

# 深度报告

老凤祥 B (900905. SH)  
评级：强烈推荐

深度报告：2014-9-25

目标价：3.90 USD

现 价： 2.96 USD

预计升幅：32 %

## 股本数据

总股本(亿股)：5.23 (A:3.17/B:2.06)

总市值(亿 RMB)：160

52 周高/低 (USD)：2.98/2.16

每股净值(RMB)：7.15

所属行业：珠宝首饰行业

## 主要股东

上海市黄浦区国有资产监督管理委员会  
(42.09%， 2.2 亿 A 股)

## 52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



国元证券(香港)研究部

电话：(852) 3769 6888  
(86) 755-2151 9193

电邮：linjh@gyzq.com.hk



國元(香港)  
GY(HK)

2014-9-26 星期五

立足中华老字号，做大做强民族品牌

## 投资要点：

围绕中华老字号 ‘老凤祥’，做大做强民族品牌：

老凤祥是中国首饰业的世纪品牌。老凤祥银楼是国内唯一的由一个世纪前相传至今的百年老店。上海老凤祥有限公司正是由创始于 1848 年的老凤祥银楼发展沿革而来。

立足上海、覆盖全国、面向世界：

1、老凤祥近年来加大了市场扩张力度，加速经销网点对市场的全方位渗透，其中连锁（加盟）店与其他经销网点扩张迅速，自营银楼及专柜也在不断增长中，总店数截至 2014 年 6 月 30 日达到 2769 家。2、通过在各地建立合资公司，加速开拓二三四线城市市场。3、建立美国公司，同时在纽约第五大道开出首家老凤祥直营店。

城镇化带来无限商机，结婚高峰期促进黄金珠宝消费：

第一波婴儿潮，80-90 年出生的婴儿现在到达了结婚高峰期，尤其是 85-90 后出生婴儿到达适婚年龄，这一代人的父母享受了几次经济发展的红利。所以这一代人对于婚庆消费有更高的支付能力，而且基于传统婚庆 ‘穿金戴银’ 理念，黄金首饰消费将带来一波高峰。

二胎放开、结婚潮带来新一轮出生潮，带动黄金珠宝发展：

幼童金饰在黄金珠宝消费中占有重要地位，二胎政策的放开、及结婚潮带来预期新一轮的出生潮，将带动黄金珠宝的发展。

国企改革，通过股权激励使得经营效率提升：

上海 7 月 7 日出台《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》，股权激励和员工持股方面，完善激励，建立健全企业长效激励机制。预期年底将率先在整体上市的企业集团实行股权激励。

给予强烈推荐评级，目标价 3.90 美元：

我们预测公司 2014-2016 年每股收益 1.77、2.15、2.58 元人民币，给予 2014 年 13.5 倍 PE，目标价 3.90 美元，较现在有 32% 增长。

百万人民币	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	32984.66	35263.37	43634.28	54107.12
增长率(%)	29.08%	6.91%	23.74%	24.00%
归属母公司股东净利润	889.85	924.41	1123.89	1349.50
增长率(%)	45.57%	3.88%	21.58%	20.07%
每股收益 EPS(元)	1.70	1.77	2.15	2.58
每股股利 DPS(元)	0.86	0.54	0.66	0.79
净资产收益率(ROE)	26.7%	23.3%	23.6%	23.7%
市盈率(P/E)	10.7	10.3	8.5	7.1

## 目录

老凤祥简介 .....	3
老凤祥历史业绩 .....	5
老凤祥业务表现 .....	6
老凤祥业务之----第一铅笔 .....	6
老凤祥业务之----工艺美术 .....	8
老凤祥核心业务---‘老凤祥’品牌首饰.....	9
围绕中华老字号‘老凤祥’，做大民族品牌.....	9
发展模式--立足上海、覆盖全国、面向世界.....	11
发展前景--人均可支配收入增加，行业空间巨大.....	12
结婚高峰期到来，二胎放开及结婚潮带来新一波出生潮，促进黄金珠宝消费.....	14
行业相关上市公司估值 .....	18
预期催化剂 .....	19
估值及目标价 .....	20

## 老凤祥简介

### 公司主营业务介绍

上海老凤祥是由创始于 1848 年的老凤祥银楼发展沿革而来，已具有 160 多年的历史，是中国首饰业的世纪品牌，其商标“老凤祥”的创意，也源于老凤祥银楼的字号。老凤祥在“黄金、白银、铂金、钻石”等传统首饰类基础上，不断开拓完善，目前，已形成“白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、牙雕、珐琅、K 金眼镜”等“老凤祥新七类”系列产品，旗下的旅游纪念品、工艺品、收藏品与中华牌铅笔等也广受好评。

### 发展历程

1848 年，凤祥裕记银楼创立，是上海老凤祥银楼的前身。

1908 年，迁址南京东路（现南京东路 432 号）延续至今，这一旧址便是现今的老凤祥总店

1990 年，老凤祥首次承办上海首饰博览会，现已成功举办了 14 届。

2004 年，由上海市经济委员会首批授牌成立了上海市原创设计大师工作室——上海老凤祥名师设计中心，领衔大师为中国工艺美术大师张心一，首席设计师为中国工艺美术大师张京羊、中国工艺美术大师宋菁、上海工艺美术大师陆莲莲等。

2009 年，上市公司名称更改为老凤祥股份有限公司

2010 年，老凤祥被中国黄金协会授予“中国黄金首饰第一品牌”称号

2010 年，老凤祥璀璨之夜——世博会倒计时 30 天外滩国际音乐盛典隆重举行

2010 年，收购上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权和上海工艺美术有限公司 100% 的股权。

