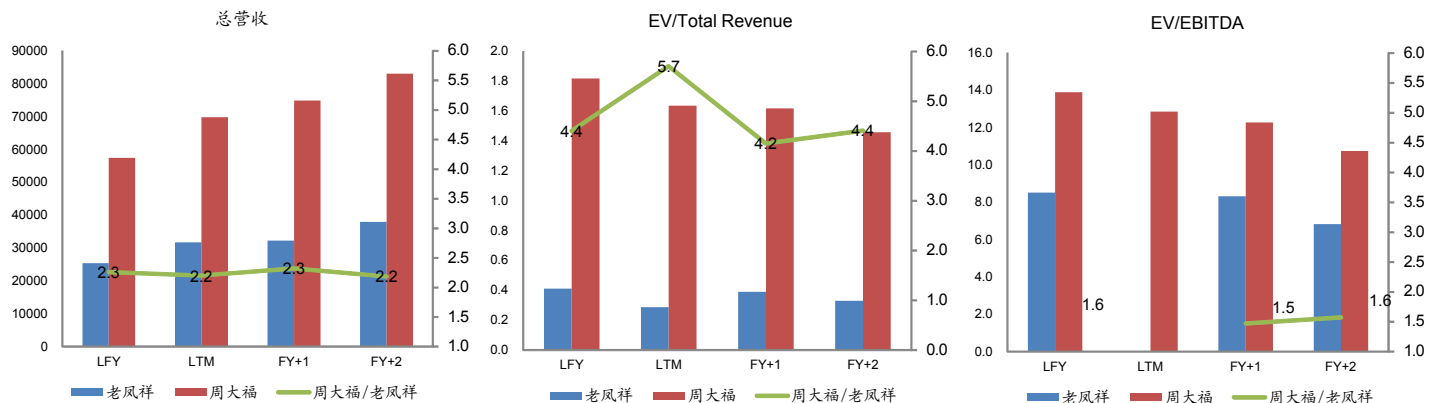
图表14: 中国人均可支配收入正快速增长



### 百年品牌, 市值低, 成长空间大

- 作为 165 年老字号的国内金饰龙头“老凤祥”, 其市值只相当于净利润额是公司净利 4 倍的 84 年历史的周大福千亿市值的 1/8; 前者仍有较大提升空间。

图表15: 周大福 EV/EBITDA 是老凤祥的 1.5 倍以上



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

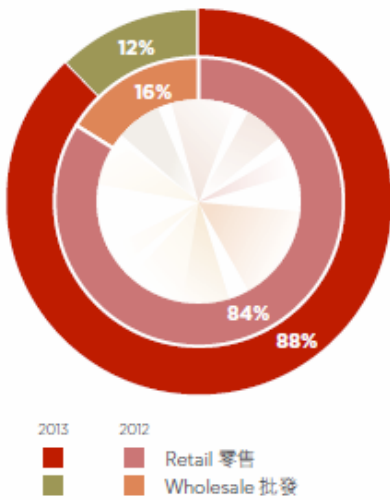
- 当然, 目前周大福的千亿市值是老凤祥的近 8 倍, 是有其道理的:
  - 首先, **设计水平更高**: 作为更为国际化的自由港-香港, 其黄金珠宝的设计师, 就如高端皮草的一样, 都是顶尖水平, 远高于国内的, 这就使得其产品的附加值更高, 而经营者的利润率自然更高;
  - 其次, **零售终端更强**:
    - 地域分布: 周大福作为源于南方(广州)、发展于香港的品牌, 在中国大陆、香港以及澳门、台湾、马来西亚等地共有逾千家连锁店。老凤祥在华东销售较强占公司总营收 60% 以上, 而东北、中原等地的销售网点仍有待增强; 而公司的海外销售就相对更弱, 近年来国内占比高达 85~90%, 而随着公司加盟商的快速发展, 以及迈向海外的步伐加快(澳洲、美国都将陆续开店), 都将有很多提升空间。
    - 零售占比: 其零售占比 88% 远高于老凤祥的 40%。老凤祥是以每年 3~4 次的订货会批发销售通常占公司全年销售 6 成,

而零售的毛利率 20%（取决于库存周转率）将近零售毛利率的 4 倍，这也使得目前周大福的总体盈利能力远高于老凤祥。

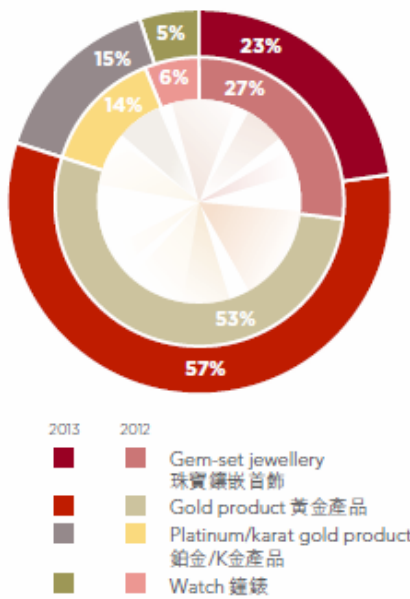
- 第三，非黄金类**钻石珠宝占比更高**：周大福的总销售中，珠宝占比远高于老凤祥目前“新四类”占比的近 3%；作为为全球最大钻石毛坯供货商英国钻石贸易公司 DTC（Diamond Trading Company）全世界 78 个特约配售商（Sightholder）之一，获直接配售天然钻石原胚，在整个大中华地区属首家获得此殊荣的钻石商。

图表16：周大福零售、珠宝以及海外销售占比高

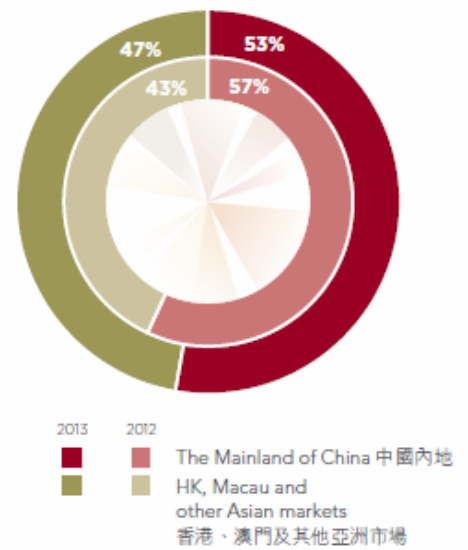
Revenue by operation model  
按營運模式劃分的營業額



Revenue by product  
按產品劃分的營業額



Revenue by geography  
按地區劃分的營業額



Note: The percentages calculated could include minor rounding differences.  
附註：百分比計算結果或略有進位差異。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 而拥有 165 年历史的老凤祥在 2009 年整合进第一铅笔之后，相较 80 多年历史的高端品牌周大福，通过 1) **人才挖潜**（金字塔型结构，从设计师到销售人员，激励充分）、2) 采用自建银楼与发展加盟商的战略（加盟商最快 2014 年就可能过千家）**快速发展零售终端**、3) **品类优化**（未来三年，翠、珠、玉、宝新四类占比将提升 3~4 倍，达到 12%，将尽力使得低毛利率的黄金饰品占比降到 55%左右），渐进稳步地在调整中发展；未来在**上述 3 点差距中获得提升的空间巨大**。而公司目前的低净利润率，也将随着上述 3 点的提升，在未来有较大的提升空间。

