

## 品牌+渠道” 稳固王者地位，国企改革推进下一程

■业绩稳健优于同业，龙头地位进一步巩固。2014年4季度黄金珠宝行业未达到预期的强劲反弹，但老凤祥凭借自身品牌和渠道优势，14Q4实现营收61.0亿，同比增长5.5%，扣非后归母净利润2.0亿，同比增长43.8%，经营改善显著，业绩表现优秀。14年整体来看，实现营收328.4亿，同比下降0.5%，在13年高基数背景下，收入基本持平优于同业，行业龙头地位毋庸置疑。

■行业有望回升，公司借品牌+渠道优势树王者风范。1.金价企稳回升，行业前景看好。2.历史底蕴与设计理念的完美融合打造品牌NO.1。3.批发渠道为主，实现低成本快速扩张。4.河南模式成功复制，收入快速增长。

■股权激励、混合所有制逐步落地，国企改革推进公司发力下一程。上海市是国企改革先发地区，国有企业云集、改革动机强烈。公司作为黄浦区国资委旗下上市平台，先天优势明显。借力15年改革东风，必将大有作为。国企改革是年初至今表现最弱但确定性最高的主题，随着各项政策逐步落地，作为尚未启动的国企改革标的，叠加公司业绩稳健增长，我们坚定看好未来成长空间。

■维持盈利预测，维持增持-A 评级。公司是国内黄金珠宝行业龙头，品牌、渠道优势明显。在未来品牌集中化的行业整合中，有望扩大市场占有率，提升品牌、渠道溢价。此外，作为黄浦区国资委旗下上市平台，未来迎接政策利好，受益性明确，我们看好未来发展。预计公司15-16年EPS为2.1元、2.6元，当前股价对应PE分别为22倍、18倍，维持增持-A 评级。

■风险提示：黄金终端消费乏力致经营存在不确定性，国企改革改革不达预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,553.4	32,984.7	32,835.0	34,312.6	36,199.8
净利润	611.3	889.9	940.5	1,110.4	1,356.3
每股收益(元)	1.17	1.70	1.80	2.12	2.59
每股净资产(元)	5.28	6.37	13.42	15.65	18.36

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	31.1	21.4	20.2	17.2	14.0
市净率(倍)	6.9	5.7	2.7	2.3	2.0
净利润率	2.4%	2.7%	2.9%	3.2%	3.7%
净资产收益率	25.0%	29.2%	15.7%	14.6%	14.8%
股息收益率	1.7%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	27.5%	32.4%	38.7%	27.6%	30.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

57.96元

股价(2015-04-13)

46.37元

交易数据

总市值(百万元)	24,256.97
流通市值(百万元)	14,704.37
总股本(百万股)	523.12
流通股本(百万股)	317.11
12个月价格区间	21.60/47.06元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.18	8.60	1.70
绝对收益	23.39	34.41	96.40

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

四季度经营环比改善，关注 2015-03-10  
上海国企改革带来的投资机会

**业绩稳健优于同业，龙头地位进一步巩固。**2014 年 4 季度黄金珠宝行业未达到预期的强劲反弹，但老凤祥凭借自身品牌和渠道优势，14Q4 实现营收 61.0 亿，同比增长 5.5%，扣非后归母净利润 2.0 亿，同比增长 43.8%，经营改善显著，业绩表现优秀。14 年整体来看，实现营收 328.4 亿，同比下降 0.5%，在 13 年高基数背景下，收入基本持平优于同业，行业龙头地位毋庸置疑。

