

2010年6月28日

劉蕾 [Liuhui@e-capital.com.cn](mailto:Liuhui@e-capital.com.cn)  
 丘棟榮 [Dolon.Qiu@e-capital.com.cn](mailto:Dolon.Qiu@e-capital.com.cn)  
 目標價(美元) 2.40

公司基本資訊

產業別	消費
B 股價 (10/06/25)	1.940
上證B 股指數 (10/06/25)	225.65
股價 12 個月高/低	2.234/0.985
總發行股數 (百萬)	276.96
B 股數 (百萬)	132.05
B 市值 (億美元)	2.56
主要股東	上海市黃浦區國資委 (29.88%)
每股淨值 (美元)	0.536
股價/帳面淨值	3.62
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	5.49 -0.97 96.95

近期評等

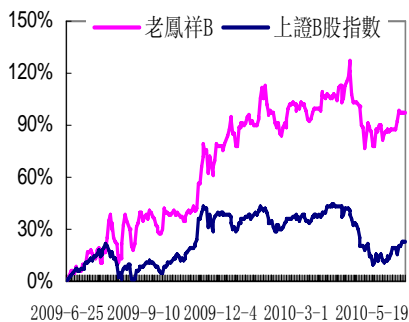
出刊日期	前日收盤	評等
2010-3-5	2.007	買入

產品組合

珠寶首飾	66.97%
黃金交易	22.91%
木制鉛筆	2.74%

機構投資者占流通 A 股比例

股價相對大盤走勢



老鳳祥(600612/900905.SH)

Buy 買入

2010 上半年銷售增幅有望達到 25%以上

結論與建議：

公司召開股東大會，整體看 2010 上半年黃金首飾的銷售情況比較理想，總營收增幅有望達到 25%以上，預計股本攤薄後，A 股對應的 2010、2011 年 PE 分別為 39.5 倍和 32.0 倍，B 股對應的 2010、2011 年 PE 分別為 17.5 倍和 14.1 倍，給予 A 股持有、B 股買入的投資建議。

- 2010 上半年黃金飾品的銷售情況比較理想，批發業務銷售額同比增長 30%以上，零售業務銷售額同比增長 20%以上。從產品種類看，黃金、鑽石、以及銀飾品銷量都保持較快增長，但鉑金因金融危機之後價格較金融危機低點上漲近一倍，影響鉑金銷量出現下滑。
- 另外，世博產品已經實現 4 億元左右的銷售，考慮到據世博會結束還有 3 個月的時間，整體銷售額可能會低於公司之前 10 億元的預測，目前預計在 7-8 億元之間。由於世博產品需要上交 3-8%銷售許可費，毛利率要低於普通商品，我們認為世博會結束後公司營收增幅將由 2010 年的 31%放緩至 2011 年的增長 12%。
- 雖然 2010 年以來黃金價格上漲 15%，但是公司年初開始對黃金原料備貨比較充分，並通過黃金期貨、借金還金等業務有效降低黃金原料的採購成本，上半年毛利率略有提高，預計 2010 年的綜合毛利率在 7.7%左右。按照目前的黃金走勢，我們預計國際金價仍有進一步上漲的空間，如果公司在 2011 年仍能有效利用黃金交易業務降低成本，公司綜合毛利率有望進一步提高。
- 公司未來的發展重點仍然是銷售管道的建設，2010 上半年公司新開 50 家門店，預計 2010 全年將新開自營店 5-8 家，加盟店 100 家，店鋪總數有望達到 500 家，拓展方式以租賃為主。
- 按照公司現有資產計算，預計 2010、2011 年的淨利潤增幅分別為 31.35%和 23.43%。考慮到公司定向增發收購上海老鳳祥 27.57%的權益和工美公司 100%的權益的議案，已獲得證監會有條件批准，2010 年全年進入報表的可能性較大，預計合併攤薄後的 EPS 分別為 0.758 元和 0.937 元，分別同比增長 61.81%和 23.55%，A 股對應的 2010、2011 年 PE 分別為 39.5 倍和 32.0 倍，B 股對應的 2010、2011 年 PE 分別為 17.5 倍和 14.1 倍，給予 A 股持有、B 股買入的投資建議。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	103	70	130	256	316
同比增減	%	48.44%	-32.07%	85.08%	96.86%	23.55%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.373	0.253	0.469	0.758	0.937
同比增減	%	48.44%	-32.07%	85.08%	61.81%	23.55%
A 股市盈率(P/E)	X	80.3	118.2	63.9	39.5	32.0
B 股市盈率(P/E)	X	35.5	52.3	28.3	17.5	14.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.05	0.05	0.05	0.05
股息率 (Yield)	%	0.53%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%

預期報酬(Expected Return: ER)為准, 說明如下:

強力買入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%); 買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	6,425	9,214	10,850	14,295	16,030
經營成本	5,818	8,561	10,035	13,196	14,767
主營業務利潤	542	565	734	1,009	1,151
銷售費用	147	184	215	254	289
管理費用	137	131	171	241	228
財務費用	60	79	73	101	128
營業利潤	221	154	292	413	511
補貼收入	13	27	20	7	8
稅前利潤	222	176	310	419	519
所得稅	44	40	73	95	114
少數股東損益	76	66	107	72	89
歸屬於母公司所有者的淨利潤	103	70	130	256	316

附二: 合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	420	655	552	579	613
存貨	1,140	1,321	2,042	2,246	2,470
應收賬款	111	214	112	115	117
流動資產合計	1,779	2,287	2,818	3,019	3,281
長期股權投資	15	14	12	14	14
固定資產	256	278	267	294	313
無形資產及其它資產合計	34	28	35	34	35
資產總計	2,764	2,960	3,650	4,396	5,157
流動負債合計	1,425	1,905	2,246	2,749	3,179
長期負債合計	69	23	63	28	32
負債合計	1,494	1,928	2,309	2,777	3,211
少數股東權益	239	277	361	397	441
股東權益合計	1,031	755	981	1,223	1,505
負債及股東權益合計	2,764	2,960	3,650	4,396	5,157

附三: 合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	200	316	-104	-204	-252
投資活動產生的現金流量淨額	-61	-33	-23	194	240
籌資活動產生的現金流量淨額	4	-46	24	37	47
現金及現金等價物淨增加額	144	236	-103	27	34

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。