

2015年1月22日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001  
0755-83706284 lihk@ghzq.com.cn历久弥新，金价利空已去，公司增长可期<sup>1</sup>

——老凤祥（600612.SH）投资价值分析报告

## 投资要点：

- **可选消费增长+婚庆高峰，行业处于快速成长期。**黄金珠宝行业在我国正处于成长期，2009-2013 五年复合增长率达 35.96%，伴随人均可支配收入增加，作为可选消费的黄金珠宝行业，在必选消费得到极大满足的今天，已从 2010 年开始进入加速增长阶段。另一方面，中国未来五年将处于婚嫁高峰区间。美国居民在 70 年代曾处于中国目前相似收入水平，并经历婚嫁高峰，两因素叠加，珠宝行业曾迎来快速发展十年。
- **短期营收增速放缓源于 2013 金价暴跌消费透支，金价回暖预期增强。**老凤祥 2014 年营收出现同比增长停滞，主要源于 2013 年 Q2-Q4 国际金价暴跌导致抢购囤积热潮，基期标准过高，且透支后续消费。黄金珠宝行业 2014 普遍出现业绩下滑。我们认为，金价波动对黄金珠宝消费影响限于短期，中长期仍未内生性需求为主。目前随着瑞士央行放弃瑞郎对欧元汇率上限，及欧洲央行推出 QE，我们认为金价回暖预期增强，有望对黄金消费带来利好。
- **具有业绩支撑低估值优势。**老凤祥目前 PE 仅为 18.5 倍，净利润增速 2009-2013 一直处于行业领先地位，ROA、ROE 指标远优于同类上市公司。营收接近第二位 A 股上市公司 3.7 倍，净利约为第二名 5.1 倍情况下仍能维持高增速，相较于同类上市公司 27-45 倍 PE，目前 18.53 倍 PE 估值优势显著。我们认为，市场未能给予龙头公司溢价主要源于前期市场风格偏向弹性好的中小盘股，老凤祥 182.5 亿市值，在风格切换条件下有望迎来估值修复。
- **从量到利，毛利提升，源于品牌溢价及“新四类”。**老凤祥文化底蕴深厚，满足文化消费心理，增加溢价能力。另外，公司 2014Q3 尽管营收同比下滑，归属母公司净利润同比增长 25.83%。从老凤祥秋季订货会来看，对主要经销商，产品报价毛利约提升一个百分点，另外，相较于去年低毛利黄金产品销售较多，现品类比例更为合理。目前市场上翡翠、白玉等产品标准化程度低，具有价格水分，质量参差等痛点，老凤祥通过品牌背书，渗透高毛利、品牌商相对竞争不激烈“新四类”细分市场，符合品牌文化传承，公司增长不仅限于量，也是盈利能力的提升。
- **加盟、批发模式轻资产运营，适合高速增长行业及渠道下沉。**我们认为，老凤祥除自营联营外，采取加盟批发模式，提高总资产周转率，也是公司能在大体量条件下维持高增速原因之一。另外在一二线城市黄金珠宝企业逐步完成布局情况下，未来通过加盟批发模式渗透三四线城市，能控制经营风险，加速渠道下沉。
- **国企改革值得期待。**老凤祥实际控制人为黄浦区国资委，处于完全竞争市场，且旗下最重要利润贡献子公司——上海老凤祥有限公司于 1997 年即开始着手混改及员工持股。透过 2014 上海国资高峰论坛董事长石力华发言，我们认为公司改革经验已得到国资部门及管理层一致认同。我们认为，未来进一步改革值得期待。
- **估值及投资建议。**我们预测公司 2014-2016EPS 分别为 1.87 元、2.30 元、2.92 元，对应 PE 分别为 18.59、17.39、15.22 倍，给予增持评级。

<sup>1</sup> 感谢实习生杨雪对本报告的贡献。

- **风险提示：**获得年轻客户能力、珠宝电商冲击、原材料价格波动造成黄金外其它库存贬值、宏观经济低于预期消费乏力、对加盟企业控制不足。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	32985	35030	39899	48728
增长率(%)	29%	6%	14%	22%
净利润（百万元）	890	979	1203	1526
增长率(%)	46%	10%	23%	27%
摊薄每股收益（元）	1.70	1.87	2.30	2.92
ROE(%)	23.00%	22.28%	23.85%	25.99%

## 目录

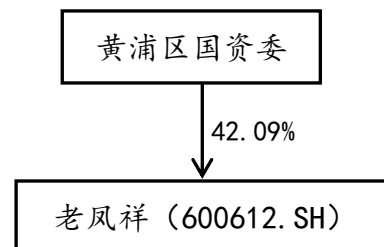
1、 公司简介.....	4
1.1 实际控制人及股东.....	4
1.2 品牌文化.....	4
1.3 公司主要产品.....	5
2、黄金珠宝行业概况.....	5
2.1 需求量：可选消费叠加婚庆高峰维持高增速.....	5
2.2、细分品种消费需求：短期黄金消费受金价影响，中期存动态平衡机制.....	8
2.3 原材料采购与成本控制：黄金类产品成本可控.....	10
3、老凤祥安全边际显著：具有业绩支撑低估值优势.....	11
4、由量到利：新四类提升毛利,品牌为核心价值.....	14
5、加盟、批发模式实现轻资产、高增速渠道下沉.....	15
6、期待国企改革.....	16
7、盈利预测、估值分析和投资建议.....	18
8、风险提示.....	18

## 1、公司简介

老凤祥(600612.SH)为著名黄金珠宝企业,品牌始创于1848年,已连续十年入选由“世界品牌实验室”发布的《中国500最具价值品牌》榜单,2014年排名第164位。公司2013年年销售额约329.85亿元,在大中华区市场占有率第二,仅次于香港周大福,为A股上市黄金珠宝类龙头企业。

### 1.1 实际控制人及股东

老凤祥实际控制人为上海市黄浦区国资委,持有公司42.09%股权,同时,上市公司最重要利润贡献子公司,上海老凤祥有限公司在1997年即逐步开始实现员工、管理层持股。除此之外,公司2014年二季度受赵丹阳旗下赤字之心新进,目前公募基金持仓处于低位,根据测算,公募基金持仓比例约从2013年底11.64%下降到2014Q3的2.23%。



### 1.2 品牌文化

**历史悠久,底蕴深厚。**老凤祥为中华老字号品牌,创建于清朝道光28年(公元1848),历史悠久,文化底蕴丰富,具大量账外无形资产。老凤祥另外也具有丰富的民族工艺、设计传承,目前首饰行业约有十几位国家级工艺美术大师,其中老凤祥就占有六位设计师,其中三位享受国家津贴,产品做工精良。产品制作精良,“老凤祥金银细工制作技艺”于2008年被选入国家级非物质文化遗产保护名录。