**行业有望回升，公司借品牌+渠道优势树王者风范。**1.金价企稳回升，行业前景看好。2013 年 4 月以来，黄金价格一直在低价徘徊，并在 14 年连续下滑创下新低，目前已逐步回调。展望 2015 年，我们认为下跌阶段已基本结束，行业将迎来快速发展期。2.历史底蕴与设计理念的完美融合打造品牌 NO.1。公司设计团队完成各类新产品开发 47 项，新产品贡献收入 90.12 亿，占主营业务收入 32.25 %。研发方面，专利申请数达 117 项、企业授权专利 130 项，目前拥有发明专利 8 项。2014 年老凤祥品牌价值已从 13 年的 116.72 亿大幅提升至 220.34 亿，在中国 500 最具价值品牌中位列 108 位，在珠宝品牌中名列第一。3.批发渠道为主，实现低成本快速扩张。公司知名度高、经营能力强、定位清晰，采用加盟模式实现低成本快速扩张。加盟店和经销网点遍布在东部沿海和中西部省市，以及发达地区的乡镇。13 年公司拥有自营银楼 158 家（其中银楼 85 家，专柜 73 家），加盟专卖店 916 家，其他经销网点 1550 家，共计 2624 家，14 年预计新增门店 145 家，网络门店总数达到 2769 家，市场份额进一步提升。4.河南模式成功复制，收入快速增长。2010 年 4 月老凤祥河南子公司成立，注册资本 1500 万，老凤祥持股 51%，洛阳金鑫持股 49%。河南模式在 12 年 5 月复制到山东后，山东省的销售业绩也取得突飞猛进。超额收益分成、周转速率高、成熟区域自营致收入高速增长。该模式推出，试点省份收入呈现突破性增长，为公司整体收入带来增长原动力。

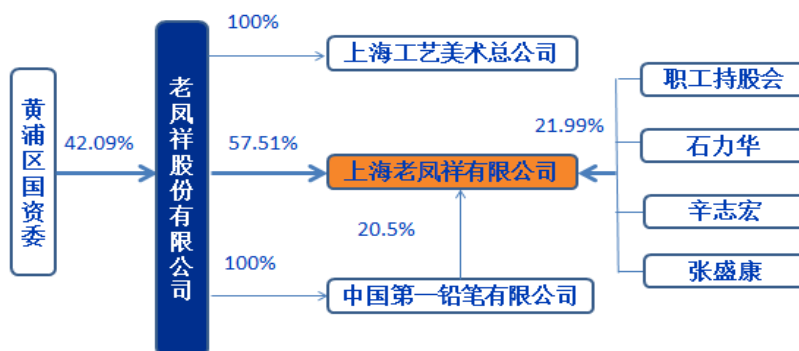
**表 1：14 年中国 500 最具价值品牌中珠宝品牌排名一览（老凤祥居第一）**

排名	品牌名称	品牌价值 (亿)	企业名称	省份
<b>108</b>	<b>老凤祥</b>	<b>220.34</b>	<b>老凤祥股份有限公司</b>	<b>上海</b>
<b>125</b>	周大福	186.75	周大福珠宝金行有限公司	广东
<b>142</b>	潮宏基	166.49	广东潮宏基实业股份有限公司	广东
<b>235</b>	周大生	106.83	周大生珠宝股份有限公司	广东
<b>269</b>	金伯利	93.84	上海金伯利钻石有限公司	上海
<b>282</b>	金大福	90.32	金大福珠宝有限公司	广东
<b>312</b>	新光	82.54	浙江新光饰品股份有限公司	浙江
<b>347</b>	明牌	75.36	浙江明牌珠宝股份有限公司	浙江
<b>459</b>	阮仕	43.77	浙江阮仕珍珠股份有限公司	浙江

数据来源：安信证券研究中心

**股权激励、混合所有制逐步落地，国企改革推进公司发力下一程。**上海市是国企改革先发地区，国有企业云集、改革动机强烈。公司作为黄浦区国资委旗下上市平台，先天优势明显。借力 15 年改革东风，必将大有作为。老凤祥有限是上市主体的控股子公司，目前为老凤祥主要业绩贡献实体，2013 年实现营业收入 326.5 亿元，实现净利润 12.8 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。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。**重大事项遇挫或带来短期下行压力，但有助于打开长期想象空间。**近日公司公告此前筹划非公开发行股票事项终止，此次失败短期内或致股价遭遇下行压力，但有助于打开长期想象空间。**国企改革是年初至今表现最弱但确定性最高的主题，随着各项政策逐步落地，作为尚未启动的国企改革标的，叠加公司业绩稳健增长，我们坚定看好未来成长空间。**

