

老凤祥 (600612)

证券研究报告

2018年12月06日

央地融合基金落地，国改提速利好长期发展！

8月，上市公司下属重要子公司老凤祥有限筹划其自然人股东、职工持股会与在沪央企新控股旗下国新张创的股权转让事项，并签署成立合伙基金协议与股权转让协议。主要内容如下：

基金协议部分：由石力华等38名“老凤祥有限”经营技术骨干与国新张创一起设立【央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）】并签署了合伙协议。本次协议签署后，38名经营技术骨干可通过入伙“工艺美术基金”并以此参股“老凤祥有限”，并间接持有其3.47%股权。对应上市公司仍持有“老凤祥有限”78.01%的股权。

股转计划详情：公司披露控股子公司上海老凤祥有限非国有股股权转让进展公告，三方签订股权转让框架协议。

【丙方】央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）【受让】【甲方】老凤祥有限职工持股会、【乙方】自然人持股代表石力华、辛志宏、张盛康【合计所持老凤祥4507.5万元出资额，股份占比21.99%】。

【股权转让价格】以2017年度净利润14.7亿为基数，每1元注册资本为60元，转让总价款27.045亿，对应估值8.37xPE。

【特别条款——丙方提议】为保证公司在本次股权转让后持续发展，甲乙双方可以投资基金的经营、技术骨干将本次股权转让所得50%用于认购丙方基金份额；沿用前三年利润分配政策；支持上市公司探索新的激励机制。

点评：

- ①非国有股股权转让推进速度快；
- ②股权转让所得认购工艺美术基金份额，锁定核心业务骨干中长期利益，确保企业长期可持续发展；
- ③鼓励上市公司探索新的激励机制，扩大激励覆盖面、提升激励机制灵活度，助力高管利益与上市公司市值、中小股东利益趋同。

核心推荐逻辑：

2018年系品牌诞生170周年，预计公司将通过各项促销活动进一步扩大销售规模，提高盈利能力。

- ①不断优化产品结构，扩大非金首饰市场份额，改善毛利率。
- ②网点布局提速，深耕海外，渠道下沉充分享受三四线城市消费升级。
- ③近期国企改革预期持续催化。8月，公司下属重要子公司老凤祥有限为进一步灵活退出方式筹划股转事宜，提升公司市场化水平。

维持盈利预测，维持买入评级。我们预计18、19年EPS分别为2.45、2.81元，当前股价对应PE分别为16X、14X，维持买入评级。

风险提示：消费信心不足；展店不及预期；政策落地不及预期；整合不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	34,963.78	39,810.35	44,231.61	49,430.04	54,949.26
增长率(%)	(2.10)	13.86	11.11	11.75	11.17
EBITDA(百万元)	1,914.71	2,053.04	2,214.39	2,570.00	2,849.36
净利润(百万元)	1,057.49	1,136.20	1,281.55	1,470.30	1,635.61
增长率(%)	(5.36)	7.44	12.79	14.73	11.24
EPS(元/股)	2.02	2.17	2.45	2.81	3.13
市盈率(P/E)	19.29	17.96	15.92	13.88	12.47
市净率(P/B)	4.03	3.64	3.24	2.90	2.60
市销率(P/S)	0.58	0.51	0.46	0.41	0.37
EV/EBITDA	10.27	10.52	8.17	7.83	6.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.70元
目标价格	51元

基本数据

A股总股本(百万股)	317.11
流通A股股本(百万股)	317.11
A股总市值(百万元)	12,589.25
流通A股市值(百万元)	12,589.25
每股净资产(元)	11.59
资产负债率(%)	56.36
一年内最高/最低(元)	46.80/28.38

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《老凤祥-年报点评报告:海内外密集展点，行业白马强者恒强》2018-04-30
- 2 《老凤祥-半年报点评:1H17归母净利同比增长11.42%符合预期，发力打造大中华区第一珠宝品牌!》2017-08-29

8月，上市公司下属重要子公司老凤祥有限筹划其自然人股东、职工持股会与在沪央企国新控股旗下国新张创的股权转让事项，并签署成立合伙基金协议与股权转让协议。主要内容如下：