图1:老凤祥作品之文化底蕴与工艺传承



资料来源:公司网站、国海证券研究所

### 1.3 公司主要产品

公司目前主要产品为黄金珠宝首饰。公司传统优势产品为老四类“金、银、铂、钻”，目前正逐步拓展新四类产品，即“翠、珠、玉、宝”系列。

图 2：老凤祥新四类产品



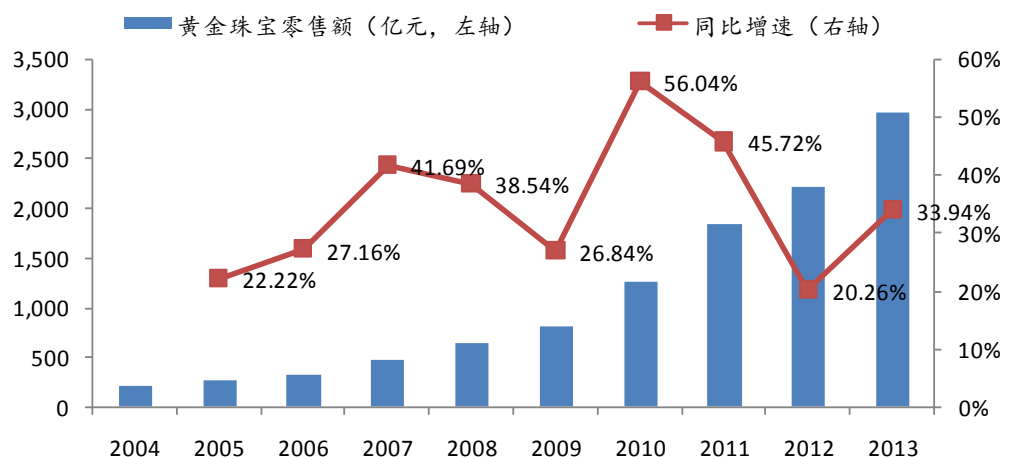
资料来源：公司网站、国海证券研究所

## 2、黄金珠宝行业概况

### 2.1 需求量：可选消费叠加婚庆高峰维持高增速

我国珠宝行业正处於高速增长阶段，近五年年复合增长率达 **35.96%**。从 2004 年起，黄金珠宝零售额年增速维持在 20% 以上水平，市场需求高速扩张。

图 3：黄金珠宝零售额与同比增速



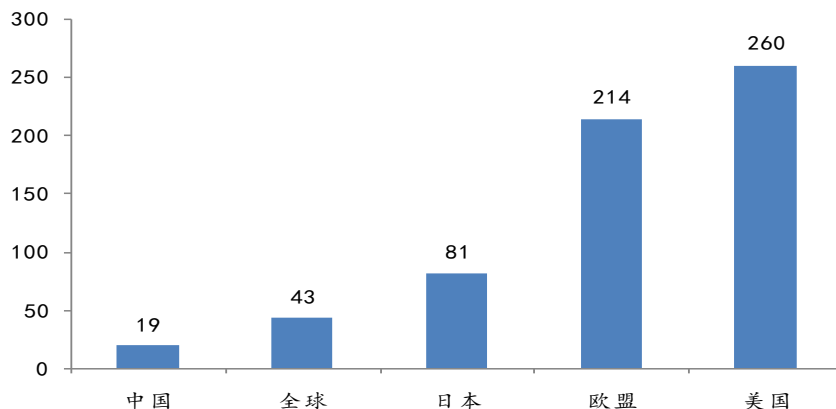
资料来源：WIND、国海证券研究所

### (1) 收入水平提升带动可选消费增长

我国人均珠宝消费水平偏低，未来具备持续增长空间。我国人均珠宝消费远远低于发达国家，距离世界平均水平，依然有一定差距。根据 Frost & Sullivan 报告，2009 年我国人均珠宝消费不足美国十分之一。考虑到我国目前偏低人均珠宝消费及庞大的人口基数，我们预计，中国未来珠宝市场存在持续增长空间。

图 4：2009 年主要国家人均珠宝首饰（含黄金珠宝）消费

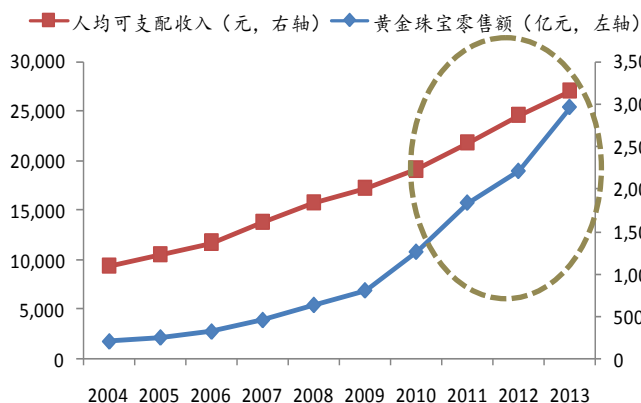
(美元)



资料来源：周大福招股说明书，国海证券研究所

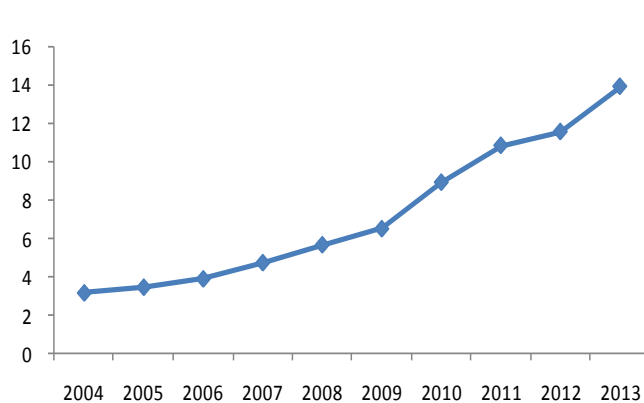
人均可支配收入提升缩小与发达国家消费差距，黄金珠宝作为可选消费，随收入增长存加速增长区间。珠宝消费与人均可支配收入相关性较高。我们认为，可支配收入提升将可以逐步缩窄我国与发达国家消费差距。而作为可选消费的黄金珠宝，当人均可支配收入进入一定区间后，随着收入增长，必选性消费增长趋于缓慢，而可选消费品对收入增长敏感性较高，存在加速增长区间，即人们除满足基本生活开支外，将使用更多比例收入用以提升生活品质、更注重仪表与品牌。自 2010 年起，我国黄金珠宝消费增长已出现提速迹象，黄金珠宝消费额增速开始超过人均可支配收入增长，另一方面，黄金珠宝消费占消费总额比重也出现提升。

图 5、人均可支配收入与人均黄金珠宝消费额



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、中国黄金珠宝消费占总消费比例 (%)

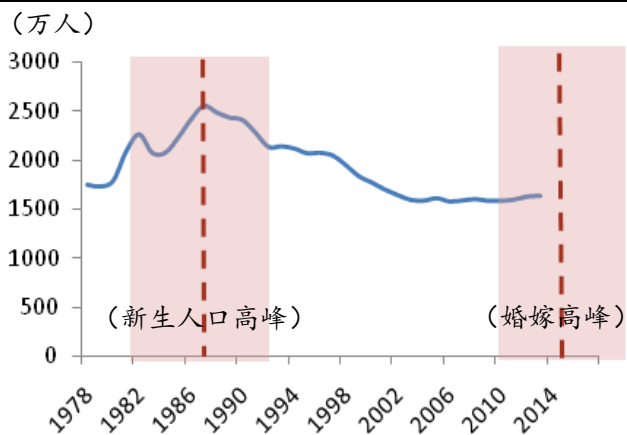


资料来源：WIND、国海证券研究所

## (2) 婚嫁高峰带来刚性需求机遇

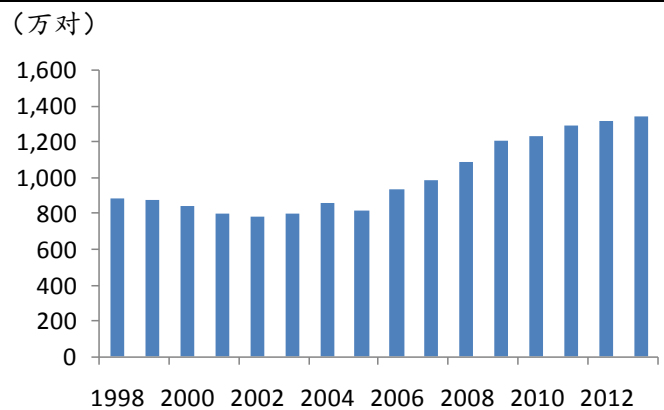
结婚潮即将到来，提升刚性需求。根据 2010 年全国人口普查统计，全国平均结婚年龄 24.98 岁，而发达地区较晚，十大省会城市平均结婚年龄为 27.99 岁，且有逐步推迟迹象。根据新生儿人口高峰区间，我们预计，较发达地区，也是黄金珠宝主要消费群体所在地，结婚潮将出现 2015 年左右，且能在五年内维持高峰区间。