图 1：2010 年后黄浦区国资委持有 42.09% 股份，为公司第一大股东



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

维持盈利预测，维持增持-A 评级。公司是国内黄金珠宝行业龙头，品牌、渠道优势明显。在未来品牌集中化的行业整合中，有望扩大市场占有率，提升品牌、渠道溢价。此外，作为黄浦区国资委旗下上市平台，未来迎接政策利好，受益性明确，我们看好未来发展。预计公司 15-16 年 EPS 为 2.1 元、2.6 元，当前股价对应 PE 分别为 22 倍、18 倍，维持增持-A 评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月10日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>25,553.4</b>	<b>32,984.7</b>	<b>32,835.0</b>	<b>34,312.6</b>	<b>36,199.8</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	23,459.8	30,356.5	29,954.0	31,481.7	33,055.8	营业收入增长率	21.0%	29.1%	-0.5%	4.5%	5.5%
营业税费	157.5	221.3	203.0	194.0	194.0	营业利润增长率	18.9%	25.9%	20.2%	2.6%	17.0%
销售费用	428.0	576.9	562.3	522.4	553.9	净利润增长率	16.9%	45.6%	5.7%	18.1%	22.1%
管理费用	322.6	375.2	412.4	370.1	385.9	EBITDA 增长率	19.0%	22.7%	15.8%	2.6%	14.9%
财务费用	180.7	197.0	179.1	185.6	187.2	EBIT 增长率	19.0%	23.3%	16.3%	2.7%	15.3%
资产减值损失	11.2	8.5	29.4	16.4	18.1	NOPLAT 增长率	18.2%	26.8%	13.8%	9.1%	17.8%
加:公允价值变动收益	10.6	1.9	17.1	9.9	9.6	投资资本增长率	7.5%	-4.7%	53.0%	6.3%	19.7%
投资和汇兑收益	0.1	13.1	7.9	7.0	9.3	净资产增长率	26.9%	21.8%	102.8%	17.9%	18.1%
<b>营业利润</b>	<b>1,004.3</b>	<b>1,264.4</b>	<b>1,519.8</b>	<b>1,559.3</b>	<b>1,823.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	62.3	212.8	122.3	132.5	155.9	毛利率	8.2%	8.0%	8.8%	8.3%	8.7%
<b>利润总额</b>	<b>1,066.6</b>	<b>1,477.3</b>	<b>1,642.1</b>	<b>1,691.8</b>	<b>1,979.7</b>	营业利润率	3.9%	3.8%	4.6%	4.5%	5.0%
减:所得税	272.8	347.1	413.0	344.3	368.1	净利润率	2.4%	2.7%	2.9%	3.2%	3.7%
<b>净利润</b>	<b>611.3</b>	<b>889.9</b>	<b>940.5</b>	<b>1,110.4</b>	<b>1,356.3</b>	EBITDA/营业收入	4.8%	4.6%	5.3%	5.2%	5.7%
						EBIT/营业收入	4.6%	4.4%	5.2%	5.1%	5.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	6	5	5	4	4
货币资金	1,878.4	2,787.6	7,552.1	7,891.9	8,326.0	流动营业资本周转天数	41	32	36	36	35
交易性金融资产	44.3	48.3	49.3	50.3	51.3	流动资产周转天数	98	87	127	151	148
应收帐款	417.8	234.7	569.8	261.3	565.3	应收帐款周转天数	5	4	4	4	4
应收票据	0.2	1.0	-	-	-	存货周转天数	69	56	63	63	61
预付帐款	98.2	93.0	303.1	51.9	287.8	总资产周转天数	114	99	159	206	206
存货	5,277.3	5,020.3	6,512.0	5,459.8	6,710.2	投资资本周转天数	47	37	46	54	58
其他流动资产	0.4	3.3	2.7	2.1	2.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	177.7	173.2	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	25.0%	29.2%	15.7%	14.6%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	12.1%	6.2%	7.0%	7.3%