2012 年，在澳大利亚的悉尼开设国外第一家老凤祥特许专卖店，并着手向港澳和欧美市场拓展。

2012 年，中华老字号协会授予老凤祥品牌“最具创新老字号”荣誉

2012 年，《老凤祥金银细工制作技艺》书籍入选上海市国家级非物质文化遗产名录项目丛书

2013 年，老凤祥连届荣登“中国 500 最具价值品牌排行榜”其品牌价值由原来的 75.65 亿元大幅提升到 116.72 亿元。

### 品牌个性

“老”——体现了悠久的历史，深厚的文化底蕴。

“凤”——凤凰是中国传统中的神鸟。

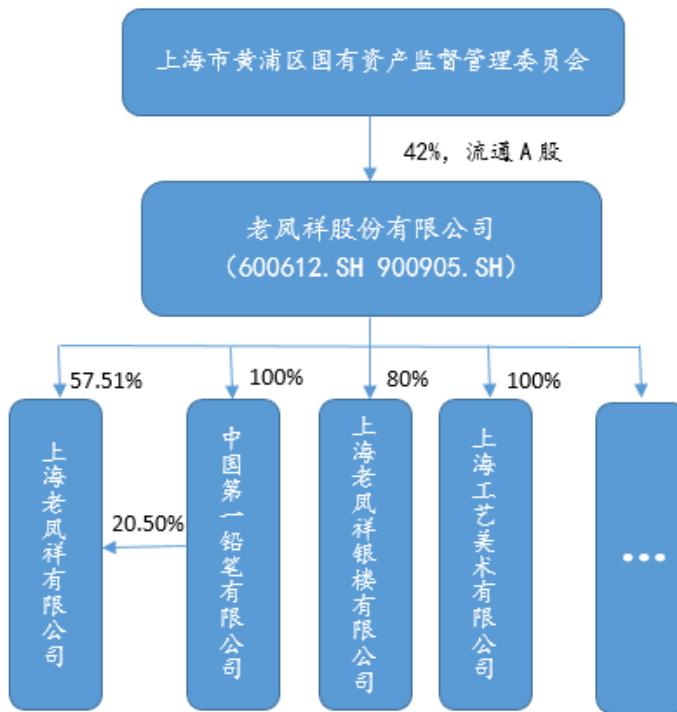
“祥”——“吉祥、幸福、如意”是每一个人的生活愿景。

老凤祥品牌的文化内涵：经典、美丽、吉祥、大气。

## 公司股权架构

公司目前总股本 5.23 亿股，其中 A 股 3.17 亿股，B 股 2.06 亿股，均为流通股。A、B 股均于 1992 年在上交所上市。大股东上海市黄浦区国有资产监督管理委员会持有股份 2.2 亿流通 A 股，持股比例占总股本 42.0%。

图 1、公司股权架构



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

表 1、主要子公司及参股公司

## 公司主要架构

企业名称	持有股权
老凤祥有限公司	57.51%
中国第一铅笔有限公司	100.0%
老凤祥工艺美术有限公司	100.0%
上海申嘉文教用品有限公司	95.0%
上海老凤祥珠宝首饰有限公司	89.24%
上海老凤祥翡翠珠宝有限公司	50.0%
上海老凤祥银楼有限公司	80.0%
上海老凤祥钻石加工中心有限公司	48.08%
上海老凤祥首饰研究所有限公司	89.85%
上海长城笔业有限公司	100.0%

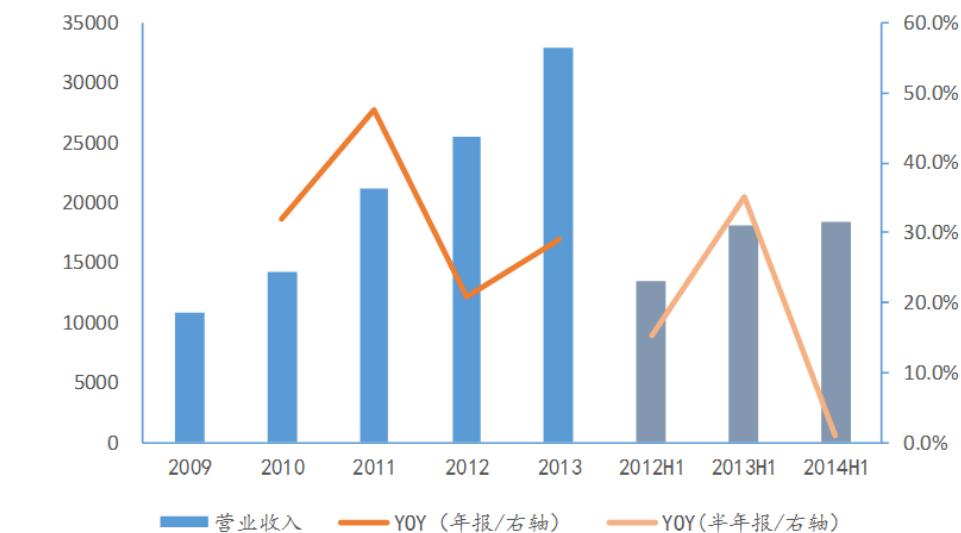
数据来源：公司资料，国元证券（香港）

## 老凤祥历史业绩

### 老凤祥历史业绩

2010–2013 年，公司录得营业收入分别为人民币 143.11 亿元、211.26 亿元、255.53 亿元及 329.85 亿元，期内净利润分别为 2.92 亿元、5.23 亿元、6.11 亿元及 8.9 亿元。期内，公司毛利率相对平稳，控制在 8% 左右。

图 2、老凤祥历年收入及增长率（人民币 百万）

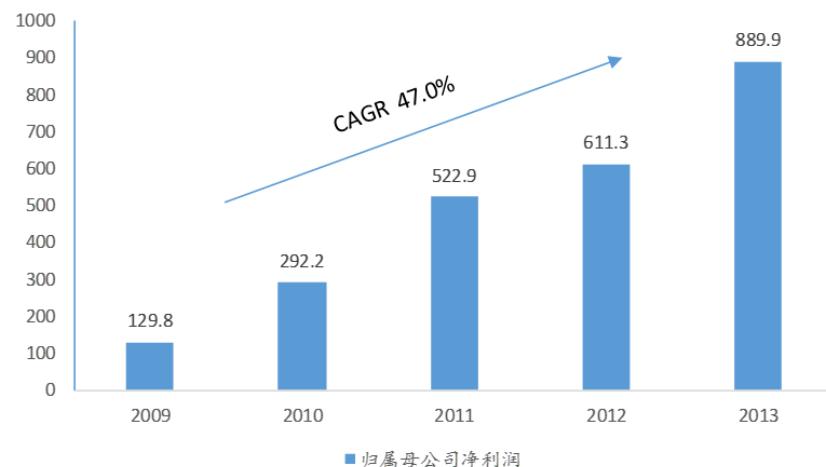


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

净利润

公司的净利润中归属母公司股东净利润近五年复合增长率在 47%。2014 年上半年归属母公司股东净利润 421.7 百万人民币，同比增长 7.8%，增速放缓，主要是 2013 年有一波大妈抢金行情，抬高了基数。