图 7、我国新生儿与适婚高峰区间



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、我国结婚登记人数

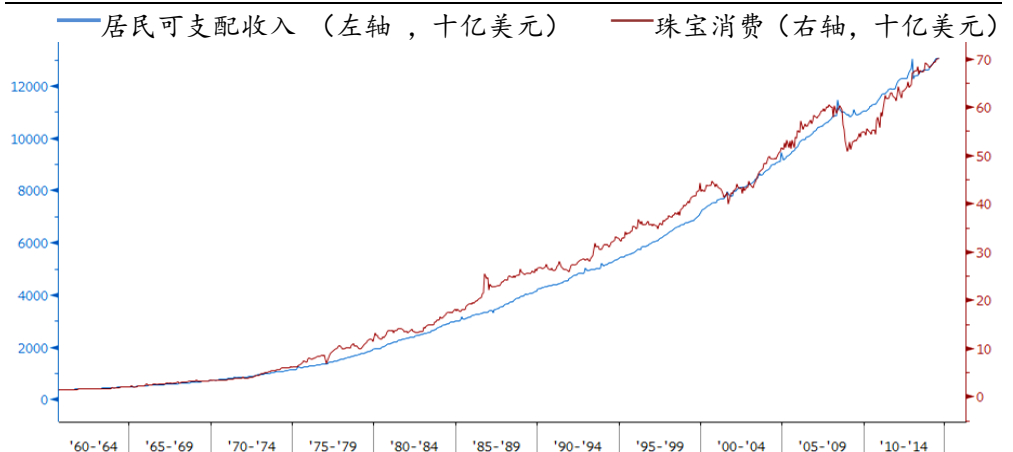


资料来源：WIND、国海证券研究所

## (3) 可选消费增加+结婚潮，同期美国珠宝行业曾经历十年高速扩张

可选消费比例增加+结婚潮双因素驱动，同时期美国经历十年加速扩张。目前，我国人均可支配收入仅相当于美国 1972 年水平。在 70-80 年代美国，随着人均可支配收入增加，及二战后婴儿潮迎来婚嫁高峰，美国在 1975-1987 迎来了珠宝行业高速发展十二年，十二年间珠宝消费平均增速约 21.72%。

图 9：1960-2014 美国居民可支配收入与珠宝消费



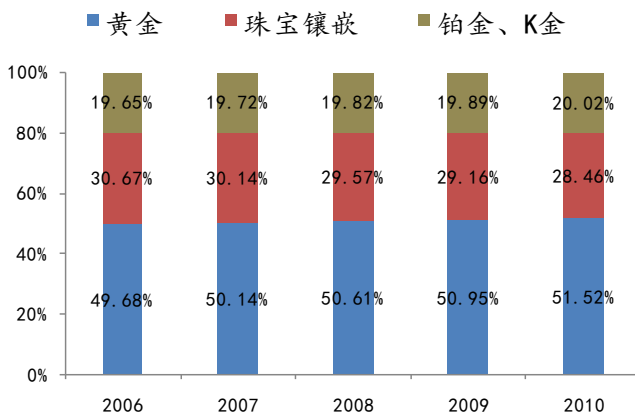
数据来源：Bloomberge

考虑到我国极低人均珠宝消费，仅相当于美国 1972 年的人均可支配收入及结婚潮到来，我们认为，中国珠宝消费增长，中期内将能持续。

## 2.2、细分品种消费需求：短期黄金消费受金价影响，中期存动态平衡机制

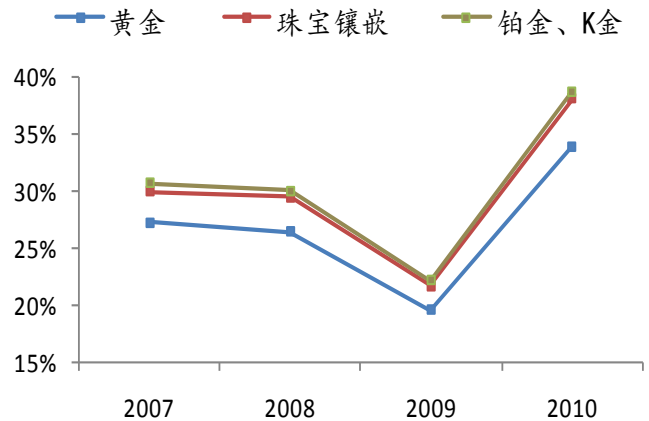
受传统文化及消费习惯影响，目前我国珠宝消费以黄金类品种为主，占比约50%。但随着未来年轻一代购买力增强，且黄金珠宝消费将更加注重设计而非保值功能，我们预计，未来K金、铂金等消费会比重会逐步增加。

图 10：黄金珠宝首饰细分市场份



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11：细分销售额同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

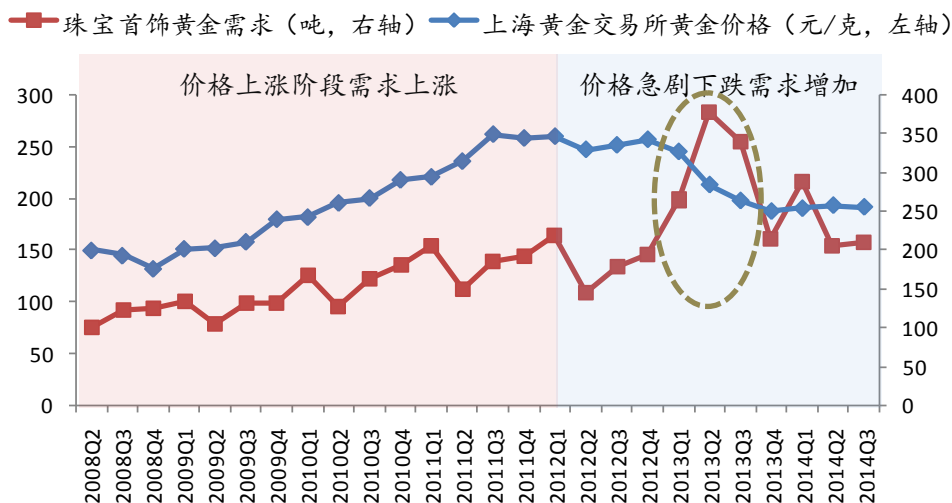
### (1) 主要品种黄金首饰消费量与金价波动关系

**黄金首饰消费品与投资品双重属性，金价上行利好消费。**尽管黄金饰品投资保值功能要弱于纸黄金、金条金币等，但人们在日常购买决策中仍会考虑其投资功能。因而在黄金价格上升过程中，最有利于刺激黄金珠宝消费温和放量。

**存在动态平衡机制，若价格下跌，中期具一定熨平效应。**因具备投资品属性，当黄金价格处于剧烈下跌过程中，会引发消费者追高及抄底心理，对黄金消费量有正面刺激作用。在2013年上半年金价剧烈下跌过程中，黄金消费在二三季度创出新高，虽一定程度上透支2014年黄金珠宝消费，但从中长期视角考虑，两因素相互作用下，并考虑到黄金珠宝饰品消费属性，居民黄金消费支出对金价波动存在一定幅度熨平效应。但若金价长期处于缓慢下行通道，或对黄金消费带来一定不利影响。



图 12: 黄金珠宝需求量与金价波动关系

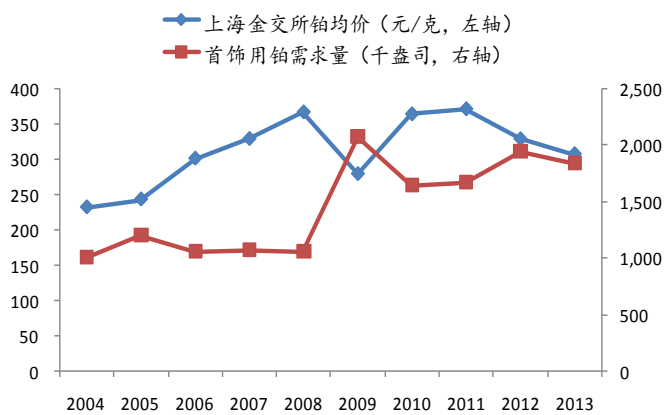


资料来源: WIND, 国海证券研究所

(2) 其它品种需求量与原材料价格关系

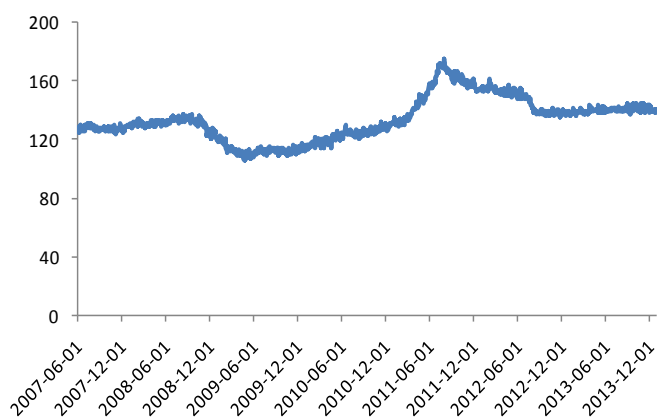
铂金需求与价格呈现出较显著负相关性。由于消费者对铂金保值、投资效用认同度相对较低，铂金价格上升过程中，需求量总体呈现下滑趋势。对于钻石，由于中国目前消费以婚庆刚需为主，对价格波动敏感性相对较低。除价格影响外，作为可选消费，钻石、铂金消费量与经济变动也有一定正相关性。