1. 基金协议部分

由石力华等38名“老凤祥有限”经营技术骨干与国新张创一起设立【央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）】并签署了合伙协议。本次协议签署后，38名经营技术骨干可通过入伙“工艺美术基金”并以此参股“老凤祥有限”，并间接持有其3.47%股权。对应上市公司仍持有“老凤祥有限”78.01%的股权。

基金基本信息：

【工艺美术基金总规模】人民币30亿，合伙人共计50名，老凤祥有限的38名“经营技术骨干”即为有限合伙人中自然人投资者，合计出资4.74亿元认购该基金份额，占总基金份额的15.8%【认缴金额】全体合伙人认缴出资总额30亿元，首期实缴出资共计人民币25.64亿元。自然人投资者分两次足额实缴到位，普通合伙人及有限合伙人中的机构投资者应当一次足额实缴到位【运营期限】工艺美术基金自营业执照签发之日起成立，运营期限为3年，期满后如合伙人会议表决通过，可延续2年。

老凤祥有限基本情况：

老凤祥有限为上市公司控股子公司，上市公司与下属全资子公司中国第一铅笔有限公司合计出资1.6亿元，占总股本的78.01%，职工持股会以及三名自然人持股代表石力华、辛志宏、张盛康合计出资4507.5万元，占总股本21.99%。上述21.99%非国有股权性质。本次设立“工艺美术基金”受让上述21.99%股权。

国新张创基本情况：

成立于2017年，注资2000万元，由国新控股（上海）有限公司、上海张创元祐资产管理有限公司及上海道全企业管理合伙企业（有限合伙）合计持有，持股比例分别为40%、40%和20%。国新控股系国务院批准设立的国有独资公司+国家授权投资机构中国国新下属全资子公司，承担国新上海总部的相关职能。

2. 股转计划详情

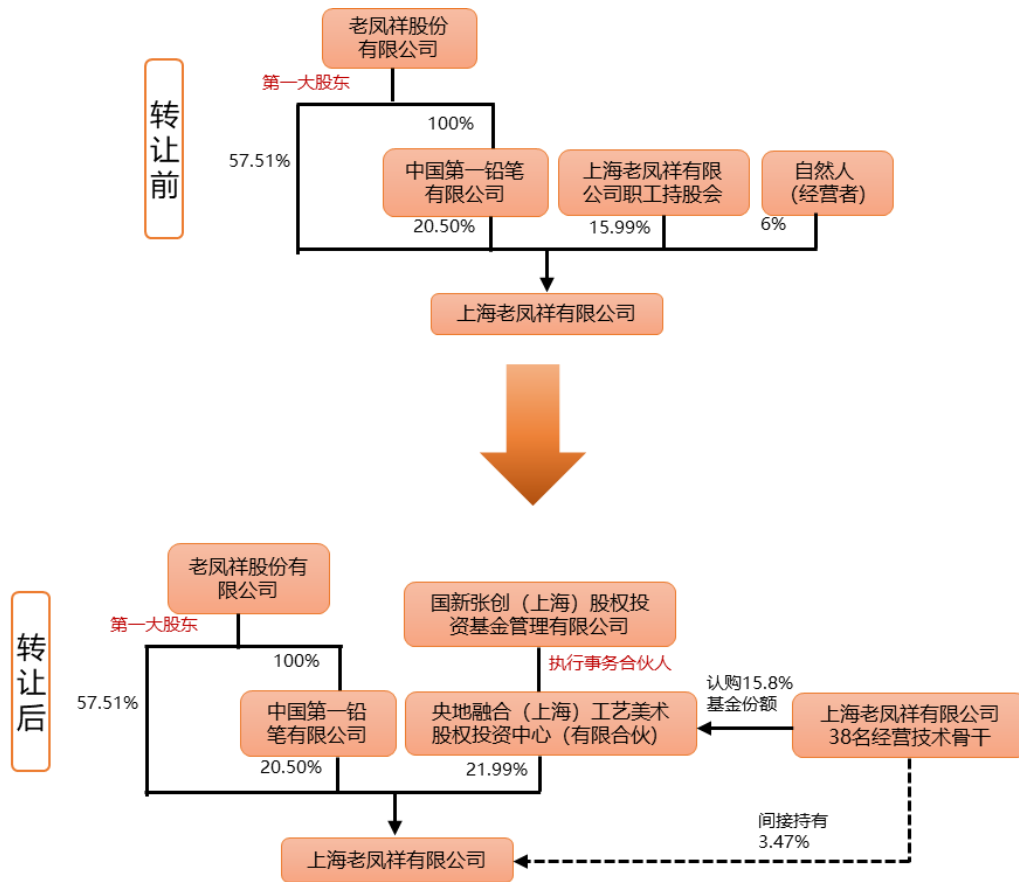
公司披露控股子公司上海老凤祥有限非国有股股权转让进展公告，三方签订股权转让框架协议：

