轻工制造

2014 年 10 月 20 日

老凤祥 (600612)

——拟收购城隍珠宝，开启并购整合大时代

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据：	2014 年 10 月 17 日
收盘价（元）	29.36
一年内最高/最低（元）	31.41/21.11
上证指数/深证成指	2341/8152
市净率	4.1
息率（分红/股价）	2.93
流通 A 股市值(百万元)	9310

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	7.15
资产负债率%	55.23
总股本/流通 A 股(百万)	523/317
流通 B 股/H 股（百万）	206/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《老凤祥(600612)——短期黄金珠宝消费拐点已至，"经营优化、国企改革"助力中长期发展》 2014/09/16

《老凤祥(600612)——外延扩张推动收入稳定，品类优化提升盈利能力》 2014/08/26

证券分析师
刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人
马晓天
(8621)23297818×转
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：（8621）23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
http://www.swsresearch.com

盈利预测：　　单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	32,985	29	890	46	1.70	8.0	26.7	17	8
2014H1	18,357	1	422	8	0.81	8.0	11.3		
2014E	35,294	7	916	3	1.75	8.0	21.5	17	8
2015E	40,588	15	1,052	15	2.01	8.1	19.8	15	7
2016E	47,893	18	1,206	15	2.3	8.2	18.5	13	6

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩;"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE;

投资要点：

- **公司拟收购上海城隍珠宝 100%股权。**公司董事会通过《公司关于收购上海城隍庙珠宝有限公司 100%股权的议案》，公司将通过在上海联交所公开竞买的方式，收购农工商房地产股份有限公司持有的上海城隍珠宝 56%股权，并按照上述竞拍成功后所确定的交易价格，采取协议转让方式，收购广州亿钻珠宝有限公司、赵德华、孟建华持有的上海城隍珠宝 20%、16%、8%股权（合计 44%）。

- **标的公司营收 6.86 亿，挂牌价 1.16 亿。**"城隍珠宝"创建于 1995 年，是上海城隍庙第一购物中心有限公司所属的珠宝品牌，注册资本 4500 万，员工 263 人。品牌大股东农工商房地产为光明食品集团旗下公司。12 年、13 年城隍珠宝营收分别为 5.28 亿、6.86 亿，净利润分别为 644.0、-308.58 万，净利率为 1.20%、-0.45%；总资产为 3.17 亿、2.89 亿，总负债为 2.22 亿、2.07 亿，资产负债率为 69.9%、71.6%。城隍珠宝的估值为 1.11 亿，在上海联交所挂牌价格为 1.16 亿，要求一次性付款。

- **收购将直接促进外延扩张、设计实力提升、存货增值。**收购城隍珠宝直接意义有三。第一，标的公司拥有豫园商圈总部三大商场、上海市区 8 家门店、江浙豫等省直营店 25 家。以上地区均为"老凤祥"品牌市场占有率较高的地区，有助于巩固龙头地位。第二，标的拥有国家级珠宝玉石专家、珠宝鉴定师 20 多名，将充实公司设计团队，为"老凤祥"品牌时尚化国际化转型注入内生引擎。第三，标的公司拥有价值较高的珠宝玉石存货，收购后将借助"老凤祥"品牌实现商品增值，实现效益最大化。

- **老凤祥上市后的首次外延并购，体现公司资源整合强大动力。**09 年上市公司（原第一铅笔）增持老凤祥有限和上海工美，后更名为老凤祥。本次并购是 09 年以来的第一次外延并购，体现公司启动外延并购实现扩张的战略布局，意义重大。国内黄金珠宝市场中小零售企业众多，在金价下行通道中或面临兼并整合机遇，兼具品牌力和渠道力的老凤祥一直存在通过兼并收购提升行业集业集中度的可

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的"法律声明"。

能。我们认为，如本次摘牌成功，将开启通过外延并购方式实现资源整合的通道，市场份额将进一步得到提升。

- **维持盈利预测，维持增持。**我们认为，公司是中国黄金珠宝行业龙头，品牌、渠道优势突出，未来有望通过渠道整合、品类调整、设计升级、跨国扩张和兼并收购实现百年品牌腾飞；同时，公司有望在国企改革中实现混合所有制及完善激励机制，我们看好公司中长期发展空间。我们维持盈利预测，预计 14-16 年 EPS 为 1.75、2.01、2.31 元，对应当前股价 PE 为 17、15、13 倍，维持“增持”评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,553	32,985	35,294	40,588	47,893
营业总成本	24,560	31,735	33,873	38,904	45,941
营业成本	23,460	30,356	32,470	37,300	43,966
营业税金及附加	158	221	237	272	321
销售费用	428	577	600	690	814
管理费用	323	375	371	426	575
财务费用	181	197	204	203	253
资产减值损失	11	9	(9)	12	11
公允价值变动损益	11	2	(10)	1	(2)
投资收益	0	13	6	0	0
营业利润	1,004	1,264	1,417	1,685	1,950
营业外收支	62	213	105	66	58
利润总额	1,067	1,477	1,522	1,751	2,008
所得税	273	347	359	415	476
净利润	794	1,130	1,163	1,336	1,532
少数股东损益	182	240	247	284	326
归属于母公司所有者的净利润	611	890	916	1,052	1,206

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性 (Neutral) ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持 (Underperform) ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral) ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight) ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。