长期股权投资	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	ROIC	27.5%	32.4%	38.7%	27.6%	30.6%
投资性房地产	269.9	262.7	262.7	262.7	262.7	<b>费用率</b>					
固定资产	451.2	449.6	413.5	377.4	341.3	销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%
在建工程	65.3	31.1	957.5	1,883.9	2,347.1	管理费用率	1.3%	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%
无形资产	138.5	136.6	130.4	124.2	118.0	财务费用率	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	3.6%	3.5%	3.5%	3.1%	3.1%
<b>资产总额</b>	<b>8,885.0</b>	<b>9,337.5</b>	<b>19,729.1</b>	<b>19,382.7</b>	<b>22,090.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,649.0	2,779.0	7,611.2	7,290.5	7,178.0	资产负债率	64.2%	58.6%	60.2%	52.3%	50.6%
应付帐款	1,784.8	1,895.9	2,294.3	2,060.7	2,341.2	负债权益比	179.7%	141.4%	151.5%	109.5%	102.3%
应付票据	4.0	-	13.3	5.2	4.0	流动比率	1.44	1.54	1.33	1.39	1.45
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.46	0.60	0.75	0.83	0.84
长期借款	-	-	390.3	-	-	利息保障倍数	6.56	7.42	9.49	9.40	10.74
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>5,707.9</b>	<b>5,469.1</b>	<b>11,885.0</b>	<b>10,132.7</b>	<b>11,169.2</b>	DPS(元)	0.60	0.86	-	-	-
少数股东权益	415.6	535.4	824.0	1,061.1	1,316.4	分红比率	51.3%	50.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	523.1	523.1	523.1	523.1	523.1	股息收益率	1.7%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,238.4	2,810.4	6,497.0	7,665.8	9,081.7						
<b>股东权益</b>	<b>3,177.1</b>	<b>3,868.4</b>	<b>7,844.1</b>	<b>9,250.0</b>	<b>10,921.2</b>						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	1.17	1.70	1.80	2.12	2.59
净利润	793.8	1,130.1	940.5	1,110.4	1,356.3	BVPS(元)	5.28	6.37	13.42	15.65	18.36
加:折旧和摊销	55.0	67.0	42.3	42.3	42.3	PE(X)	31.1	21.4	20.2	17.2	14.0
资产减值准备	11.2	8.5	-	-	-	PB(X)	6.9	5.7	2.7	2.3	2.0
公允价值变动损失	-10.6	-1.9	17.1	9.9	9.6	P/FCF	25.2	16.8	4.3	213.8	103.9
财务费用	167.0	180.1	179.1	185.6	187.2	P/S	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
投资损失	-0.1	-13.1	-7.9	-7.0	-9.3	EV/EBITDA	9.8	8.1	9.8	9.1	7.7
少数股东损益	182.5	240.3	288.6	237.1	255.3	CAGR(%)	19.3%	12.6%	21.7%	19.3%	12.6%
营运资金的变动	-54.4	110.2	-818.8	582.8	-634.0	PEG	1.6	1.7	0.9	0.9	1.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>750.5</b>	<b>1,522.2</b>	<b>640.9</b>	<b>2,161.1</b>	<b>1,207.4</b>	ROIC/WACC	2.8	3.3	3.9	2.8	3.1
投资活动产生现金流量	-54.3	-90.1	-3,682.7	-988.7	-524.1	REP	1.3	1.1	0.9	1.1	0.8
融资活动产生现金流量	66.2	-522.1	7,806.3	-832.6	-249.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