中国价值投资网 最好用研究报告服务网  
www.jztzw.net

图表17: 设计、自营占比、品类优化的提升, 将给公司未来利润率带来较大提升空间

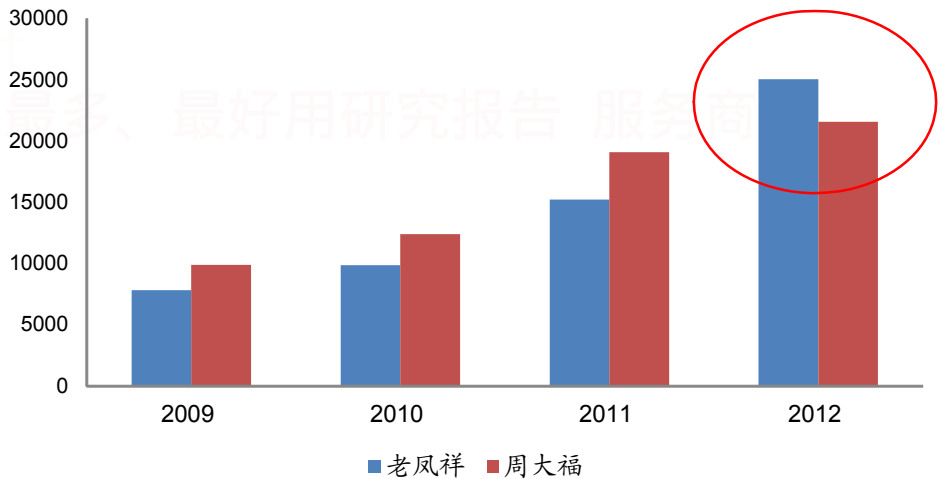
Profitability	1929.HK 周大福	0590.HK 六福	0417.HK 谢瑞麟	0116.HK 周生生	600612.SH 老凤祥	002345.SZ 潮宏基	600086.SH 东方金钰	600655.SH 豫园商城	002574.SZ 明牌珠宝
EBITDA	689.28	147.64	14.58	83.69	-	23.76	-	-	29.41
EBIT	648.41	140.54	11.53	73.59	66.14	19.26	7.77	35.77	28.42
Operating Margin	13.32%	10.83%	4.20%	4.05%	4.51%	10.57%	8.08%	3.87%	2.70%
Pretax Margin	12.00%	11.46%	3.11%	5.55%	4.59%	11.33%	3.81%	3.37%	1.57%
Return on Assets	14.65%	21.56%	3.93%	11.61%	8.24%	6.83%	3.80%	9.81%	1.83%
Return on Common Equity	22.19%	25.65%	9.03%	16.99%	25.52%	10.55%	20.12%	19.98%	2.63%
Asset Turnover	1.42%	2.26%	1.78%	2.33%	3.57%	0.81%	1.68%	2.07%	1.64%
Margin Analysis									
Gross Margin	26.42%	20.10%	43.07%	14.64%	7.11%	28.28%	10.36%	7.89%	5.85%
EBIT Margin	12.67%	10.90%	4.20%	5.38%	4.31%	10.09%	2.95%	2.06%	2.70%
Net Income Margin	9.29%	9.59%	2.23%	4.36%	2.69%	9.42%	3.16%	3.07%	1.11%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 老凤祥去年已经实现了在中国地区的销售额超越了周大福（虽然全球销售总额低于周大福）。

图表18: 老凤祥在中国地区销售额渐超周大福

老凤祥vs周大福在中国地区的销售额



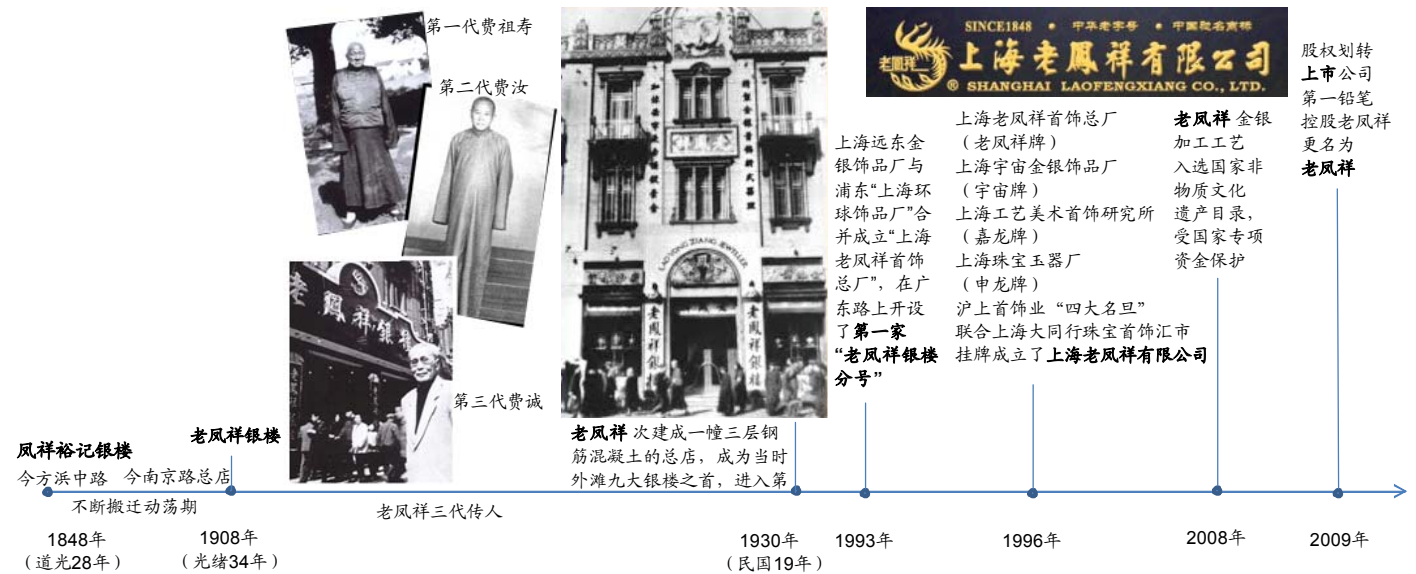
来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (周大福的港币收入, 按照最新 0.783 的汇率折算成人民币)

品牌积淀厚、溢价力强, 发展前景广

- 作为国内传统金饰龙头, 公司品牌已深入人心, 在未来行业同质化竞争中, 品牌溢价力 (可比其他品牌获得 2~50% 溢价) 将助力公司获得更广阔发展前景。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表19: 跨越3个时代的百年老店-品牌影响力华东地区独占鳌头



来源: 公司公告, 网站, 国金证券研究所绘制

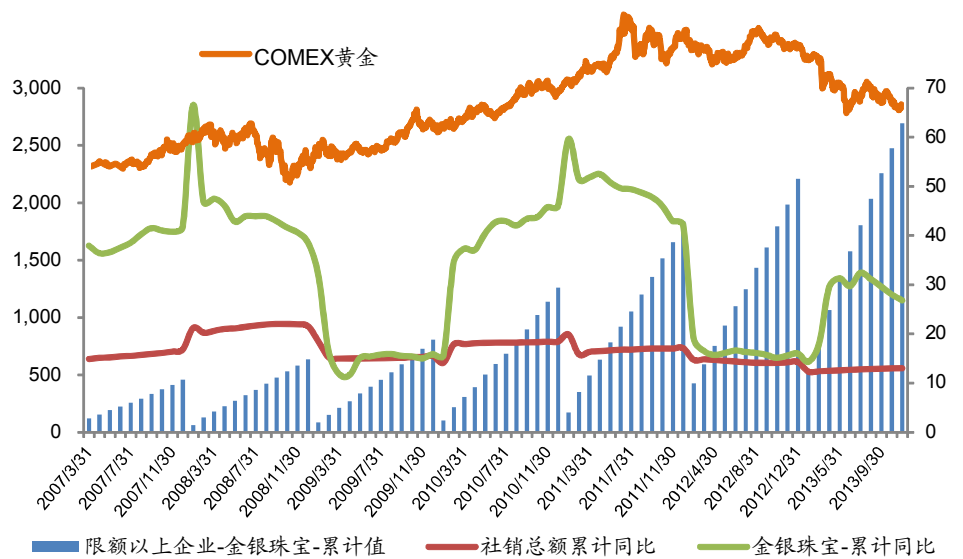
中国价值投资网

- 市场对于全球金价下行中对老凤祥黄金饰品需求造成打压而使得公司业绩承压的预期，可能过于悲观了。
  - 由于老凤祥的品牌溢价较高，反而作为同时具备投资属性的黄金饰品来说，对投资者的吸引力更高；因为相比较于非名牌金饰，公司非纯金条类的产品的保值空间会更大。2010年前，老凤祥与周大福金饰与其他品牌的差距大约在3~8元/克，而2011年金价下跌以来，这个差距竟然扩大到了近20元/克。
  - 中国的黄金珠宝市场集中度较低，及时是第一、第二位的周大福、老凤祥，市场占比也不过近6~7%，CR10更是仅20%多。在这种行业格局下，行业发展承压中必将造成中小品牌无力支撑而退出，市场集中度得到提升而使得前几位的品牌反而获得更大的增长。
  - 从下图可以看到，随着金价持续走低，国内限额以上黄金珠宝销售额年度累计同比并未下降，还是保持26.8%是社销增速13%的两倍。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