图 3、老凤祥历年净利润（人民币 百万）



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

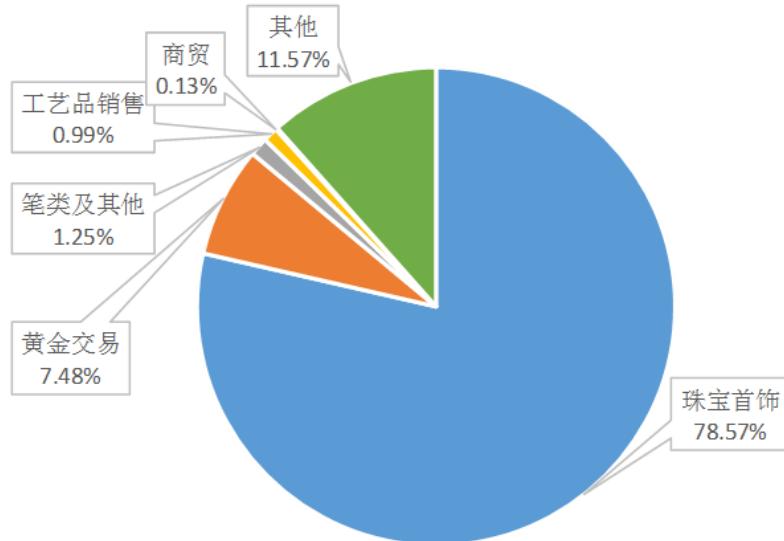
## 老凤祥业务表现

公司上市后的名称为第一铅笔股份有限公司，主营业务为生产、销售铅笔、化妆笔、活动铅笔、铅芯、笔类文化用品和笔类化妆用品、笔类产品表面处理材料及包装材料及配套延伸产品；2009年7月30日起更名为老凤祥股份有限公司，主营从事生产经营金银制品、珠宝、钻石与相关产品及设备，工艺美术品、旅游工艺品与相关产品及原料，文教用品。

老凤祥现主要业务为以‘老凤祥’品牌经营珠宝首饰，主要由子公司老凤祥有限公司经营。笔类业务仍由全资子公司中国第一铅笔有限公司经营，这一业务占比已经在逐年减少，2014年上半年报显示笔类业务营业收入2.3亿元人民币，占比1.3%。

图4、2014年半年报各个业务板块占比情况

老凤祥业务占比



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind资讯

## 老凤祥业务之——第一铅笔

第一铅笔业务模块

中国第一铅笔前身为1935年在上海成立的中国第一家全能型铅笔制造企业—中国标准国货铅笔厂股份有限公司。专业生产销售“中华牌”、“长城牌”、石墨铅笔、彩色铅笔、活动铅笔，“古雷马”削笔器，“好学生”橡皮等文具以及“爱丽丝”系列化妆笔。据公司资料显示，公司“中华”“长城”牌铅笔在全国文具用品市场上享有其他品牌无可比拟的影响力和号召力，市场占有率愈36%，其中高档产品更是以75%的占有率为称雄市场。

图 5、笔类业务产品

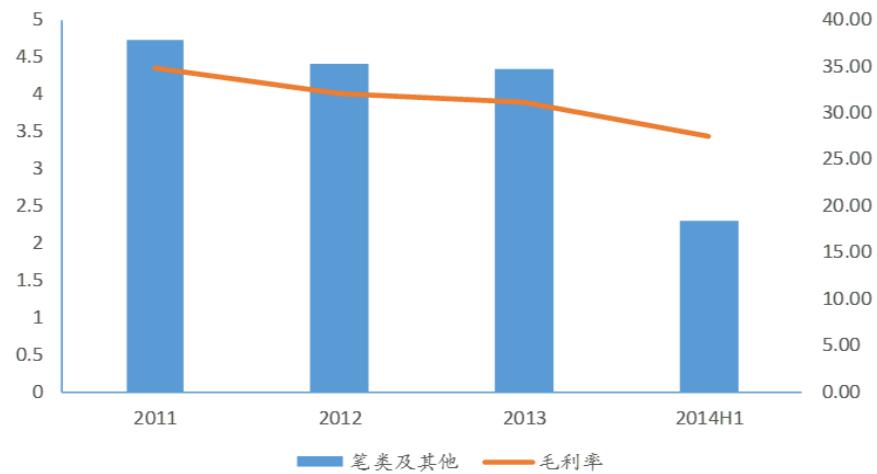
产品展示



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

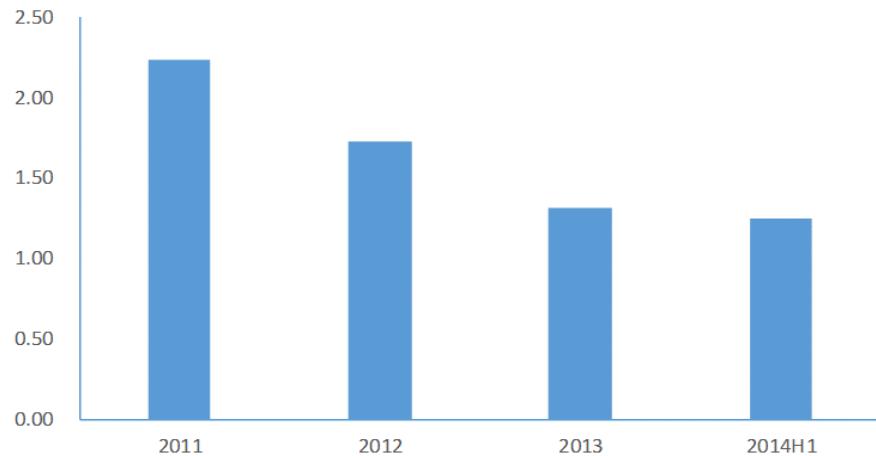
业务分析

图 6、笔类业务近几年营业收入及毛利率（亿人民币，%）



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

图 7、笔类业务营业收入占比 (%)