图 13: 上交所铂现货收盘价与首饰用铂需求量



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 14: PolishedPrice 钻石指数



资料来源: WIND、国海证券研究所

## 2.3 原材料采购与成本控制：黄金类产品成本可控

国内珠宝首饰制造企业根据国家政策法规，通过上海黄金、钻石交易所平台，从会员手中采购黄金、铂金与钻石等原材料。

表 1：原材料交易平台及政策

时间	交易平台政策
2000 年 10 月	上海钻石交易所成立，形成钻石成品、钻石毛坯进口及来料加工在中国大陆唯一合法交易平台
2002 年 10 月	上海黄金交易所成立，形成唯一合法从事黄金交易的国家级市场
2003 年 8 月	铂金在上海交易所挂牌

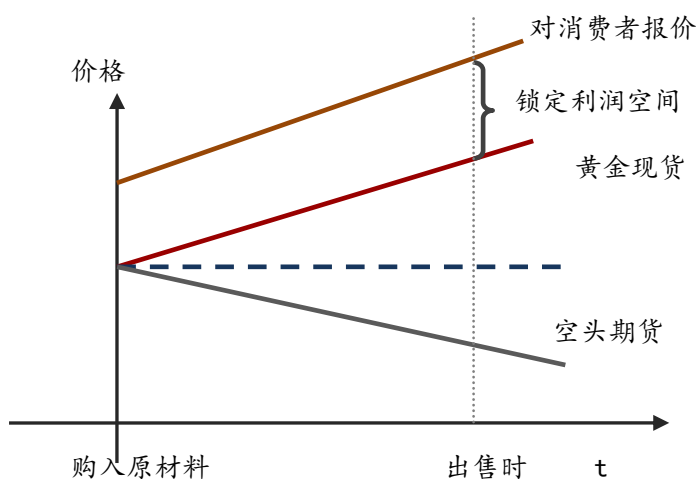
数据来源：国海证券研究所，WIND

### (1) 主要品种黄金通过黄金租赁、T+D 延期交易控制成本。

由于黄金具有大宗商品属性，珠宝首饰企业通常采取手段对冲黄金价格变动风险。具体方式包括套期保值黄金期货 T+D 延期交易以及黄金租赁。T+D 延期交易通过操作使期货交易的持仓量、持仓时间与所保值的实物或合同在数量、时间上相匹配，解决批发类销售过程中，收到订单到实际加工期间，原材料价格变动对企业盈利产生的影响。而对于黄金租赁，公司租入黄金，到期归还并以人民币交付黄金租赁费（类似空头期货），此方式主要用于应对零售过程中，原材料、成品等存货价格波动所产生影响，但此方式采购成本相对较高，将对业绩造成一定影响。黄金采购成本控制手段可有效缓解黄金价格波动对企业盈利能力造成的影响。

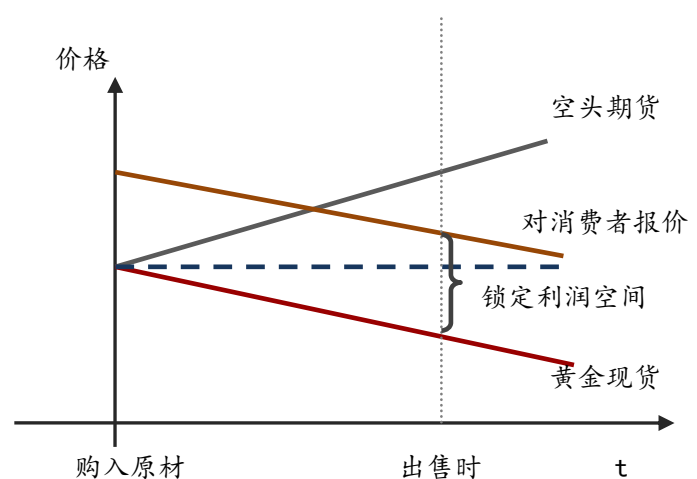
通过黄金租赁，在合约期限、交易单位错配较小前提下，对于计价足金饰品，最终毛利率锁定为：销售日对消费者黄金价格报价-销售日黄金现货价格+工费-保值合约履约相关成本。而对于计件饰品，公司报价预先设置较高安全边际，通常毛利水平更高。而通过 T+D 延期交易，在接受订单时及能较好锁定利润。

图 15：黄金租赁套保原理——黄金价格上升图



数据来源：国海证券研究所

图 16：黄金租赁套保原理——黄金价格下跌



数据来源：国海证券研究所

(2) 其它品类：承担购买原材料与最终出售间价格风险。

除黄金外，对于铂金、钻石，珠宝企业尚未采取有效手段控制原材料成本。对于收到订单、材料采购到最终出售阶段内价格变动，企业不可避免承担一定风险，但对于终端价格波动，则可通过计价方式或提高计件售价降低影响。

3、老凤祥安全边际显著：具有业绩支撑低估值优势

(1) 公司为 A 股黄金珠宝轻工制造龙头，具业绩支撑与低估值优势

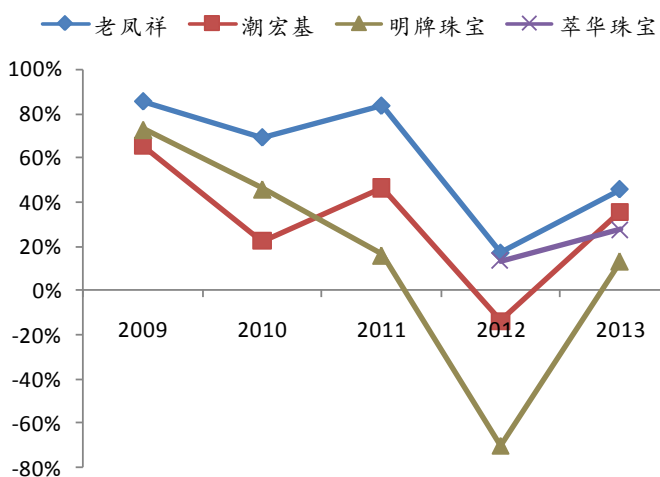
龙头公司具业绩支撑，规模庞大依旧维持高增长。老凤祥为 A 股黄金珠宝制造龙头公司，在大中华区上市公司中，市场占有率仅次于周大福，远超其它竞争对手。营业收入接近排名第二 A 股上市公司的 3.7 倍，净利润约为第二名的 5.1 倍。即使目前公司已具备相当大的规模，但增长率一直保持较高水平。ROE，ROA 等指标远优于 A 股其它公司。

表 2、黄金珠宝类上市公司数据对比（财务数据为 2013 年报信息）

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	ROA	ROE (摊薄)	市值 (亿元)	市盈率 TTM (2015/1/16)
600612.SH	老凤祥	329.85	8.90	17.92	26.70	182.05	18.53
000587.SZ	金叶珠宝	88.31	1.47	10.74	12.30	59.84	45.20
002574.SZ	明牌珠宝	85.58	0.83	4.07	2.91	58.56	29.74
002731.SZ	萃华珠宝	36.79	1.11	16.46	21.17	44.44	27.58
002345.SZ	潮宏基	20.74	1.76	8.33	7.88	76.91	36.09