【丙方】央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）【受让】【甲方】老凤祥有限职工持股会、【乙方】自然人持股代表石力华、辛志宏、张盛康【合计所持老凤祥4507.5万元出资额，股份占比21.99%】。

【股权转让价格】以2017年度净利润14.7亿为基数，每1元注册资本为60元，转让总价款27.045亿，对应估值8.37xPE。

【特别条款——丙方提议】为保证公司在本次股权转让后持续发展，甲乙双方可以投资基金的经营、技术骨干将本次股权转让所得50%用于认购丙方基金份额；沿用前三年利润分配政策；支持上市公司探索新的激励机制。

图 1：转让前后公司股权结构对比图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 点评

- ① 非国有股股权转让推进速度快；
- ② 股权转让所得认购工艺美术基金份额，锁定核心业务骨干中长期利益，确保企业长期可持续发展；
- ③ 鼓励上市公司探索新的激励机制，扩大激励覆盖面、提升激励机制灵活性，助力高管利益与上市公司市值、中小股东利益趋同。

4. 核心推荐逻辑

2018 年系品牌诞生 170 周年，预计公司将通过各项促销活动进一步扩大销售规模，提高盈利能力。

- ① 不断优化产品结构，扩大非金首饰市场份额，改善毛利率。
- ② 网点布局提速，深耕海外，渠道下沉充分享受三四线城市消费升级。
- ③ 近期国企改革预期持续催化。8 月，公司下属重要子公司老凤祥有限为进一步灵活退出方式筹划股转事宜，提升公司市场化水平。

维持盈利预测，维持买入评级。我们预计 18、19 年 EPS 分别为 2.45、2.81 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、14X，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,843.84	4,357.86	6,660.45	5,451.34	8,165.59
应收账款	518.30	727.97	497.65	959.87	661.15
预付账款	51.73	33.95	106.62	33.04	116.34
存货	7,405.65	7,210.22	8,670.77	8,688.65	10,256.89
其他	101.11	81.11	99.67	93.96	91.58
流动资产合计	12,920.63	12,411.11	16,035.16	15,226.85	19,291.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	393.50	373.76	378.23	402.17	424.79
在建工程	4.22	3.53	38.12	70.87	72.52
无形资产	103.75	100.48	96.41	92.34	88.27
其他	634.04	535.16	568.21	515.59	505.60
非流动资产合计	1,135.50	1,012.94	1,080.97	1,080.97	1,091.18
资产总计	14,056.13	13,424.05	17,116.13	16,307.82	20,382.72
短期借款	4,810.89	3,921.86	3,529.68	3,882.64	3,494.38
应付账款	704.17	865.49	2,663.92	1,502.97	3,460.24
其他	2,390.08	1,829.66	3,031.82	1,882.81	3,082.51
流动负债合计	7,905.14	6,617.01	9,225.41	7,268.43	10,037.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	127.08	93.39	125.79	115.42	111.53
非流动负债合计	127.08	93.39	125.79	115.42	111.53
负债合计	8,032.22	6,710.41	9,351.20	7,383.85	10,148.67
少数股东权益	962.48	1,106.23	1,472.48	1,899.35	2,373.76
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12
资本公积	511.18	511.18	600.35	574.80	562.11
留存收益	4,395.37	5,008.44	5,769.34	6,501.49	7,337.18
其他	(368.23)	(435.33)	(600.35)	(574.80)	(562.11)
股东权益合计	6,023.91	6,713.64	7,764.93	8,923.96	10,234.05
负债和股东权益总	14,056.13	13,424.05	17,116.13	16,307.82	20,382.72