图表20: 限额以上金银珠宝销售与社销增速及金价走势的相关性



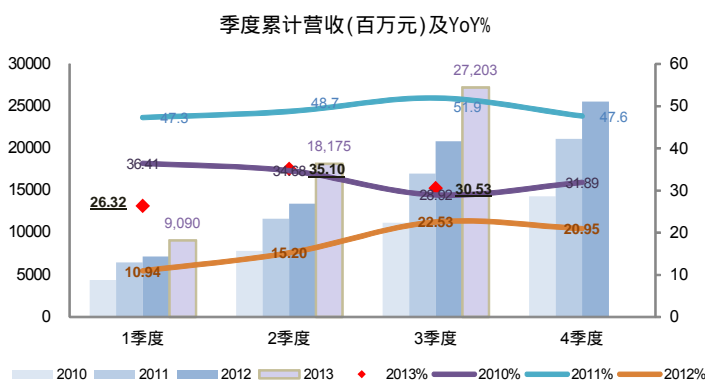
来源: Wind, 国金证券研究所

### 财务分析

金价趋于低位, 营收增速将渐平稳于 20% 附近

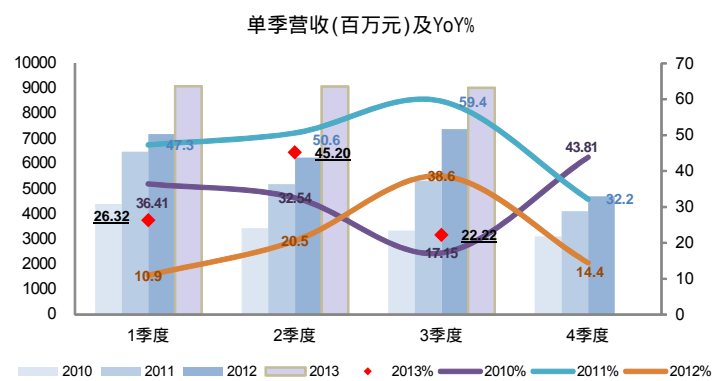
- 随着今年 5 月进价暴跌带来的黄金饰品类销售猛增, 预计后续销售增速将趋于平缓, 预计全年增速将在 20% 左右。

图表21: 老凤祥 3 年 3 季-季度累计营收及 YoY%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 老凤祥 3 年 3 季-单季度营收及 YoY%

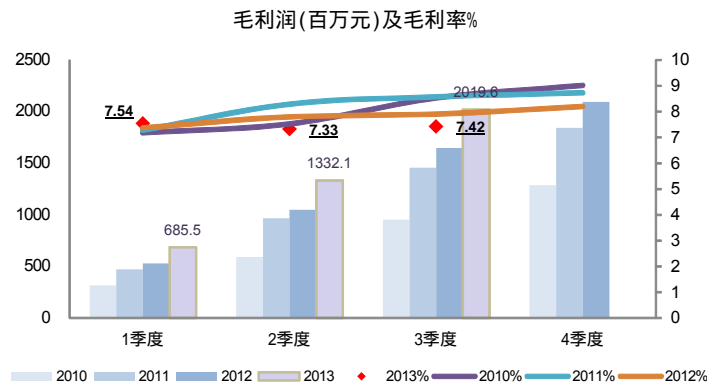


“新四类”等推进, 品牌发力, 毛利率有望提升

- 随着黄金饰品类销售的趋于平稳以及未来新四类销售占比的提升, 公司的毛利率料将获得稳步提升。
- 目前, 黄金饰品的毛利率在 7~9% 之间徘徊, 而翡、珠、玉、宝“新四类”产品的毛利率却通常在 40% 以上; 公司计划在未来三年将此类

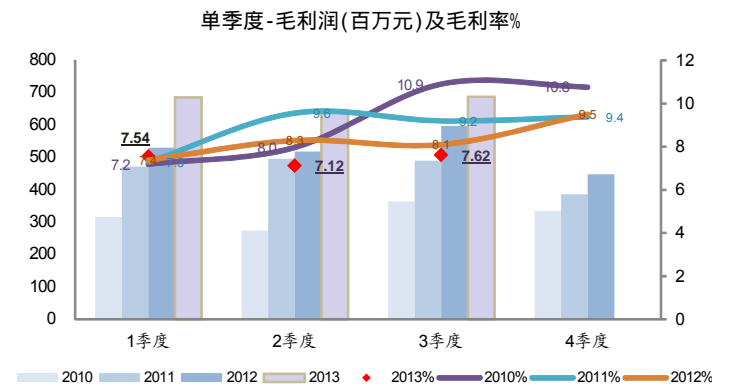
产品 3% 不到的营收占比提高到 10~12%，则将进一步提高公司的盈利能力。

图表23: 老凤祥3年3季-季度累计毛利润及毛利率%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

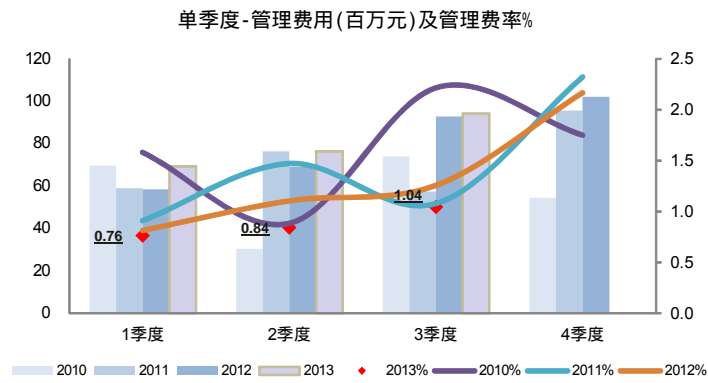
图表24: 老凤祥3年3季-单季度毛利润及毛利率%



费用控制及扣非净利率平稳, ROIC 业内优秀

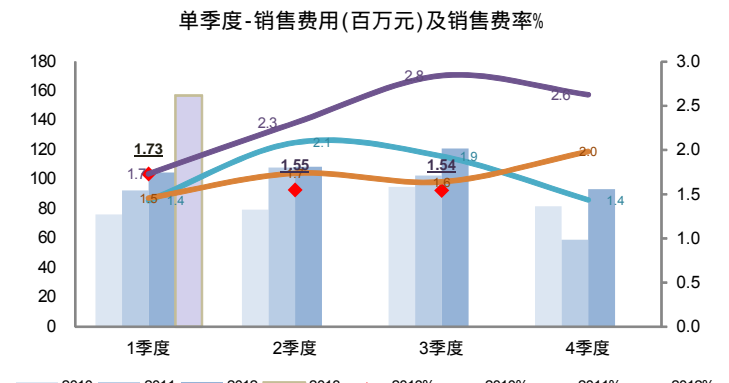
- 老凤祥近年来费用控制能力强, 期间费率基本维持稳定。
  - 公司近年的销售与管理费用相对稳定, 我们乐于见到, 其中人力成本上升最多; 因为在黄金饰品行业, 尤其公司的目标是未来的时尚消费、进而向奢侈品牌的升级, 高级设计师的培养与引进就成为公司提升产品差异化核心竞争力的必须手段之一。