数据来源：国海证券研究所，WIND

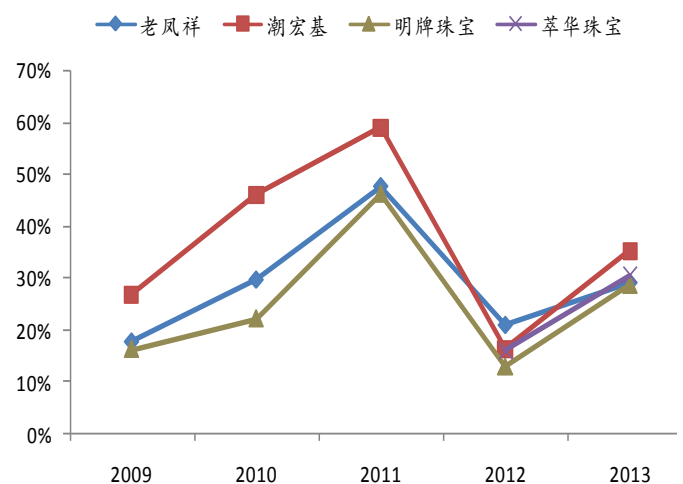
图 17：黄金珠宝公司净利润增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

注：剔除金叶珠宝因 2011 年末借壳上市且后期存摘帽动机，造成财务大幅波动影响

图 18：黄金珠宝公司营收增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

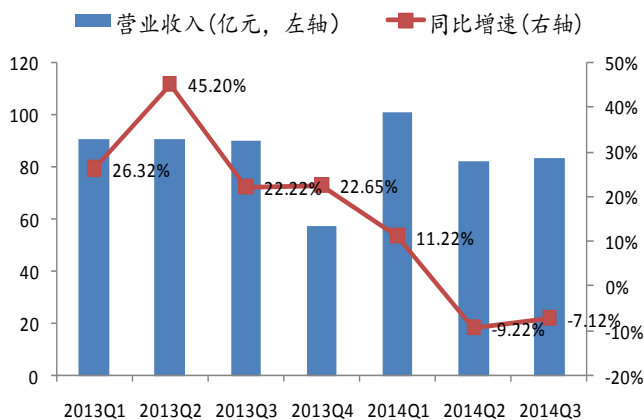
18.53 倍 PE 具低估值优势。我们认为，老凤祥在规模性、成长性均具有优势的情况下，相对于行业 27-45 倍估值，目前 18.53 倍 PE 估值优势显著。在具有业绩支

撑的情况下，市场未能给到龙头公司相应溢价，主要由于前期市场风格更偏重中小盘股票，认为其股价弹性更为良好，并且由于老凤祥性质属于国有企业，在公司治理机制及移动互联概念方面稍显保守，缺乏市场热点催化。但在沪港通带来国内资本市场逐步开放预期，缩小与其它国家资本市场估值差距，及未来注册制消除上市公司壳效应的前提下，我们认为具有业绩支撑的老凤祥将能逐步得到估值修复，获得龙头公司相应溢价。

## (2) 2014 营收增速放缓为金价剧烈波动下短期事件，恢复增长可期

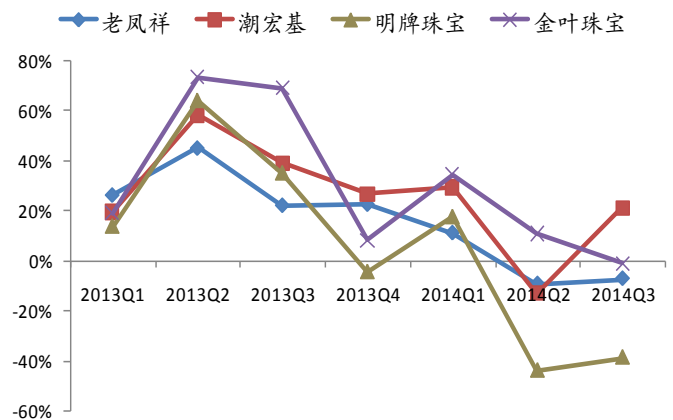
我们认为，老凤祥 2014 营收增速放缓，主要是受 2013 金价暴跌透支消费所致，秋季订货会主要经销商订单量同比增长 15%，逐步从极端事件影响中恢复。由于 2013Q2 单季度内金价环比下跌 13.03%，导致黄金类产品出现销售热潮，提前透支后期消费能力，老凤祥 2013Q2 营收同比增速为 45.20%，而 2013Q3-Q4 金价下跌幅度仍较大，跌幅分别为 7.20%、5.18%，使得 2013 全年整体黄金消费基数偏大。进入 2014 后，国际金价较为平稳，短期透支效应显现。由于老凤祥采取批发代理模式，与多为直营的其它公司相比，订货流程较长，且因规模较大导致短期对待极端性事件反应较为缓慢，公司 2013 及 2014 增速对其他公司有一定程度放缓。而目前，金价波动短期不利影响消除，根据几大经销商反馈，公司 2014 秋季订货会订单量同比增长 15%，我们认为，黄金珠宝行业利空已基本出尽，中长期恢复增长可期。

图 19：老凤祥 2013Q1-2014Q3 营收及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 20：黄金珠宝公司营收增速

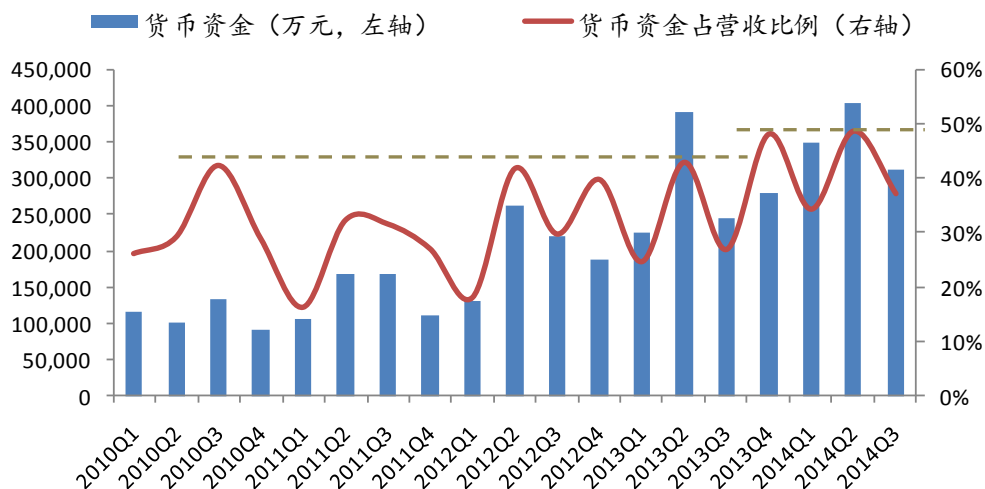


资料来源：WIND、国海证券研究所（萃华珠宝 2014 年上市，未完全披露单季数据）

2014 公司开始着手外延式并购扩张，若收购完成中长期对公司经营有利。老凤祥于 10 月 20 日公告，公司拟收购城隍珠宝 100% 股权，其中 56% 的股权持有者为农工商房地产，在上海联合产权交易所公开竞拍，从交易条款来看设有付款进度安排，方式设定为以现金支付挂牌价 1.16 亿元，城隍珠宝整体估值将超过 2 亿元。我们认为，老凤祥由于具国企性质，过往资本市场操作较少，如并购完成，一方面，通过横向整合，取得上海核心商圈门店，以及黄金珠宝存货，另一方面也将改变国企保守预期。另外，我们不排除老凤祥为此次收购活动预备部分现金，2014Q3 账面超过 40 亿现金，占营收比率比过往中枢平均提高五个百分点，也一定程度占用可用营运资本，减少备货等资金，短期在 Q2、Q3 对于老凤祥轻资产高周转模式，产生了一定影响，但长期来看，老凤祥轻资产高周转产生巨额现金、及