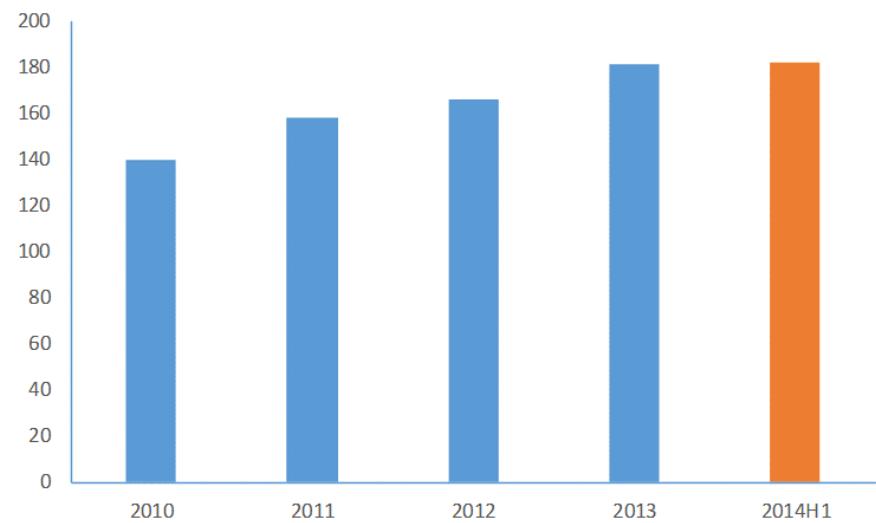


数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

近几年公司笔类业务营业收入及毛利率保持在一个稳定水平，于公司总收入占比逐年减少，这一业务对公司整体效益的影响也是逐年减弱。笔类业务已经达到瓶颈，相对于它非常高的市场占有率，这一业务的发展前景有限。公司管理层现也主要发展以“老凤祥”黄金珠宝首饰为核心的业务。

### 老凤祥业务之——工艺美术

图 8、工艺品销售 (百万人民币)



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

公司开展工艺美术业务主要为珠宝首饰设计服务，而工艺美术业务这一快历年来销售收入稳定，但今年上半年销售额已超过去年全年水平。虽然利润贡献较小，但为珠宝业务提供工艺美术设计支持。

‘老凤祥’业务模块

## 老凤祥核心业务——‘老凤祥’品牌首饰

围绕中华老字号‘老凤祥’，做大民族品牌

老凤祥是中国首饰业的世纪品牌。老凤祥银楼是国内唯一的由一个世纪前相传至今的百年老店。上海老凤祥有限公司正是由创始于 1848 年的老凤祥银楼发展沿革而来，其商标“老凤祥”的创意，也源于老凤祥银楼的字号。

图 9、老凤祥商标



数据来源：公司网站 国元证券（香港）

总店历史面貌



数据来源：互联网 国元证券（香港）

老凤祥品牌的知名度、美誉度、忠诚度逐年稳步上升，处于同行业的领先地位，是中华老字号中罕见的保持连续高速增长的著名品牌。

作为中华老字号、中国驰名商标，老凤祥已连续数届荣登‘中国最具价值品牌’、‘亚洲品牌 500 强’；据实际品牌实验室数据评估，2013 年，老凤祥品牌价值已从 2012 年的 75.65 亿大幅提升至 116.72 亿元。

图 11、老凤祥部份作品展示



数据来源：公司网站 国元证券（香港）

公司近年来通过赞助各类活动，参加公益事业、广告及签约代言人来提升品牌知名度，如参加美国 JCK 国际珠宝展，赞助 2009 年“迎世博上海新年倒计时——老凤祥之夜”大型迎新晚会，签约赵雅芝女士为形象代言人。

图 12、形象代言人—赵雅芝女士

提升品牌价值



数据来源：公司网站，国元证券（香港）

### 发展模式—立足上海、覆盖全国、面向世界

老凤祥的珠宝销售业务主要为零售与批发，采用的门店类型包括：自营银楼、自营专柜与连锁（加盟）店、经销网点。

**表 2、老凤祥开店情况**

#### 开店情况

	2011	2012	2013	2014H1
自营银楼	75	79	85	
自营专柜	64	71	73	
连锁（加盟）店	621	763	916	
其他经销网点	1255	1388	1550	
合计	2015	2301	2624	2769

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

老凤祥近年来加大了市场扩张力度，加速经销网点对市场的全方位渗透，其中连锁（加盟）店与其他经销网点扩张迅速，自营银楼及专柜也在不断增长中，总店数截至 2014 年 6 月 30 日达到 2769 家。

#### 立足上海、开发新模式

老凤祥自营门店主要集中于上海总部，异地主要以加盟为主的方式拓展渠道。公司未来主要拓展二三四线城市。公司在分析河南合资公司模式后，于 2013 年组建控股子公司‘老凤祥（山东）首饰有限公司’挖掘地区及周边的市场消费潜力，并希望为之后在其他地方复制该模式积累有限经验。合资模式通过分公司调动经销商开店积极性。并且通过控股合资公司，并表增厚公司业绩。

#### 拓展海外渠道

根据“走出去”战略，决定通过投资 300 万美元组建老凤祥珠宝（美国）有限公司，从事金银珠宝制品及相关产品的加工、贸易、批发、零售、进出口业务，同时在纽约第五大道开出首家老凤祥直营店，利用这一“窗口效应”展示百年品牌新形象，推动海外市场销售。

图 13：老凤祥悉尼卡斯特罗佛店



数据来源：互联网资料，国元证券（香港）

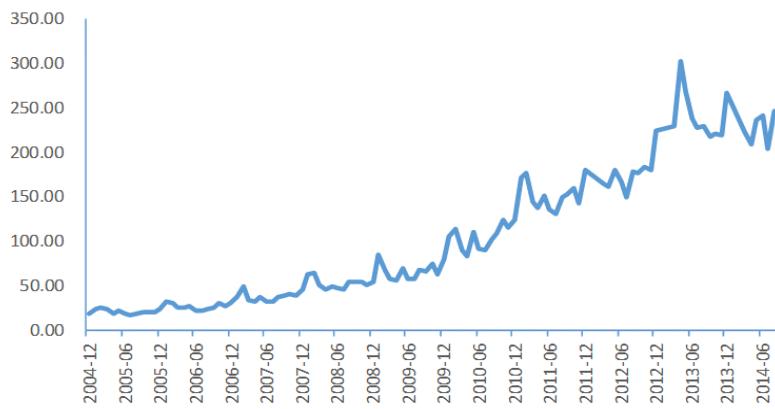
老凤祥于 2006 年开始就作为唯一参展的民族品牌参加美国拉斯维加斯 JCK 国际珠宝展，海外拓展的实质性进展是在 2012 年在澳大利亚悉尼卡斯特罗佛街的第一家国外特许专卖店的揭幕，卡斯特罗佛不仅是悉尼的时尚中心，更是与巴黎香榭丽舍大街、纽约第五大道齐名的名牌‘朝圣地’。之后于 2013 年 3 月，成立老凤祥珠宝（香港）有限公司。现开设纽约第五大道开出首家老凤祥直营店，是民族老字号国际化的重要一步。近期公司通过的对老凤祥珠宝美国有限公司增加注册资本由原先的 300 万美元增至 500 万美元，也体现了管理层对于海外市场的重视。