图表25: 老凤祥3年3季-单季度管理费及其费率%

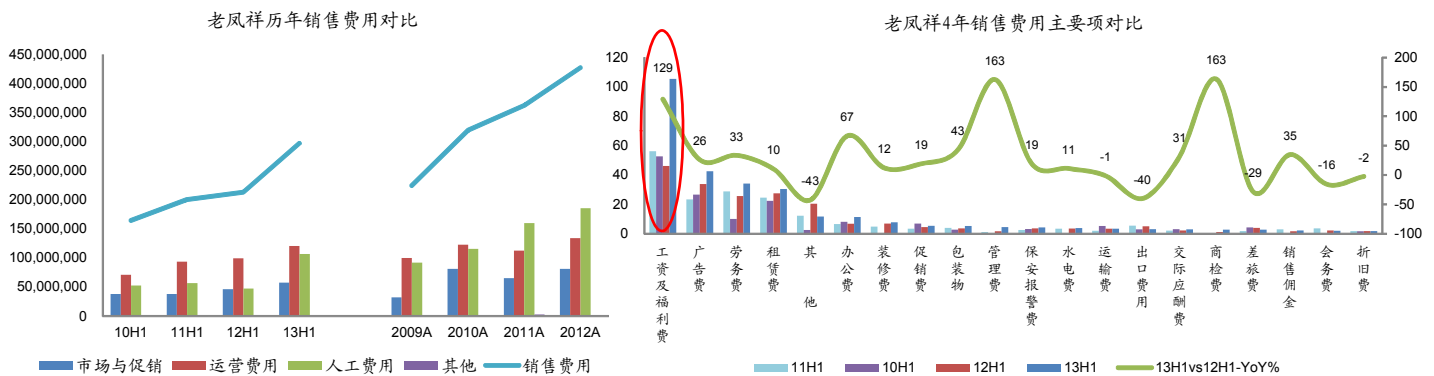


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 老凤祥3年3季-单季度销售费及其费率%

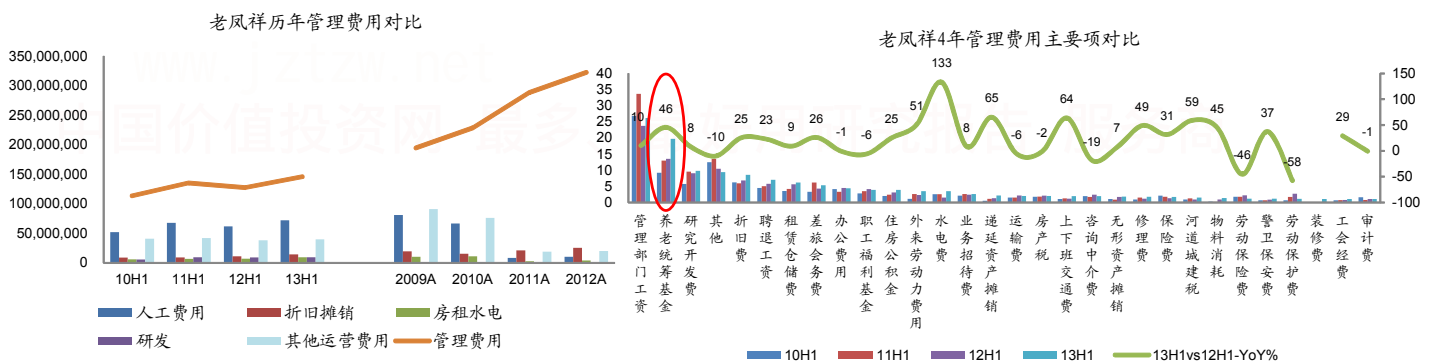


图表27: 在品牌塑造的过程中, 人力投资是必须



来源: 公司公告, 国金证券研究所

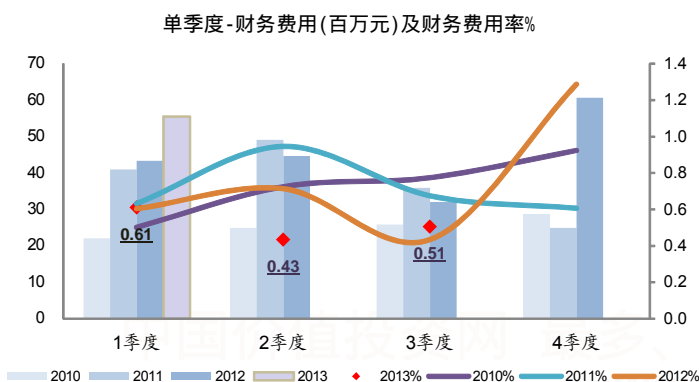
图表28: 老凤祥近4年管理费用拆分对比, 人力投入增长最多



来源: 公司公告, 国金证券研究所

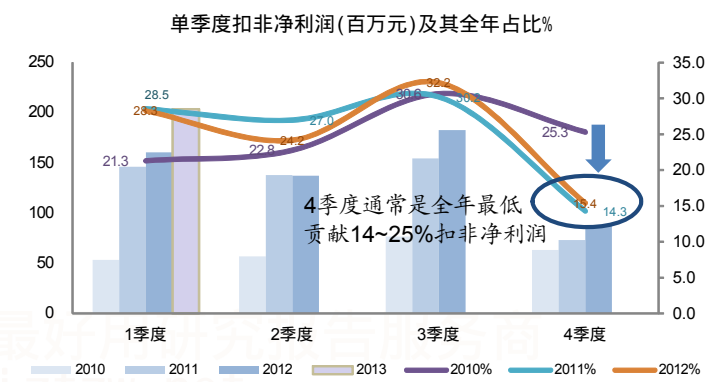
- 我们看到, 每到四季度公司的财务费用会有所上升, 可能是因为, 为维护与加盟商共赢共成长的良性循环, 公司每年年终都会适度返利给加盟经销商。而四季度的扣非净利率通常也会相应到达全年最低。

图表29: 老凤祥3年3季-单季度财务费及其费率%



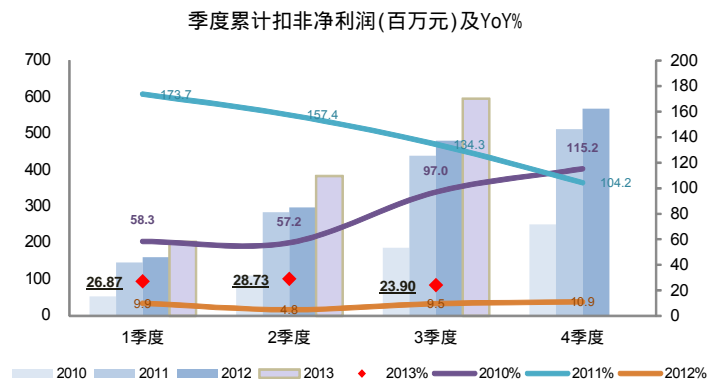
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表30: 老凤祥3年3季-单季扣费净利润及其全年占比%



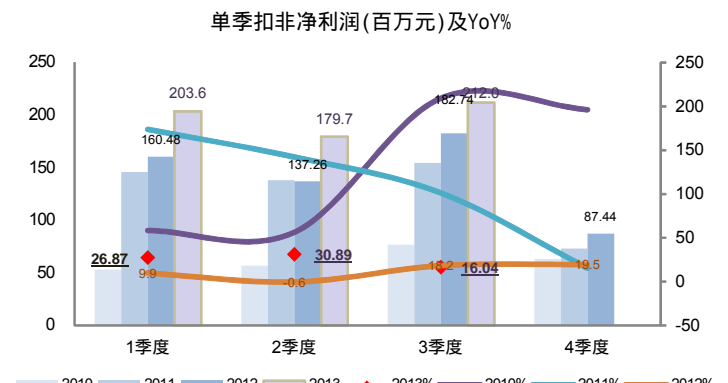
- 我们预计, 由于前3季度遭遇金价大跌而“中国大妈”抢购, 使得黄金饰品类销量大增, 而公司有适当做了存货保持的对冲交易, 所以全年的扣非净利润增速还是可以达到20%左右的。

图表31: 老凤祥3年3季-季度累计扣非净利及YoY%



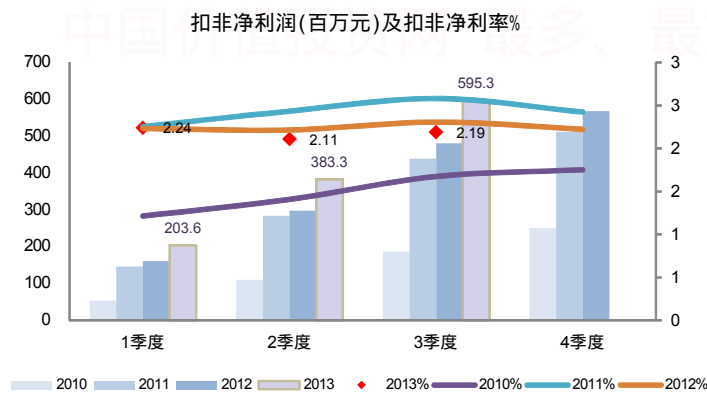
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表32: 老凤祥3年3季-单季度扣非净利及YoY%