良好的流动资产弹性，也为未来行业整合提供了可能性。

图 21：老凤祥季末货币资金及货币资金占当季营收比例

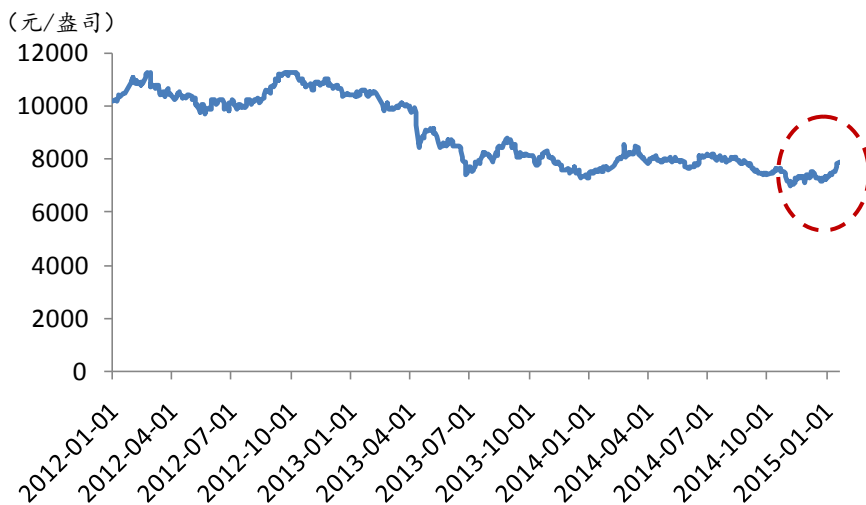


数据来源：WIND, 国海证券研究所

### (3) 金价回暖预期增强，消费回暖可期

瑞郎取消兑欧元汇率上限、欧央行推出 QE，金价回暖预期增强。在 2013 国际金价大幅下挫后，目前黄金价格已从 2011 年超过 1800 美元/盎司回落至目前不到 1300 美元/盎司。2014 年，黄金价格主要维持在 1200 至 1300 美元/盎司区间震荡，下跌趋势有所制止，而美国退出 QE 利空已逐步被市场消化。近日，瑞士央行宣布撤销瑞郎兑欧元 1.2 汇率上限，而欧洲央行推出每月 600 亿欧元 QE 额度，及世界银行下调经济增长预期，我们认为国际金价下跌空间较小，而回暖预期增加。在黄金不利变动影响减弱而回暖预期较强情况下，考虑到黄金珠宝内生性需求，伴随着婚嫁高峰及可选消费增长，我们认为，黄金珠宝消费回暖可期。

图 22：COMEX 黄金收盘价（以人民币兑美元中间价换算）

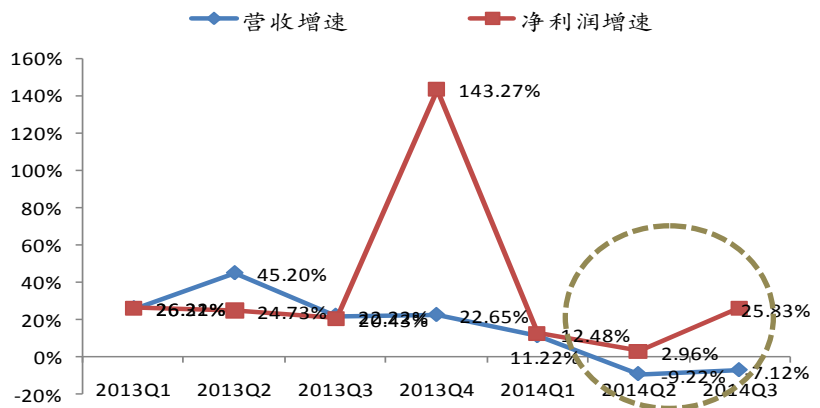


资料来源：WIND, 国海证券研究所

## 4、由量到利：新四类提升毛利,品牌为核心价值

由于老凤祥采用加盟经销商模式，单纯比较上市公司毛利率缺乏意义。但从目前情况来看，公司 2014 年 Q2、Q3 在公司营收出现同比下滑情况下，归属母公司净利润分别维持了 2.96%、25.83% 的同比增速，产品毛利率提高。而根据老凤祥秋季订货会情况，黄金珠宝饰品通过向经销商加价，综合提升毛利率约 1 个百分点。我们认为，即使未来 5-10 年在可选消费刺激作用、及婚嫁高峰过后，黄金珠宝行业营收增速有所放缓，提升产品溢价能力将可能成为老凤祥新增长点。

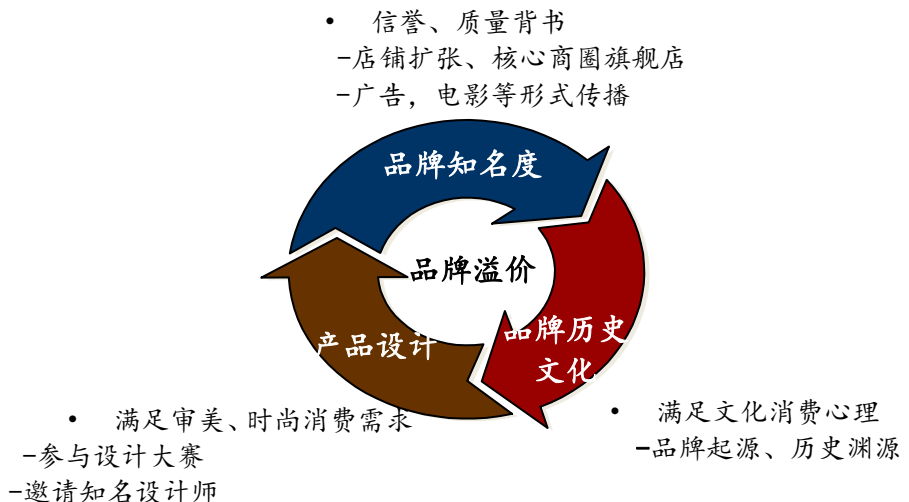
图 23：老凤祥单季营收、净利润增速



数据来源：WIND，国海证券研究所

我们认为，提升黄金珠宝行业盈利核心在于品牌及设计。老凤祥具备历史文化底蕴，能满足文化消费需求，具领先设计、工艺能力。除此之外，作品在国内外国珠宝比赛共获得 170 多个奖项。我们认为，品牌建设对获取溢价至关重要。国际品牌以蒂凡尼为例，整毛利率接近 60%。中国珠宝公司毛利率主要集中在 5%-30% 区间，以国际经验来看，随着经济发展，消费者将更加重视设计、品牌因素。老凤祥盈利能力提升一方面反映了品牌溢价所产生的一定议价能力。

图 24：黄金珠宝首饰企业品牌建设路径



数据来源：WIND，国海证券研究所

另外，老凤祥毛利提升也与品类调整相关。目前，黄金珠宝行业不同材质、品类计价方式对企业盈利能力有较大影响。足金饰品毛利率最低，而镶嵌类珠宝 K 金、钻石、玉石翡翠类饰品毛利率最高。提升黄金珠宝企业盈利能力关键因素，在于减少对贵金属原材料依赖，而赋予更高品牌、设计附加值，而新四类，正是通过其它高毛利材质珠宝，达到提升盈利能力效果。

表 3:黄金珠宝企业首饰产品毛利测算

品种	主要标价方式	毛利率测算
足金黄金	计价（浮动金价+工费）、计件	5%-25%
铂金	计价（浮动金价+工费）、计件	10%-30%
K 金	计件	30%-50%
钻石	计价（按钻石等级报价）、计件	30%-50%
玉石翡翠	计件	25%-50%

资料来源：WIND、国海证券研究所

新四类通过品牌效应应对品质、定价痛点，细分市场具备空间。老凤祥“新四类”指翠、珠、玉、宝，四类毛利率较高产品。整体而言，作为标准化程度较低，分类、定价具较高弹性的四类珠宝，消费者在购买过程中极易产生信息不对称。对于翠、珠、玉、宝产品，存在真假难辨，价格水分等痛点，老凤祥通过品牌信誉，树立消费信心，且通过专业能力以及较强设计、工艺能力，提升产品附加值。目前，此细分市场强势品牌尚存空白区域，老凤祥介入，一方面与品牌历史文化底蕴相吻合，另一方面有助于提升品牌盈利能力。目前，根据我们测算，老凤祥新四类年增长率基本维持在 50%以上水平。