### 发展前景——人均可支配收入增加，行业空间巨大

#### 金银珠宝首饰行业

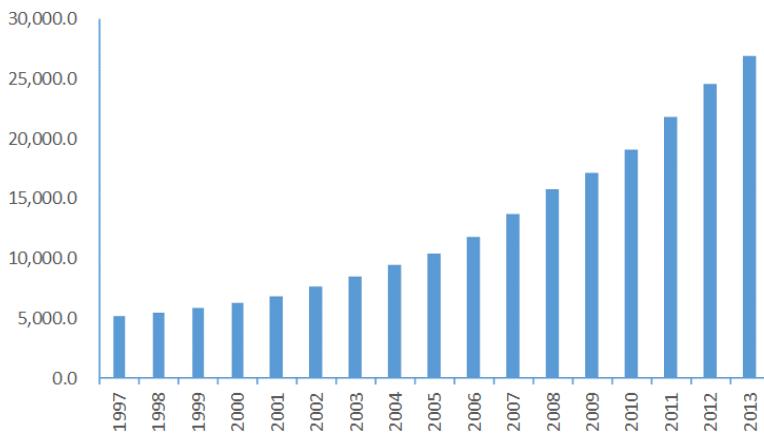
随着经济发展，城镇化进程的推进，及中国人均可支配收入的增长，人们对于金银珠宝的消费日益增加。年轻人对于金银珠宝的消费观念的改变。单独二胎政策的正式实施也对行业构成实质性利好。以及在婚庆市场全国每年有 1000 万对新人结婚，据了解其中用于购买珠宝首饰的平均花费超过 5000 元。这些都是我国珠宝产业持续稳定增长的重要支撑。

图 14、中国金银珠宝月销售数据（亿元）



数据来源：国元证券（香港），Wind 资讯

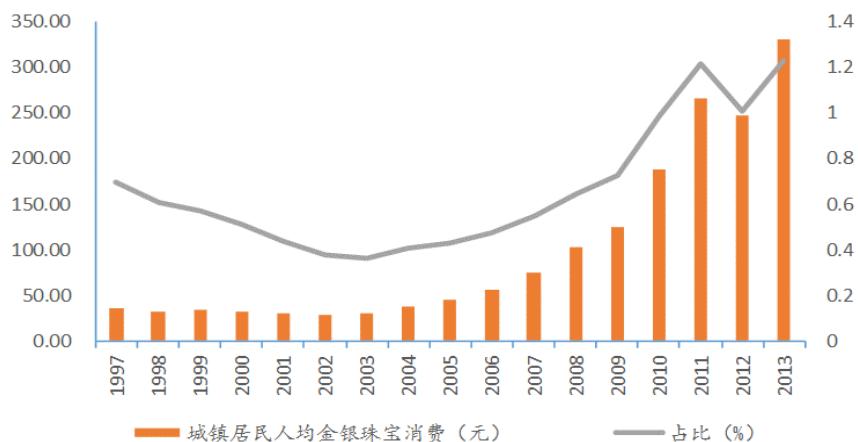
图 15、中国城镇家庭人均可支配收入（元）



数据来源：国元证券（香港），Wind 资讯

图 16、中国城镇家庭人均金银珠宝消费及与可支配收入占比 (元, %)

人均金银珠宝消费  
 (假设金银珠宝  
 消费人群为中国  
 城镇居民)

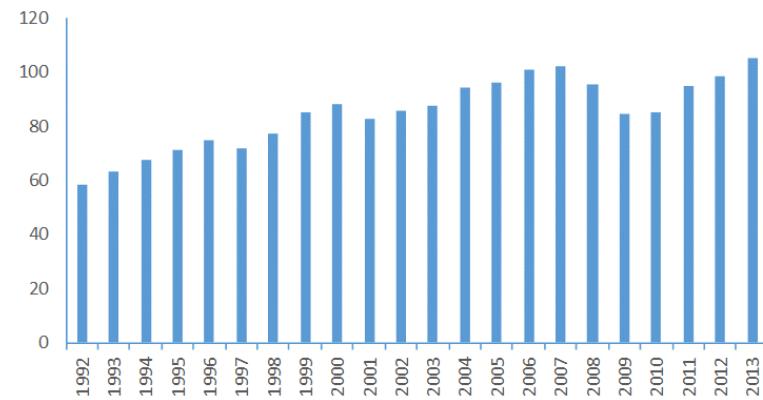


数据来源：国元证券（香港），Wind 资讯

中国金银珠宝月销售近十年快速增长，行业市场在逐渐扩大。而且近十几年中国城镇家庭人均可支配收入不断在增长，人均金银珠宝的消费也在逐年增长。人均消费金银珠宝占人均可支配收入的比例也在逐年上升。这里我们假设了消费金银珠宝的人群为中国城镇居民，城镇居民的是金银珠宝的消费的主要人群。随着中国经济发展以及城镇化建设的推进，金银珠宝消费还存在巨大的发展空间。

图 17、美国人均珠宝消费 (美元)