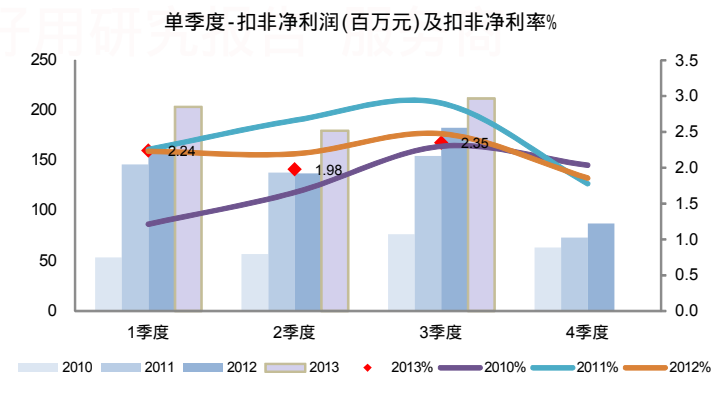
- 未来, 随着金价趋于低位而黄金销售趋缓, 我们预计未来随着低毛利率的黄金产品销售占比的下降, 或将提升公司的综合毛利率以及整体的扣非净利率。

图表33: 老凤祥3年3季-季度累计扣非净利及利润率%



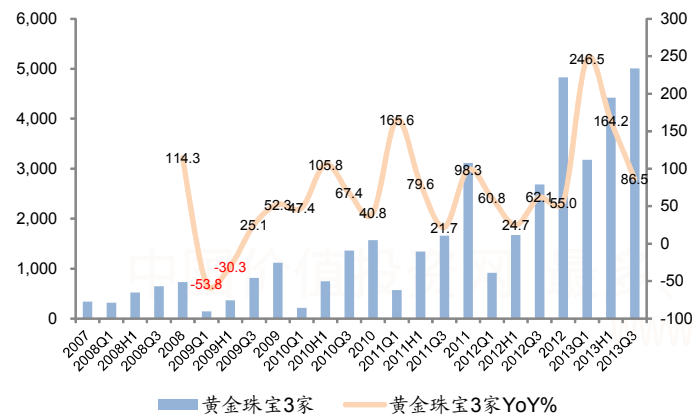
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表34: 老凤祥3年3季-单季度扣非净利及利润率%



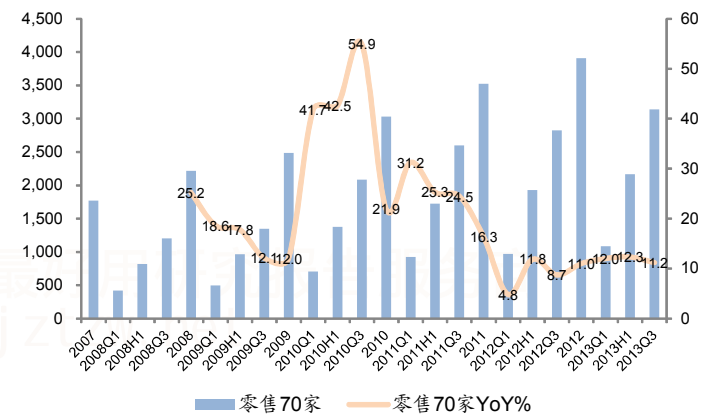
- 老凤祥作为上海国企中经营做优秀的零售企业之一, 今年来营收增速以及ROIC都表现抢眼, 尤其ROIC在70家零售企业中已经跃升到第9位。