## 5、加盟、批发模式实现轻资产、高增速渠道下沉

黄金珠宝线下销售模式分为直营、联营、加盟、批发四种。目前黄金珠宝销售渠道目前以线下为主，2013 年线下渠道销售占比约 99.3%。由于黄金珠宝首饰单价较高，消费者购买时较为慎重，注重品质信誉保证及消费体验，故线下销售直至目前仍为主流模式。线下自主经营模式主要分为直营、联营、加盟及批发几种。

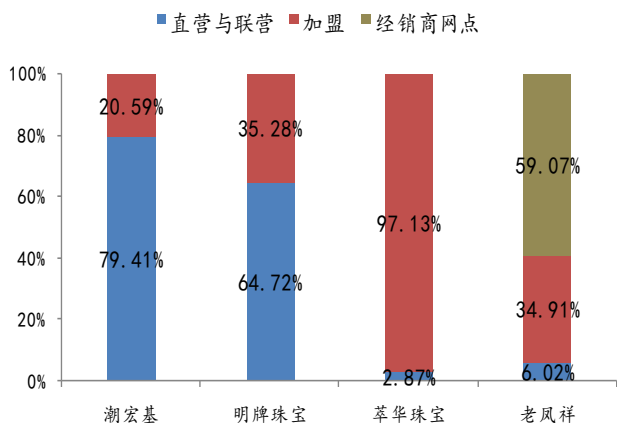
表 4：线下渠道经营模式与特点

经营模式	经营形式与特点
直营模式	由总部直接投资经营，在购物广场或商业街购置或租赁场地，总部拥有所有权和经营权，实行统一核算、统一经营，避免中间环节。
联营模式	与百货商场合作，自行装修和自行配送产品，百货商场在产品交付予顾客时统一向顾客收取全部款项，公司于约定结算期间（一般为 1 个月）按百货商场收取的全部款项扣除百货商场应得分成后的余额确认销售收入。联营店提供百货商场的信誉保，但须在约定时间双方统一结账，增加资金占用。
加盟模式	加盟商自行投资设店，负责经营管理。销售总部提供的产品。可以节约资金投入，降低投资风险，快速扩张销售网络，提高知名度。但会削弱品牌控制力。
批发模式	通过经销商订货等形式实现销售，节约资金投入，专注生产、品牌运营环节，对终端把控较弱。

数据来源：招股说明书，国海证券研究所

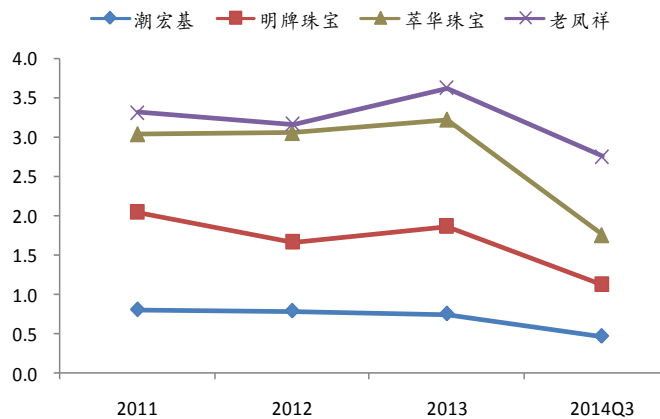
老凤祥以加盟、批发模式为主，轻资产模式扩张迅速。我们认为，由于黄金珠宝行业整体面临可选消费增加、婚嫁高峰临近等有利因素，行业正处于成长阶段。在行业 2009-2013 五年复合增长率达 35.96% 整体高速增长条件下，通过轻资产模式运营，能提高资产周转率，跑马圈地，占领市场份额，专注设计、生产与品牌运营环节，是老凤祥能在大体量前提下，仍能维持高速增长的原因之一。

图 25: 黄金珠宝企业线下网点占比



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 26: 黄金珠宝企业总资产周转率



资料来源: WIND、国海证券研究所

加盟、批发模式有利于渠道下沉。目前，黄金珠宝上市公司在购买力较强一二线城市进入已完成初步布局，未来三四线城市增长空间较大，而三四线城市依靠直营、联营布局会为制造企业带来一定不确定性，增加经营风险。我们认为，利用当地资源进行加盟、经销商销售，而非独立承担风险，轻资产运营，有利于渠道下沉。

## 6、期待国企改革

处于改革先发区域上海，属于完全竞争行业，为区国资委唯一上市平台，有望成为国企改革受益标的。上海市国企改革政策出台较早，且区域内集中大量国企，改革动机强，是此轮国企改革中的先发区域。2014 年 7 月 7 日，上海市委办公厅上海市人民政府办公厅发表文件《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）》，目标 3-5 年内推进国有企业公司制改革。上海作为国企改革先行区域，老凤祥实际控制人为上海黄浦区国资委，公司为该区国资委唯一上市平台，持股比例为 42.09%。黄金珠宝行业处于充分竞争市场，改革政策阻力小，有望受益上海国企改革。

表 5、《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）》内容摘要

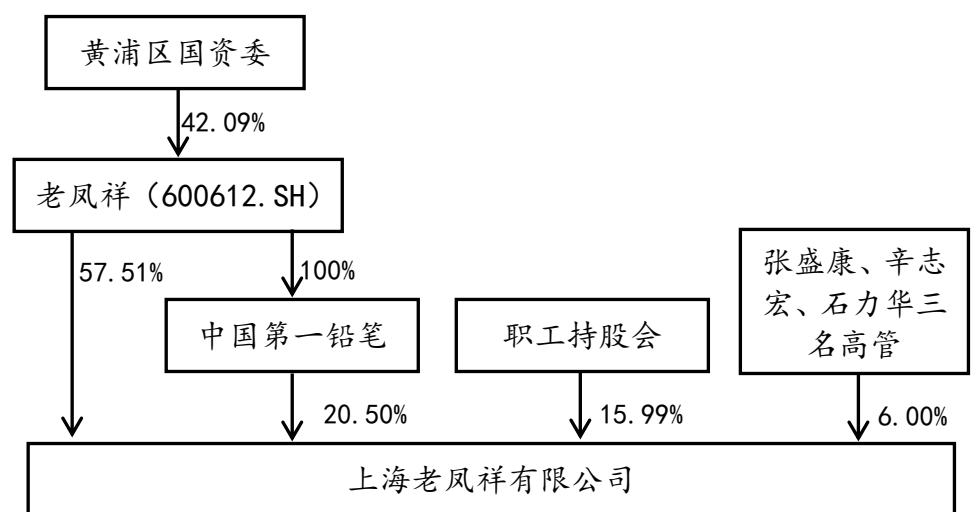
总体原则	基本措施
优化国有企业股权比例结构	一般竞争性领域的国有企业，根据发展实际，按照市场规则有序进退、合理流动。
加快开放性市场化联合重组	支持国有企业通过合资合作、战略联盟等方式，聚焦产业链、价值链，与各类所有制企业实施双向联合重组。
实施股权激励和员工持股	鼓励整体上市企业集团的经营管理者、技术管理骨干实施股权激励；符合条件的竞争类企业集团及下属企业完成公司制股份制改革后，可实施股权激励。

数据来源: 国海证券研究所



通过子公司及其它下属机构，上市公司已间接部分实现员工持股与混改。老凤祥有限公司现是上市主体老凤祥（600612）控股子公司，目前为老凤祥主要业绩贡献实体，2013 年实现营业收入 326.45 亿元，实现净利润 12.83 亿。作为国有企业，老凤祥有限公司 1997 年改制过程中已拿出 22% 股权为员工持有。在老凤祥发展过程中，员工持股给予经营者适当激励机制，国资委等部门在实践过程中也给予老凤祥更多的自主经营决策权。除老凤祥有限外，老凤祥下属上海工艺美术总公司之下八家企业，从 2001 年开始即逐步改制为混合所有制企业，包括工艺美术总公司下属艺美术拍卖行、西泠印社、上海工艺美术城、上海工艺美术服务部、老凤祥的典当行等。其中工艺美术拍卖行，总经理、副总经理分别持有 30% 和 15% 的股权。