美国人均珠宝消  
 费

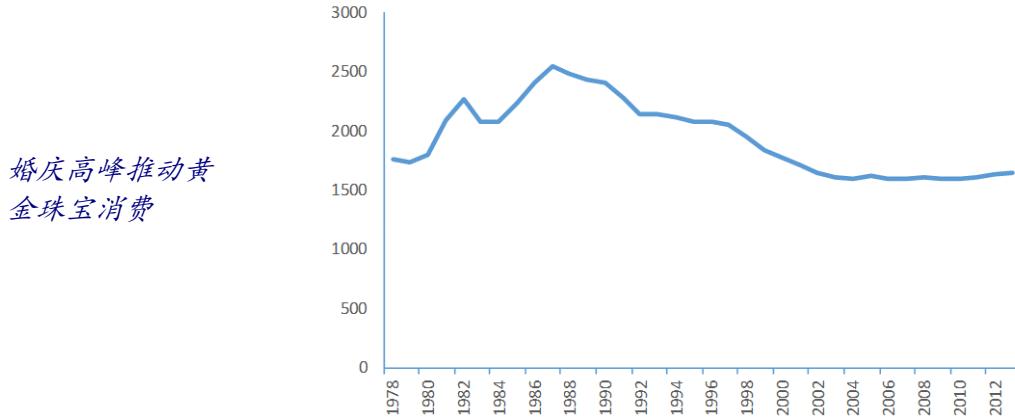


数据来源：国元证券（香港），Wind 资讯

美国人均珠宝消费额达到约 90 美元，而中国城镇人均近三年品均只有 281 人民币，约 46 美元，中国人均珠宝消费只占美国人均的 50%，并且这里所计算的中国人均数量的人口基数假设了占中国人口总数约一半的城镇居民人口，如果用总人口数来计算，这个比例还将更小，所以中国珠宝市场需求还有巨大潜力。

结婚高峰期到来，二胎放开及结婚潮带来新一波出生潮，促进黄金珠宝消费

图 18、每年出生人口数（万人）



数据来源：国元证券（香港），Wind 资讯

图 19、婚礼传统-穿金戴银



数据来源：互联网，国元证券（香港）

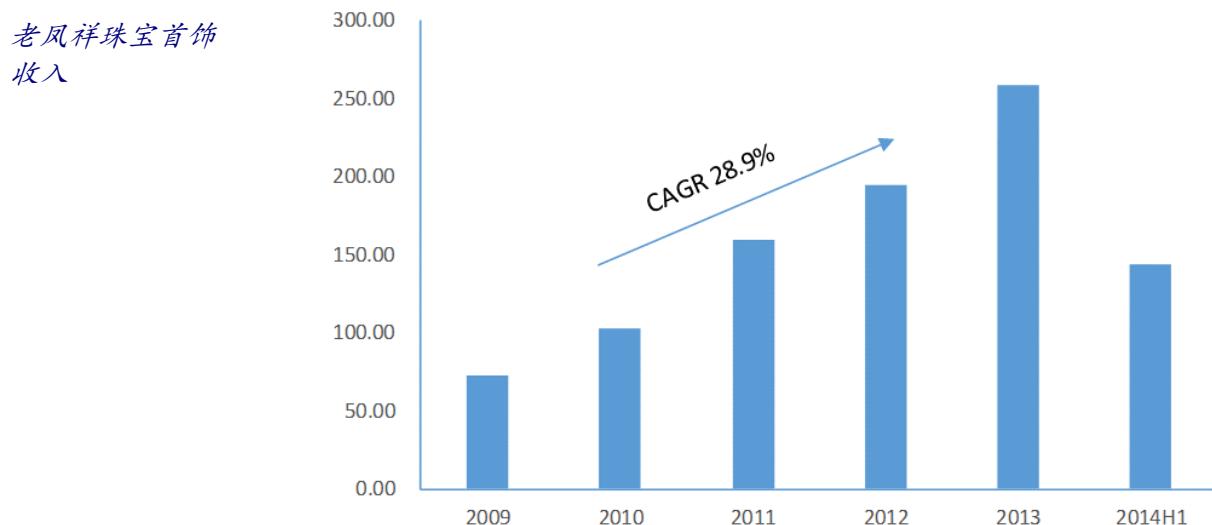
第一波婴儿潮，80-90 年出生的婴儿现在到达了结婚高峰期，尤其是 85-90 后出生婴儿到达适婚年龄，这一批人的父母享受了几次经济发展的红利。所以这一代人对于婚庆消费有更高的支付能力，而且基于传统婚庆‘穿金戴银’理念以及中国人攀比的心理，对于黄金珠宝的消费市场潜力更值得关注。

#### 幼童黄金消费

单独二胎政策的实施也对珠宝行业形成实质性利好。结婚潮带来新一波婴儿出生高峰，也将带动金饰消费。珠宝市场幼童首饰一直是一块较大的市场，主要体现在送礼，以及家长自购给幼童佩戴金饰，有些地方也相信金银能辟邪。

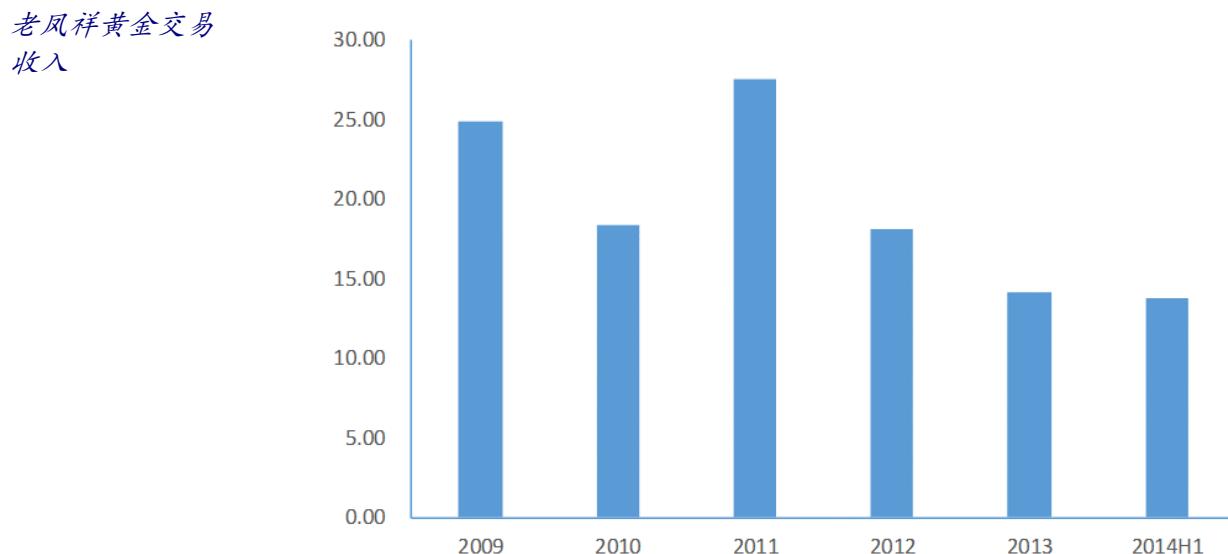
金价波动，老凤祥珠宝首饰业务依旧稳定增长

图 20、老凤祥珠宝首饰业务营业收入（亿元）



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

图 21、老凤祥黄金交易业务营业收入（亿元）



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

## 现货黄金走势

图 22、现货黄金价格走势



数据来源：国元证券（香港），wind 资讯

尽管这几年黄金价格剧烈波动，老凤祥通过一定的金融工具对冲了风险，所以公司珠宝首饰业务近几年持续稳定增长，年复合增长率达到 28.9%。可见黄金价格波动对公司影响有限。而且在未来可见时间内没有大型战争或者动荡出现，预计黄金价格不会有大的波动。