图表35: 黄金珠宝3家近7年营收及其增速-13Q3-87%

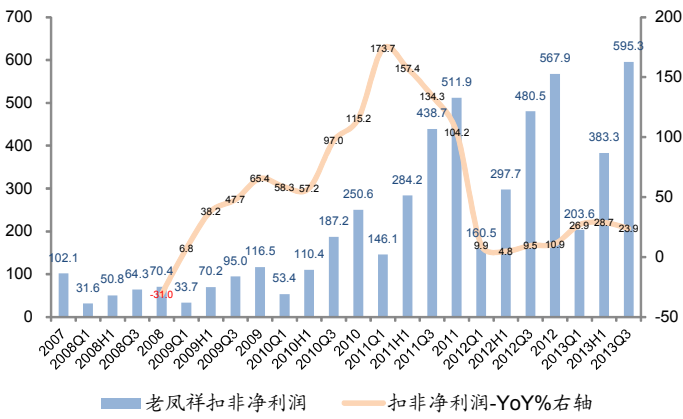


来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 零售70家近7年营收及其增速-13Q3-11%

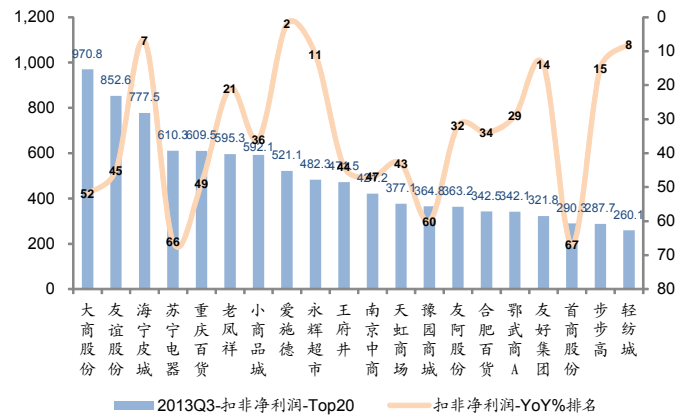


图表37: 老凤祥近7年扣非净利及其增速-13Q3-23.9%

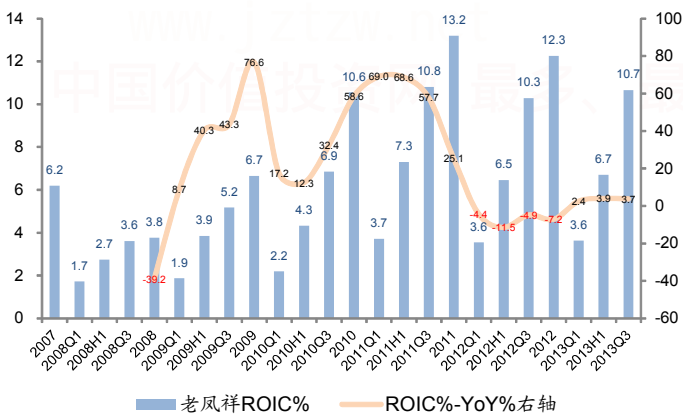


来源: 国金证券研究所

图表38: 老凤祥13Q3扣非净利及其增速排名6. 21/70

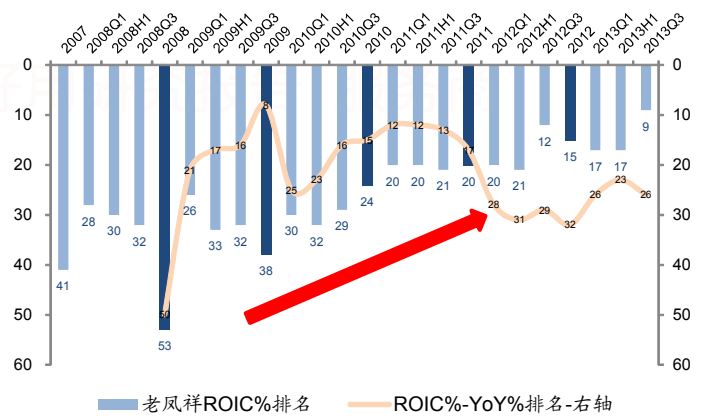


图表39: 老凤祥近年来 ROIC 持续优秀-13年有望近12



来源: 国金证券研究所

图表40: 老凤祥 ROIC 排名(70 零售股)近年来持续上升

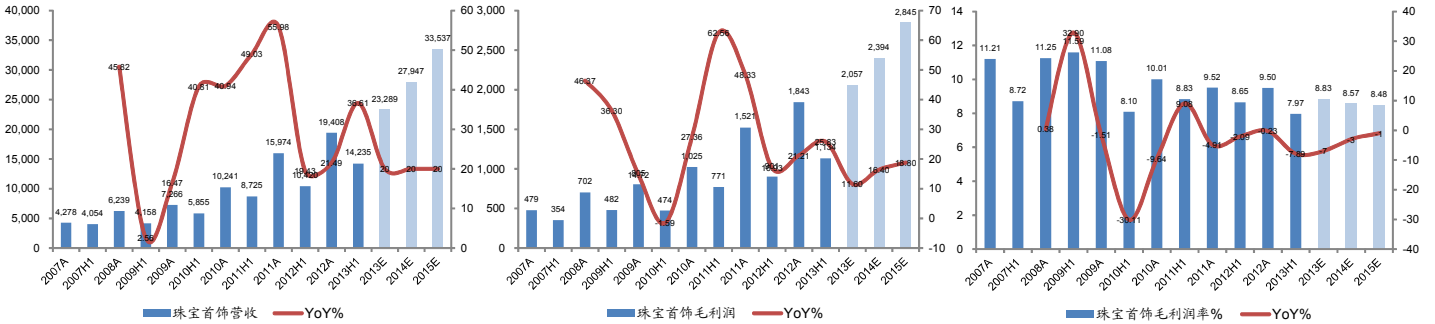


### 盈利预测：未来三年 20%以上增速无忧

#### 珠宝首饰类，增速放缓至 20%，利润率将升至 2 位数

- 公司的战略是以黄金饰品为根基，大力推进高毛利率的“新四类”，这就会将珠宝类（含黄金珠宝和“新四类”等其它珠宝）增速降缓而毛利率提升。

图表41：珠宝首饰类未来 3 年增速将缓至 20%而利润率会逐步提升到 2 位数

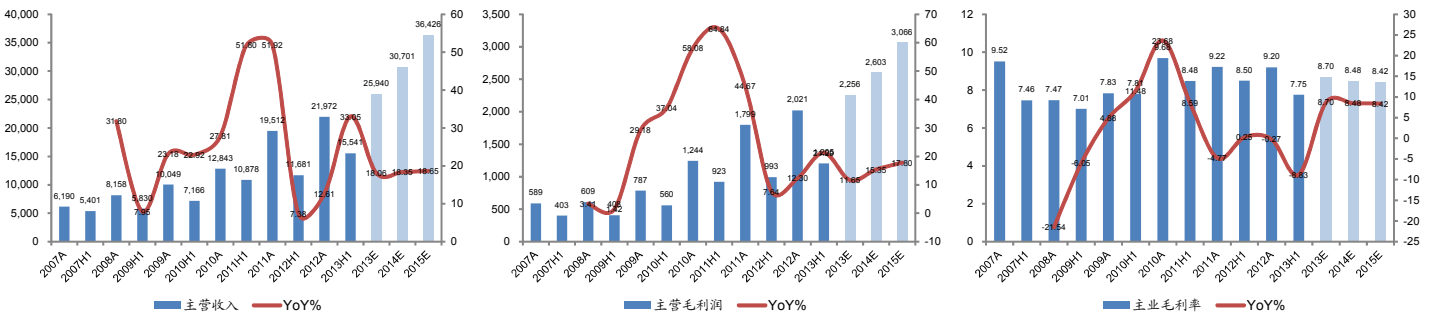


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 总营收与净利润都将保持 20%左右增速

- 我们预计 2013、14、15 年营业收入与净利润分别为 31、37.5、45 亿元，以及 7.42、9.23、11.31 亿元。

图表42：未来三年公司主营收入与净利润增长都将在 20%左右



来源：公司公告，国金证券研究所

图表43: 中性销售预测

产品销售收入(单位:人民币百万元)

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>珠宝首饰</b>								
销售收入(百万元)	6,238.73	7,266.45	10,241.38	15,974.48	19,407.76	23,289.31	27,947.17	33,536.60
增长率(YOY)		16.47%	40.94%	55.98%	21.49%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	11.25%	11.08%	10.01%	9.52%	9.50%	8.83%	8.57%	8.48%
销售成本(百万元)	5,537.00	6,461.42	9,216.12	14,453.75	17,564.50	21,232.24	25,552.74	30,692.02
毛利(百万元)	701.73	805.03	1,025.26	1,520.73	1,843.25	2,057.07	2,394.43	2,844.58
增长率(YOY)	N/A	14.72%	27.36%	48.33%	21.21%	11.60%	16.40%	18.80%
占总销售额比重	67.71%	66.97%	71.56%	75.61%	75.95%	75.19%	74.51%	74.09%
占主营业务利润比重	107.44%	98.77%	79.49%	82.49%	88.04%	85.40%	83.42%	81.65%
<b>黄金交易</b>								
销售收入(百万元)	1,637.04	2,485.32	1,839.83	2,749.45	1,814.56	1,941.58	2,077.49	2,222.91
增长率(YOY)		51.82%	-25.97%	49.44%	-34.00%	7.00%	7.00%	7.00%
毛利率	-10.51%	-4.80%	0.17%	2.04%	-1.26%	-1.26%	-1.26%	-1.26%
销售成本(百万元)	1,809.04	2,604.50	1,836.74	2,693.32	1,837.41	1,966.03	2,103.65	2,250.90
毛利(百万元)	-172.00	-119.17	3.09	56.13	-22.85	-24.45	-26.16	-27.99
增长率(YOY)		-30.71%	-102.60%	1713.74%	-140.70%	7.00%	7.00%	7.00%
占总销售额比重	17.77%	22.91%	12.86%	13.01%	7.10%	6.27%	5.54%	4.91%
占主营业务利润比重	-26.34%	-14.62%	0.24%	3.04%	-1.09%	-1.01%	-0.91%	-0.80%
<b>笔类</b>								
销售收入(百万元)	282.37	297.06	436.66	423.75	399.68	411.67	424.02	436.74
增长率(YOY)		5.20%	46.99%	-2.96%	-5.68%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	28.11%	34.01%	30.32%	32.36%	29.37%	33.78%	34.79%	36.53%
销售成本(百万元)	202.99	196.05	304.26	286.60	282.28	272.61	276.49	277.19
毛利(百万元)	79.38	101.02	132.40	137.14	117.40	139.06	147.53	159.55
增长率(YOY)	N/A	27.25%	31.07%	3.58%	-14.40%	18.45%	6.09%	8.15%
占总销售额比重	3.06%	2.74%	3.05%	2.01%	1.56%	1.33%	1.13%	0.96%
占主营业务利润比重	12.15%	12.39%	10.27%	7.44%	5.61%	5.77%	5.14%	4.58%
<b>工艺品销售</b>								
销售收入(百万元)			140.11	158.01	165.93	144.36	129.92	116.93
增长率(YOY)				12.77%	5.01%	-13.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率			29.67%	22.27%	31.18%	35.24%	39.82%	45.00%
销售成本(百万元)			98.54	122.82	114.18	93.49	78.19	64.32
毛利(百万元)			41.57	35.19	51.74	50.87	51.73	52.61
增长率(YOY)				-15.36%	47.05%	-1.69%	1.70%	1.70%
占总销售额比重			0.98%	0.75%	0.65%	0.47%	0.35%	0.26%
占主营业务利润比重			3.22%	1.91%	2.47%	2.11%	1.80%	1.51%
<b>其他项目</b>								
销售收入(百万元)			185.45	206.23	184.08	171.19	160.92	154.48
增长率(YOY)				11.20%	-10.74%	-7.00%	-6.00%	-4.00%
毛利率			22.40%	24.38%	16.99%	19.53%	21.49%	23.64%
销售成本(百万元)			143.91	155.95	152.81	137.75	126.34	117.97
毛利(百万元)			41.54	50.28	31.27	33.44	34.58	36.51
增长率(YOY)				21.04%	-37.82%	6.95%	3.40%	5.60%
占总销售额比重			1.30%	0.98%	0.72%	0.55%	0.43%	0.34%
占主营业务利润比重			3.22%	2.73%	1.49%	1.39%	1.20%	1.05%
<b>其他营业收入</b>								
销售收入(百万元)	1,055.67	801.41	1,467.43	1,614.49	3,581.40	5,013.96	6,768.84	8,799.49
增长率(YOY)		-24.09%	83.10%	10.02%	121.83%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	4.17%	3.51%	3.13%	2.73%	2.03%	3.05%	3.96%	4.76%
销售成本(百万元)	1,011.67	773.27	1,421.53	1,570.37	3,508.62	4,861.11	6,500.60	8,381.04
增长率(YOY)		-23.57%	83.83%	10.47%	123.43%	38.55%	33.73%	28.93%
毛利(百万元)	44.01	28.15	45.90	44.13	72.78	152.84	268.24	418.46
占总销售额比重	11.46%	7.39%	10.25%	7.64%	14.02%	16.19%	18.05%	19.44%
占主营业务利润比重	6.74%	3.45%	3.56%	2.39%	3.48%	6.35%	9.35%	12.01%
<b>销售总收入(百万元)</b>	<b>9213.82</b>	<b>10850.25</b>	<b>14310.87</b>	<b>21126.40</b>	<b>25553.40</b>	<b>30972.06</b>	<b>37508.36</b>	<b>45267.17</b>
<b>销售总成本(百万元)</b>	<b>8560.70</b>	<b>10035.23</b>	<b>13021.10</b>	<b>19282.80</b>	<b>23459.80</b>	<b>28563.23</b>	<b>34638.01</b>	<b>41783.44</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>653.12</b>	<b>815.02</b>	<b>1289.77</b>	<b>1843.60</b>	<b>2093.60</b>	<b>2408.84</b>	<b>2870.35</b>	<b>3483.73</b>
<b>主营平均毛利率</b>	<b>7.09%</b>	<b>7.51%</b>	<b>9.01%</b>	<b>8.73%</b>	<b>8.19%</b>	<b>7.78%</b>	<b>7.65%</b>	<b>7.70%</b>