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,365.40	1,470.31	1,281.55	1,470.30	1,635.61
折旧摊销	89.80	83.65	25.02	27.38	29.80
财务费用	164.37	196.06	109.60	103.58	95.70
投资损失	(37.94)	(0.56)	(25.82)	(21.44)	(15.94)
营运资金变动	(2,702.48)	(748.29)	1,792.37	(2,700.44)	1,795.96
其它	142.25	247.08	366.25	426.87	474.41
经营活动现金流	(978.59)	1,248.25	3,548.97	(693.75)	4,015.54
资本支出	59.11	56.82	27.61	90.37	53.89
长期投资	(0.32)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(55.36)	(18.01)	(167.79)	(118.29)	(73.03)
投资活动现金流	3.43	38.80	(140.19)	(27.92)	(19.15)
债权融资	4,810.89	3,933.71	3,533.63	3,887.91	3,501.40
股权融资	(189.03)	(236.77)	(96.26)	(129.11)	(108.37)
其他	(3,532.66)	(5,466.30)	(4,543.56)	(4,246.24)	(4,675.17)
筹资活动现金流	1,089.20	(1,769.36)	(1,106.20)	(487.44)	(1,282.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	114.04	(482.30)	2,302.59	(1,209.11)	2,714.25

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	34,963.78	39,810.35	44,231.61	49,430.04	54,949.26
营业成本	31,834.13	36,488.08	40,455.52	45,124.17	50,252.17
营业税金及附加	181.09	175.12	230.18	243.56	266.14
营业费用	659.20	660.59	816.96	912.97	936.88
管理费用	442.68	457.39	555.11	617.88	675.88
财务费用	152.79	169.69	109.60	103.58	95.70
资产减值损失	(2.56)	23.12	10.29	10.29	14.57
公允价值变动收益	(19.76)	(0.40)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.94	0.56	25.82	21.44	15.94
其他	(36.38)	(83.41)	(51.64)	(42.88)	(31.88)
营业利润	1,714.64	1,919.61	2,079.78	2,439.04	2,723.86
营业外收入	111.07	50.20	134.61	98.62	94.48
营业外支出	3.92	4.67	5.54	4.71	4.98
利润总额	1,821.78	1,965.14	2,208.85	2,532.95	2,813.36
所得税	456.38	494.83	561.05	635.77	703.34
净利润	1,365.40	1,470.31	1,647.80	1,897.18	2,110.02
少数股东损益	307.92	334.11	366.25	426.87	474.41
归属于母公司净利润	1,057.49	1,136.20	1,281.55	1,470.30	1,635.61
每股收益(元)	2.02	2.17	2.45	2.81	3.13

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-2.10%	13.86%	11.11%	11.75%	11.17%
营业利润	2.88%	11.95%	8.34%	17.27%	11.68%
归属于母公司净利润	-5.36%	7.44%	12.79%	14.73%	11.24%
获利能力					
毛利率	8.95%	8.35%	8.54%	8.71%	8.55%
净利率	3.02%	2.85%	2.90%	2.97%	2.98%
ROE	20.89%	20.26%	20.37%	20.93%	20.81%
ROIC	51.68%	29.72%	28.78%	47.93%	31.31%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	57.14%	49.99%	54.63%	45.28%	49.79%
净负债率	-23.70%	-24.17%	-20.36%	-9.45%	-19.11%
流动比率	1.63	1.88	1.74	2.09	1.92
速动比率	0.70	0.79	0.80	0.90	0.90
营运能力					
应收账款周转率	67.92	63.89	72.18	67.83	67.80
存货周转率	5.68	5.45	5.57	5.69	5.80
总资产周转率	2.73	2.90	2.90	2.96	3.00
每股指标(元)					
每股收益	2.02	2.17	2.45	2.81	3.13
每股经营现金流	-1.87	2.39	6.78	-1.33	7.68
每股净资产	9.68	10.72	12.03	13.43	15.03
估值比率					
市盈率	19.29	17.96	15.92	13.88	12.47
市净率	4.03	3.64	3.24	2.90	2.60
EV/EBITDA	10.27	10.52	8.17	7.83	6.15
EV/EBIT	10.53	10.77	8.26	7.92	6.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com