所以我们认为作为民族黄金首饰珠宝第一品牌，老凤祥将享受到珠宝消费升级、婚庆高峰等带来的行业机会，以及通过合资模式加速国内二三线开店速度、加快国际化步伐，提升品牌价值。

## 行业相关上市公司估值

表 3、行业相关港股公司估值（港币）

代码	名称	市值 (亿)	EPS			PE			PB		
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	13A	14E	15E
1929 HK	周大福	1056	0.7	0.7	0.8	15.9	14.6	13.8	3.1	2.8	2.5
590 HK	六福集团	133	3.2	2.7	2.8	9.3	8.5	8.3	2.3	1.8	1.6
116 HK	周生生	133	1.8	1.8	2.1	12.3	10.8	9.3	1.9	1.5	1.4
平均						12.5	11.3	10.5	2.4	2.0	1.8

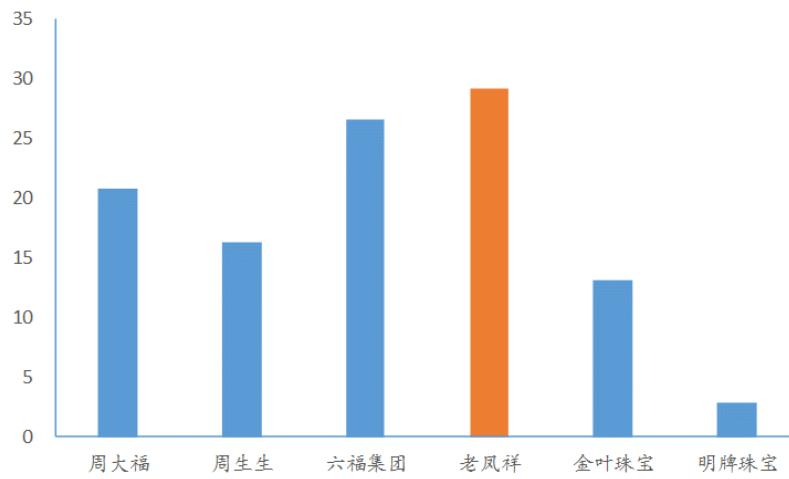
资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

表 4、行业相关 A 股公司估值（人民币）

代码	名称	市值 (亿)	EPS			PE			PB		
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	13A	14E	15E
000587 CH	金叶珠宝	65	0.3	0.3	0.4	48.2	40.7	31.1	5.9	4.9	5.6
002574 CH	明牌珠宝	61	0.2	0.5	0.6	56.1	24.3	20.8	1.6	2.0	1.9
002173 CH	千足珍珠	26	0.1			69.7			3.4		
600612 CH	老凤祥 A	133	1.7	1.8	2.1	13.7	16.9	14.4	3.7	3.8	3.1
平均						46.9	27.3	22.1	3.6	3.6	3.5

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

图 23、相关上市公司最近一期年报 ROE (%)



资料来源：国元证券（香港），wind 资讯

老凤祥 B 现在 PE 相当于 2014 年 10.2 倍，严重低于国内珠宝企业，也低于香港相关企业平均估值，较老凤祥 A 有近 40% 折价。并且老凤祥在相关企业中具有较高 ROE 水平。所以我们预期在国企改革后注重业绩与市值并驾齐驱，老凤祥 B 更值得关注。

## 预期催化剂

### 国企改革——股权激励——经营效率提升

国企改革

去年上海市出台了‘国资国企改革意见二十条’。今年7月7日出台《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》，明确要经过3至5年的推进，基本完成国有企业公司制改革，除国家政策明确规定保持国有独资之外，其余实现股权多元化。股权激励和员工持股方面，完善激励，建立健全企业长效激励机制。上海市委书记韩正曾在会议上透露要“一司一策，以股权激励为主，今年第四季度推出总体方案，年底率先在整体上市的企业集团实行股权激励。”老凤祥作为上海国资委下面已整体上市的优质企业可能会优先实行。

### 待解决B股问题——方向：B转H

B股流动性不佳导致估值低于A股一直是B股公司的一个问题，近年来随着万科B、丽珠B转到港交所上市，指明了一个解决B股问题的方向。B转H使得估值国际化。

B股问题待解决

图 24、丽珠 B 转 H 前后估值变化



数据来源：彭博，国元证券（香港）

丽珠医药在B转H以前，估值折价较大，而转向H股以后，估值向A股靠近，折价缩小。老凤祥B是由1992年上市之初就已存在，未来存在转海外的预期。

## 估值及目标价

图 25、老凤祥 A、B 股 PE

A、B 股估值存在较大差异



数据来源：彭博，国元证券（香港）

推荐理由 我们看好公司作为民族第一黄金首饰品牌的综合实力，未来主要看点在于：1、合资公司模式扩张二三四线城市市场；2、外延式扩张包括海外开店；3、珠宝消费升级、结婚热潮及所带来的生育高峰和二胎放开带动行业增长；4、国企改革预期强烈，经营管理更加完善；5、B股估值低，存在B转H预期。

目标价 我们预测公司2014-2016年每股收益1.77、2.15、2.58元人民币，给予2014年13.5倍PE，目标价3.90美元。

风险提示 如果黄金继续大幅下跌，可能会给公司带来压力，以及如果预期未达到带来的风险。

(人民币/百万)