来源: 国金证券研究所

**压力测试：最坏情景下，明年业绩仍可对应 25.20 元**

- 我们上述中性的销售与盈利预测，是基于这样的假设：
  - 2013 年金价将维持在 1200~1220 美元/盎司附近（2013 年 12 月以来，金价由 1221.9 上升到 1244.7 并在此箱体内震荡）；
  - 公司未来每年新开加盟店 100~120 家，目前有近 900 家，也即新增加盟店增速 10%以上；
  - 公司品类优化将持续推进，翠、珠、玉、宝新四类占比将提升 3~4 倍，在 3~5 年达到总营收占比 12%。
- 对于最坏情景下的销售预测，14/15 年 EPS 仍可达 1.4/1.588:
  - 随着美国退出 QE 的日益临近，2014 年金价下跌的趋势是公认的，也已经反应在股价走势中的；而究竟要跌到多少，我们根据国际八大行：德意志银行、美银美林、加拿大皇家银行、巴克莱银行、花旗银行、德国商业银行、法国兴业银行、南非标准银行的综合观点来看，跌在 1100~1200 美元左右是较大概率事件。
  - 而金价一旦跌破 1050 美元左右，就可能弱化其投资属性而使其销售受到影响；即使公司每年新增 100~120 家加盟商使得外延扩张有一定增速，但极度悲观情绪下，也会使得加盟商的订货热情受到影响。
  - 我们做个**压力测试**，假设金价跌到 1050 美元/盎司，公司黄金珠宝的营收增速直降到 10%（公司 10,11,12 三年的 CAGR 是 39%，仅加盟店增加数每年都超过 10%），销售毛利率在 2013 年已经下降 16%的基础上，在继续下降 5%（见下图 44，公司是以批发为主、零售为辅的渠道方式，利润率原本就是很低的基数，所以，即使金价大跌，影响较多的也是渠道加盟商的进货积极性-更多影响销售增速，而对于毛利率的影响，在今年已经下跌 16%以上的基础上，再降 5%应该是能够充分反应公司销售所受的负面影响的）；在这种情况下，2014/15 年公司的 EPS 仍可达 1.4/1.588;而对应公司长期高增速与未来发展空间，仍可给予 18 倍估值，对应 14 年股价为 25.20。
  - 我们认为，金价从 2009 到 2012 用 4 年时间冲上近 1798 美元的历史新高后，在 2013、14、15 三年又急速回落到 1000 美元附近后，将走势趋缓。

**图表44：金价跌至 1050 盎司/美元-珠宝首饰销售情况**

	2009,12,31	2010,12,31	2011,12,31	2012,12,31	2013,12,31	2014,12,31	2015,12,31
Comex金价	1,097.80	1,422.00	1,564.80	1,674.00	1,230.00	1,050.00	1,000.00
同比%		29.53%	10.04%	6.98%	-26.52%	-14.63%	-4.76%
珠宝首饰毛利率%	11.8	10.1	9.52	9.5	7.97	7.57	7.49
同比%		-14.41%	-5.74%	-0.21%	-16.13%	-5.00%	-1.00%
珠宝首饰销售额	7266.449371	10241.38459	15974.4751	19407.7571	23,289.31	27,947.17	33,536.60
同比%		40.94%	55.98%	21.49%	20.00%	10.00%	12.00%

来源：公司公告，国金证券研究所



图表45: 压力测试: 最坏假设——金价跌至 1050 美元

产品销售收入(单位: 人民币百万元)

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>珠宝首饰</b>								
销售收入(百万元)	6,238.73	7,266.45	10,241.38	15,974.48	19,407.76	23,289.31	25,618.24	28,692.43
增长率(YOY)		16.47%	40.94%	55.98%	21.49%	20.00%	10.00%	12.00%
毛利率	11.25%	11.08%	10.01%	9.52%	9.50%	9.17%	8.72%	8.63%
销售成本(百万元)	5,537.00	6,461.42	9,216.12	14,453.75	17,564.50	21,152.61	23,385.39	26,216.64
毛利(百万元)	701.73	805.03	1,025.26	1,520.73	1,843.25	2,136.70	2,232.85	2,475.78
增长率(YOY)	N/A	14.72%	27.36%	48.33%	21.21%	15.92%	4.50%	10.88%
占总销售额比重	67.71%	66.97%	71.56%	75.61%	75.95%	75.19%	72.82%	70.98%
占主营业务利润比重	107.44%	98.77%	79.49%	82.49%	88.04%	85.86%	82.43%	79.48%
<b>销售总收入(百万元)</b>	<b>9213.82</b>	<b>10850.25</b>	<b>14310.87</b>	<b>21126.40</b>	<b>25553.40</b>	<b>30972.06</b>	<b>35179.43</b>	<b>40422.99</b>
<b>销售总成本(百万元)</b>	<b>8560.70</b>	<b>10035.23</b>	<b>13021.10</b>	<b>19282.80</b>	<b>23459.80</b>	<b>28483.60</b>	<b>32470.66</b>	<b>37308.06</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>653.12</b>	<b>815.02</b>	<b>1289.77</b>	<b>1843.60</b>	<b>2093.60</b>	<b>2488.47</b>	<b>2708.77</b>	<b>3114.93</b>
<b>主营平均毛利率</b>	<b>7.09%</b>	<b>7.51%</b>	<b>9.01%</b>	<b>8.73%</b>	<b>8.19%</b>	<b>8.03%</b>	<b>7.70%</b>	<b>7.71%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表46: 最坏情景下, 14 年 EPS 将低至 1.261

公司基本情况						
项目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股盈利(元)	0.859	1.193	1.168	1.402	1.400	1.588
净利润增长率	132.98%	80.66%	17.50%	20.03%	-0.15%	13.37%
先前预期每股收益(元)						
市场EPS预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.444	N/A	N/A
市盈率(倍)	34.47	21.87	18.44	16.80	16.83	14.84
行业优化平均市盈率(倍)	47.62	13.45	20.63	29.45	29.45	29.45
市场优化平均市盈率(倍)	28.70	11.31	11.69	12.25	12.25	12.25
股息率	0.68%	0.00%	0.46%	0.47%	0.55%	0.59%
PE/G(倍)	0.26	0.27	1.05	0.84	-109.94	1.11
净资产收益率	17.39%	23.99%	22.13%	21.34%	17.86%	17.09%
每股净资产(元)	4.94	4.97	5.28	6.57	7.84	9.29
市净率(倍)	5.99	5.25	4.08	3.59	3.00	2.54
每股经营性现金(元)	-0.62	-0.20	1.43	2.10	1.59	1.77
已上市流通A股(百万股)	92.13	188.37	226.05	317.11	317.11	317.11
发行股数(百万股)	335.33	435.93	523.12	523.12	523.12	523.12