图 27：主要利润贡献子公司上海老凤祥有限员工持股情况



数据来源：国海证券研究所

间接持股桎梏在于仅关注公司业绩成长，忽视资本市场视角。老凤祥有强大品牌、历史优势，但由于管理层间接持股，多年来公司发展聚焦在发展业绩方面。但大部分员工所持为子公司未上市股份，缺乏流通性，与资本市场表现不存在直接相关性。加上一定程度基于国企体制，公司前期资本市场运作较少，由于渠道原因，还未能打通 O2O、电商环节。电商渠道 2013 销售占比仅约 0.7%，暂对公司影响主要局限于估值而非业绩。目前，老凤祥已于 2014 年末开始外延式扩张，对资本市场有了更进一步的参与。

董事长最新讲话反应，混改、员工持股经验得到肯定，我们认为，进一步实现国企改革可以期待。2014 年 12 月 19 日，上海国有资本运营研究院以及上海市经济管理干部学院共同举办 2014 上海国资高峰论坛，老凤祥董事长石力华发表讲话，充分肯定了在过往发展过程中，老凤祥能生存、发展，员工持股与混改起到了相当重要的作用，管理层承担的不仅仅是企业的获利，也是经验过程中的风险，未来希望能将原有的已经完成的改革，更好地去完善，更好地去理顺。而更重要的是充分地、光明正大地利用现在已经形成的机制和体制去发展企业。我们认为，对于老凤祥，国企改革，特别是员工持股与混改，已经有了较好的成功经验，成绩也得到国资委领导认可，未来进一步改革可以期待。

从上海推进国企混改意见中指出，一般竞争性领域的国有企业，根据发展实际，按照市场规则有序进退、合理流动，到老凤祥已部分间接完成员工持股，我们认为老凤祥在国企改革大趋势中上层阻力较小。国企改革思路，是按照市场化原则配置资源，而从政府考核角度，无论是实施“类淡马锡模式”资产管理平台，或是考察上市公司市值，均使政府与混合所有制中民营资本、乃至参加员工直接持股高管利益达到一致，即以市场眼光审视公司。如能进一步实现国企改革，老凤祥约五十家二级与三级子公司，以及铅笔文具等业务，均存在整合梳理可能。

## 7、盈利预测、估值分析和投资建议

我们认为，公司 2014 年面对的是黄金珠宝消费被提前透支影响，自 2015 年起不利因素消除可期，且随着可选消费增加，伴随婚嫁高峰到来，恢复增长为大概率事件。公司轻资产模式降低经营风险，且周转较高，凭借浓厚的品牌文化底蕴，及“新四类”战略，盈利能力也预期增强，并有可能受国企改革利好。我们预测公司 2014-2016EPS 分别为 1.87 元、2.30 元、2.92 元，对应 PE 分别为 18.59、17.39、15.22 倍，给予增持评级。

表 6：可比公司估值情况对比

代码	简称	最新日期	最新价格	EPS			PE			PB	每股净资产
				13A	14E	15E	13A	14E	15E		
000587.SZ	金叶珠宝	2015-01-16	10.74	0.26	0.29	0.40	47.55	36.68	21.05	4.70	2.28
002345.SZ	潮宏基	2015-01-16	9.10	0.46	0.29	0.38	27.09	31.60	24.00	3.26	2.79
002574.SZ	明牌珠宝	2015-01-16	11.09	0.35	0.43	0.51	56.46	25.74	21.93	1.93	5.75
002731.SZ	萃华珠宝	2015-01-16	29.49	0.98	0.76	0.92		38.93	31.97	4.33	5.47
<b>600612.SH</b>	<b>老凤祥</b>	<b>2015-01-16</b>	<b>34.80</b>	<b>1.70</b>	<b>1.87</b>	<b>2.30</b>	<b>20.46</b>	<b>18.59</b>	<b>17.39</b>	<b>5.05</b>	<b>6.90</b>

## 8、风险提示

- 1、获得年轻客户能力：公司客户群体主要集中在 30 岁以上人群，目前此部分群体是消费能力较强客户，但未来现有客户将逐步老龄化，而年轻客户消费能力随时间提高，如不能有效获得年轻客户对品牌的认同，将会面临一定风险。
- 2、移动互联网布局过慢风险：目前黄金珠宝电商份额不足 1%，但若未来电商份额扩大，公司未能及时布局，对公司经营会产生一定风险。
- 3、原材料价格波动风险：如铂金、钻石、翡翠等原材料价格下降，将造成存货减值。黄金如出现缓慢持续价格下降通道，产品需求会降低，影响企业业绩。
- 4、如宏观经济状况低于预期，可影响可选消费整体需求
- 5、对加盟企业的控制能力不足导致的风险

表 7: 公司三大报表预测

证券代码: 600612.sh 股票价格: 34.80 投资评级: 增持 日期: 2015/1/18

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	23.0%	22.3%	23.8%	26.0%	EPS	1.70	1.87	2.30	2.92
毛利率	8.0%	8.6%	8.9%	9.0%	BVPS	6.37	6.95	7.66	8.56
期间费率	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	<b>估值</b>				
销售净利率	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%	P/E	20.46	18.59	17.39	15.22
<b>成长能力</b>					P/B	5.46	5.01	4.54	4.07
收入增长率	29.1%	6.2%	13.9%	22.1%	P/S	0.55	0.52	0.46	0.37
利润增长率	45.6%	10.1%	22.9%	26.8%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	3.53	3.50	3.63	3.92	营业收入	32985	35030	39899	48728
应收账款周转率	139.92	145.49	134.75	134.75	营业成本	30356	32010	36344	44338
存货周转率	6.05	5.76	5.50	5.42	营业税金及附加	221	235	268	327
<b>偿债能力</b>					销售费用	577	613	698	852
资产负债率	59%	56%	54%	53%	管理费用	375	398	454	554
流动比	1.54	1.60	1.67	1.72	财务费用	197	197	199	202
速动比	0.60	0.57	0.52	0.44	其他费用/(-收入)	6	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	1264	1576	1937	2455
现金及现金等价物	2788	2784	2582	2290	营业外净收支	213	0	0	0
应收款项	236	241	296	362	利润总额	1477	1576	1937	2455
存货净额	5020	5598	6657	8243	所得税费用	347	370	455	577
其他流动资产	145	150	165	190	净利润	1130	1206	1482	1878
流动资产合计	8188	8724	9651	11037	少数股东损益	240	226	278	353
固定资产	450	505	584	646	归属于母公司净利润	890	979	1203	1526
在建工程	31	111	101	101	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
无形资产及其他	137	137	123	109	经营活动现金流	1522	760	363	13
长期股权投资	6	6	6	6	净利润	1130	1206	1482	1878
资产总计	9337	10009	10991	12425	少数股东权益	240	226	278	353
短期借款	2779	2779	2779	2779	折旧摊销	42	59	64	71
应付款项	1687	1792	2035	2482	公允价值变动	2	0	0	0
预收帐款	609	646	736	899	营运资金变动	108	(731)	(1461)	(2288)
其他流动负债	245	245	245	245	投资活动现金流	(90)	(135)	(70)	(62)
流动负债合计	5320	5463	5795	6406	资本支出	36	(135)	(70)	(62)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	149	149	149	149	其他	(126)	0	0	0
长期负债合计	149	149	149	149	筹资活动现金流	(1436)	(677)	(832)	(1055)
负债合计	5469	5612	5944	6555	债务融资	130	0	0	0
股本	523	523	523	523	权益融资	13	0	0	0
股东权益	3868	4397	5047	5870	其它	(1579)	(677)	(832)	(1055)
负债和股东权益总计	9337	10009	10991	12425	现金净增加额	(4)	(52)	(539)	(1103)

## 【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。