资产负债表						利润表					
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1949.42	2692.48	2821.07	3490.74	4328.57	营业收入	25553.40	32984.66	35263.37	43634.28	54107.12
应收票据及账款	260.56	171.47	241.53	358.64	444.72	营业成本	23459.80	30356.46	32072.42	39738.49	49392.70
预付账款	98.25	92.99	99.41	179.32	207.53	营业税金及附加	157.54	221.29	244.15	302.10	374.61
其他应收款	157.39	64.28	74.46	92.13	114.24	销售费用	427.96	576.86	666.38	824.57	1022.48
存货	5277.26	5020.33	6590.22	7621.08	8795.96	管理费用	322.60	375.16	489.18	605.31	750.59
其他流动资产	44.75	51.53	51.20	51.90	52.77	财务费用	180.70	196.97	150.70	149.71	133.16
<b>流动资产总计</b>	<b>7787.62</b>	<b>8093.08</b>	<b>9877.89</b>	<b>11793.81</b>	<b>13943.79</b>	<b>其他经营损益</b>	<b>-11.24</b>	<b>-8.52</b>	<b>-7.45</b>	<b>-7.45</b>	<b>-7.45</b>
长期股权投资	6.00	6.03	9.03	12.03	12.03	投资收益	0.11	13.12	3.00	3.00	3.00
固定资产	451.24	449.56	418.05	357.26	284.89	公允价值变动损益	10.65	1.88	4.00	2.00	2.00
在建工程	65.28	31.15	50.00	25.00	25.00	营业利润	1004.32	1264.40	1640.09	2011.65	2431.13
无形资产	138.54	136.60	132.04	127.49	122.94	其他非经营损益	62.25	212.86	76.46	76.46	76.46
长期待摊费用	30.01	50.74	28.87	5.00	5.00	利润总额	1066.57	1477.25	1716.55	2088.11	2507.59
其他非流动资产	447.60	435.89	431.34	439.49	427.32	所得税	272.79	347.11	417.12	508.26	610.61
<b>非流动资产合计</b>	<b>1138.67</b>	<b>1109.97</b>	<b>1069.34</b>	<b>966.26</b>	<b>877.18</b>	<b>净利润</b>	<b>793.78</b>	<b>1130.14</b>	<b>1299.43</b>	<b>1579.85</b>	<b>1896.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>8926.29</b>	<b>9203.05</b>	<b>10947.23</b>	<b>12760.07</b>	<b>14820.97</b>	<b>少数股东损益</b>	<b>182.47</b>	<b>240.29</b>	<b>375.02</b>	<b>455.95</b>	<b>547.48</b>
短期借款	2649.00	2779.00	2947.81	2793.53	2451.06	归属母公司股东净利润	611.31	889.85	924.41	1123.89	1349.50
应付票据及账款	1485.49	1687.04	2047.07	2536.37	3152.57	EBITDA	1302.27	1741.25	2017.89	2403.90	2789.84
其他流动负债	1372.23	817.58	1016.19	1257.87	1560.78	NOPLAT	874.62	1116.82	1352.54	1633.71	1938.33
<b>流动负债合计</b>	<b>5506.71</b>	<b>5283.62</b>	<b>6011.07</b>	<b>6587.78</b>	<b>7164.40</b>	<b>EPS(元)</b>	<b>1.17</b>	<b>1.70</b>	<b>1.77</b>	<b>2.15</b>	<b>2.58</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他非流动负债	242.51	51.02	51.02	51.02	51.02	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>242.51</b>	<b>51.02</b>	<b>51.02</b>	<b>51.02</b>	<b>51.02</b>	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5749.23</b>	<b>5334.64</b>	<b>6062.09</b>	<b>6638.80</b>	<b>7215.43</b>	<b>成长能力</b>					
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12	营收增长率	0.21	0.29	0.07	0.24	0.24
资本公积	622.04	618.10	618.10	618.10	618.10	EBIT 增长率	0.17	0.34	0.12	0.20	0.18
留存收益	1616.33	2191.81	2833.51	3613.70	4550.49	EBITDA 增长率	0.17	0.34	0.16	0.19	0.16
归属母公司权益	2761.49	3333.02	3974.73	4754.91	5691.70	净利润增长率	0.16	0.42	0.15	0.22	0.20
少数股东权益	415.58	535.38	910.41	1366.36	1913.84	<b>盈利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3177.07</b>	<b>3868.40</b>	<b>4885.13</b>	<b>6121.27</b>	<b>7605.54</b>	<b>毛利率</b>	<b>0.08</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8926.29</b>	<b>9203.05</b>	<b>10947.23</b>	<b>12760.07</b>	<b>14820.97</b>	<b>净利率</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>
						<b>ROE</b>	<b>0.22</b>	<b>0.27</b>	<b>0.23</b>	<b>0.24</b>	<b>0.24</b>
						<b>ROA</b>	<b>0.07</b>	<b>0.10</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>
						<b>ROIC</b>	<b>0.19</b>	<b>0.22</b>	<b>0.24</b>	<b>0.24</b>	<b>0.25</b>
<b>现金流量表</b>						<b>估值倍数</b>					
<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>						
税后经营利润	782.96	1140.73	1234.63	1517.04	1834.17	P/E	15.57	10.70	10.30	8.47	7.06
折旧与摊销	55.01	67.03	150.63	166.07	149.08	P/S	0.92	0.23	2.65	0.39	0.35
财务费用	180.70	196.97	150.70	149.71	133.16	P/B	3.45	2.86	2.40	2.00	1.67
其他经营资金	-268.14	117.48	-1097.58	-515.26	-393.05	股息率	0.03	0.05	0.03	0.04	0.04
<b>经营性现金净流量</b>	<b>750.53</b>	<b>1522.21</b>	<b>438.38</b>	<b>1317.56</b>	<b>1723.37</b>	EV/EBIT	9.58	7.11	6.67	5.62	4.76
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-54.28</b>	<b>-90.14</b>	<b>-45.19</b>	<b>-0.19</b>	<b>2.81</b>	EV/EBITDA	9.17	6.83	6.17	5.24	4.51
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>66.21</b>	<b>-522.07</b>	<b>-264.60</b>	<b>-647.69</b>	<b>-888.35</b>	EV/NOPLAT	13.66	10.66	9.21	7.70	6.49
<b>现金流量净额</b>	<b>762.46</b>	<b>910.00</b>	<b>128.59</b>	<b>669.67</b>	<b>837.83</b>						

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%-20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%-20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

### 免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多为董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

### 规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元证券(香港)有限公司

香港中环干诺道 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>