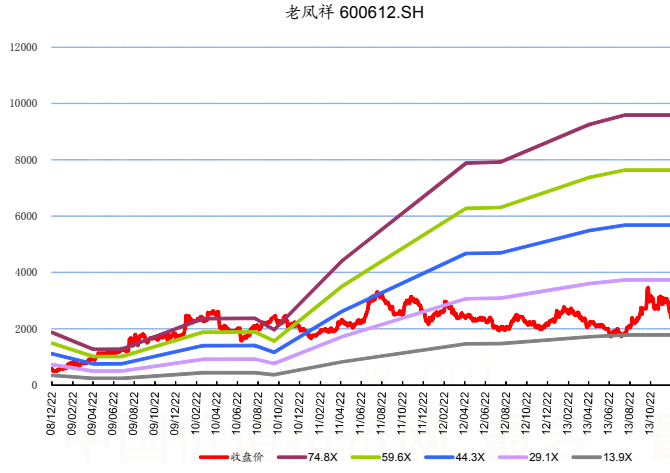
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 估值与投资建议

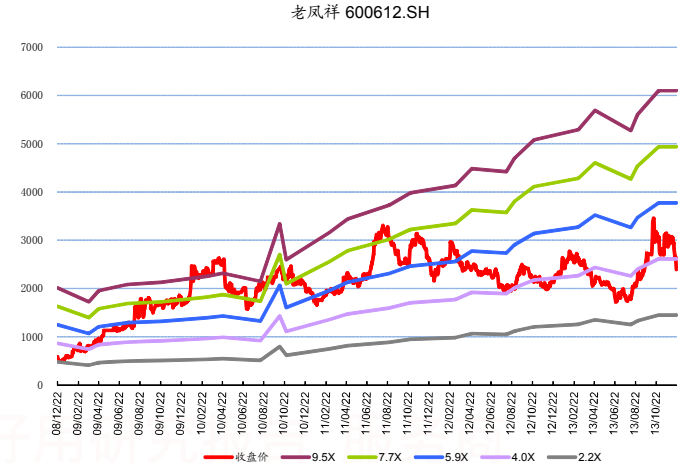
目前股价对应 14 年收益仅 14 倍多，处于低位

- 我们认为，老凤祥作为上海国资旗下改革预期、品牌价值与业绩成长性兼具的白马标的；且前期控价问题、未来金价下行态势等都已在股价中有所体现；建议增持。

图表47：老凤祥 PE 估值处于 5 年来历史低位



图表48：老凤祥 PB 估值处于 5 年来历史低位



来源：Wind, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	14,311	21,126	25,553	30,972	37,508	45,267	货币资金	903	1,116	1,878	2,500	3,100	3,800
增长率		47.6%	21.0%	21.2%	21.1%	20.7%	应收款项	224	309	418	837	1,014	1,223
主营业务成本	-13,021	-19,283	-23,460	-28,484	-34,520	-41,643	存货	3,201	4,497	5,277	4,682	5,674	6,845
%销售收入	91.0%	91.3%	91.8%	92.0%	92.0%	92.0%	其他流动资产	205	285	143	162	189	221
毛利	1,290	1,844	2,094	2,488	2,989	3,624	流动资产	4,532	6,206	7,717	8,181	9,977	12,090
%销售收入	9.0%	8.7%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	82.7%	85.3%	86.8%	88.0%	90.3%	92.1%
营业税金及附加	-104	-147	-158	-218	-265	-319	长期投资	383	422	454	454	454	454
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	433	465	517	492	460	424
营业费用	-333	-363	-428	-507	-614	-741	%总资产	7.9%	6.4%	5.8%	5.3%	4.2%	3.2%
%销售收入	2.3%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	120	158	169	136	133	131
管理费用	-229	-288	-323	-341	-413	-498	非流动资产	951	1,070	1,168	1,111	1,076	1,038
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	17.3%	14.7%	13.2%	12.0%	9.7%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	625	1,045	1,185	1,422	1,698	2,066	<b>资产总计</b>	<b>5,483</b>	<b>7,277</b>	<b>8,885</b>	<b>9,292</b>	<b>11,053</b>	<b>13,128</b>
%销售收入	4.4%	4.9%	4.6%	4.6%	4.5%	4.6%	短期借款	1,512	2,116	2,699	2,310	2,314	2,251
财务费用	-102	-151	-181	-68	-36	-10	应付款项	1,879	2,457	2,808	2,569	3,113	3,756
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.2%	0.1%	0.0%	其他流动负债	-87	-112	-150	-140	-171	-216
资产减值损失	-9	-11	-11	0	0	0	流动负债	3,304	4,461	5,357	4,739	5,256	5,792
公允价值变动收益	22	-41	11	0	0	0	长期贷款	201	201	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	92	111	351	355	355	355
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>3,597</b>	<b>4,773</b>	<b>5,708</b>	<b>5,094</b>	<b>5,611</b>	<b>6,147</b>
营业利润	536	842	1,004	1,354	1,662	2,056	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,656</b>	<b>2,169</b>	<b>2,761</b>	<b>3,438</b>	<b>4,252</b>	<b>5,266</b>
营业利润率	3.7%	4.0%	3.9%	4.4%	4.4%	4.5%	少数股东权益	230	335	416	761	1,191	1,716
营业外收支	23	67	62	65	65	65	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,483</b>	<b>7,277</b>	<b>8,885</b>	<b>9,292</b>	<b>11,053</b>	<b>13,128</b>
税前利润	559	908	1,066	1,419	1,727	2,121	<b>比率分析</b>						
利润率	3.9%	4.3%	4.2%	4.6%	4.6%	4.7%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-136	-228	-273	-341	-414	-509	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.4%	25.2%	25.6%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.859	1.193	1.168	1.402	1.687	2.078
净利润	422	680	794	1,079	1,312	1,612	每股净资产	4.939	4.975	5.279	6.571	8.128	10.066
少数股东损益	135	160	182	345	430	525	每股经营现金净流	-0.617	-0.202	1.435	2.096	1.433	1.769
归属于母公司的净利润	288	520	611	734	882	1,087	每股股利	0.200	0.000	0.100	0.110	0.130	0.140
净利率	2.0%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.39%	23.99%	22.13%	21.34%	20.75%	20.64%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.25%	7.15%	6.88%	7.90%	7.98%	8.28%
净利润	427	683	794	1,079	1,312	1,612	投入资本收益率	12.79%	15.86%	14.74%	16.32%	16.39%	16.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	55	59	66	52	55	58	主营业务收入增长率	31.89%	47.62%	20.95%	21.21%	21.10%	20.69%
非经营收益	66	160	146	89	73	71	EBIT增长率	79.70%	67.30%	13.44%	19.98%	19.35%	21.71%
营运资金变动	-755	-991	-255	-124	-691	-816	净利润增长率	132.98%	80.66%	17.50%	20.03%	20.27%	23.17%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-207</b>	<b>-88</b>	<b>751</b>	<b>1,096</b>	<b>750</b>	<b>925</b>	总资产增长率	50.21%	32.70%	22.10%	4.58%	18.96%	18.77%
资本开支	-93	-45	-63	70	45	45	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-52	35	-3	-3	-3	应收账款周转天数	4.1	4.4	4.0	7.6	7.6	7.6
其他	6	3	8	0	0	0	存货周转天数	73.5	72.9	76.0	60.0	60.0	60.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-87</b>	<b>-94</b>	<b>-21</b>	<b>67</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	应付账款周转天数	19.1	21.5	23.5	22.0	22.0	22.0
股权募资	8	8	3	0	0	0	固定资产周转天数	8.8	6.4	6.4	5.3	4.4	3.6
债权募资	580	586	382	-392	4	-63	<b>偿债能力</b>						
其他	-179	-195	-320	-150	-196	-204	净负债/股东权益	38.71%	46.33%	24.43%	-5.67%	-15.38%	-22.97%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>408</b>	<b>399</b>	<b>66</b>	<b>-542</b>	<b>-191</b>	<b>-267</b>	EBIT利息保障倍数	6.1	6.9	6.6	20.9	47.4	199.7
<b>现金净流量</b>	<b>115</b>	<b>216</b>	<b>796</b>	<b>622</b>	<b>600</b>	<b>700</b>	资产负债率	65.59%	65.59%	64.24%	54.82%	50.76%	46.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	9	36
增持	0	0	3	4	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.44	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net