

老凤祥 (600612.SH)

从行业龙头数据看黄金珠宝销售回暖趋势

核心观点:

● 目前时点推荐老凤祥的核心逻辑

我们继续推荐老凤祥，核心逻辑在于：1) 金价比 2016 年同期高 10%，短期企稳反弹；2) 终端销售数据增速转正，同比环比均有明显改善（从经销商草根调研反馈来看，普遍认为一季度回暖趋势可延续）；3) 高毛利率素金产品（按件定价）占比提升，经销商盈利空间拓展，单店坪效和毛利率有望提升；4) 上海国企改革催化。

● 从行业龙头数据看终端黄金消费数据的回升趋势

行业龙头周大福最新公布的 2016 年 10-12 月经营数据（A 股公司不披露相关数据），一定程度上对行业趋势的判断有指导意义，可以看到终端黄金珠宝销售增速的明显回升，在连续 4 个季度负增长后，实现了回暖转正。周大福 10-12 月内地销售额增长 7%（同比提升 13pp，环比提升 24pp），同店增长 4%（同比提升 10pp，环比提升 26pp），同店销售量下降 9%（环比提升 23pp）；其中黄金品类内地销售增长 7%（同比提升 10pp，环比提升 34pp），钻石镶嵌类内地销售下降 4%（同比提升 3pp，环比提升 13pp）。

● 预计 16-18 年 EPS 分别为 2.05、2.26 和 2.56 元，继续推荐！

我们认为：1) 老凤祥的利润与销售量的相关度更大，因此我们更关注金价涨跌背后需求的变化，而非金价本身；2) 素金品类中，按件计价的产品定价弹性，经销商盈利空间大，无论是产品设计，还是定价模式都更受年轻人青睐，占比持续提升；3) 行业扩张速度放缓，未来更注重单店坪效提升和渠道品牌管控，河南、山东、江苏、安徽、浙江、重庆等地的分公司模式，有助于公司逆势扩张，分享终端利润。我们预计老凤祥 16-18 年 EPS 分别为 2.05、2.26 和 2.56 元，对应 17 年 18XPE，继续推荐！

● 风险提示：金价下行；需求放缓；周大福和老凤祥销售趋势存在差异。

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	32,835.02	35,712.37	35,926.64	38,441.51	42,516.31
增长率(%)	-0.45%	8.76%	0.60%	7.00%	10.60%
EBITDA(百万元)	1,774.04	1,868.21	2,015.54	2,154.26	2,371.52
净利润(百万元)	939.90	1,117.35	1,072.48	1,184.34	1,337.04
增长率(%)	5.62%	18.88%	-4.02%	10.43%	12.89%
EPS(元/股)	1.797	2.136	2.050	2.264	2.556
市盈率(P/E)	17.99	20.25	18.16	16.44	14.57
市净率(P/B)	4.55	5.19	3.58	2.94	2.45
EV/EBITDA	8.58	11.10	8.50	7.38	6.19

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

40.1 元

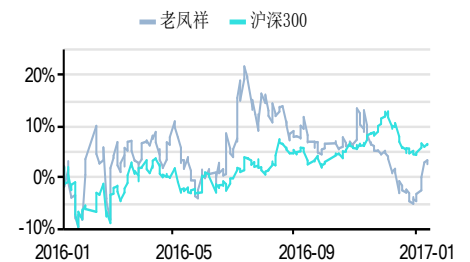
前次评级

买入

报告日期

2017-01-12

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

老凤祥(600612.SH): 终端销售复苏增速转正, 龙头公司或更受益 2017-01-06

老凤祥(600612.SH): 终端金饰销售低迷, 关注现金流变化 2016-08-26

老凤祥(600612.SH): 规模逆势扩张, 迪斯尼系列有望大卖 2016-04-28

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产	10230	10329	14128	15926	18048	
货币资金	4632	4728	5970	7203	8420	
应收及预付	381	570	403	438	492	
存货	5136	4914	7642	8172	9023	
其他流动资产	81	117	113	113	113	
非流动资产	1342	1231	1110	1025	945	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	455	409	343	275	211	
在建工程	7	3	8	13	18	
无形资产	212	202	174	152	129	
其他长期资产	667	618	584	586	587	
资产总计	11572	11560	15238	16951	18994	
流动负债	6760	5977	8245	8398	8676	
短期借款	2939	2833	3633	3633	3633	
应付及预收	3801	3122	4595	4746	5024	
其他流动负债	20	21	16	19	19	
非流动负债	182	157	165	188	215	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	182	157	165	188	215	
负债合计	6942	6133	8410	8585	8891	
股本	523	523	523	523	523	
资本公积	515	510	510	510	510	
留存收益	2682	3329	4401	5586	6923	
归属母公司股东权	3721	4362	5435	6619	7956	
少数股东权益	683	884	1213	1567	1966	
负债和股东权益	11572	11560	15238	16951	18994	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
营业收入	32835	35712	35927	38442	42516	
营业成本	29955	32718	32815	35089	38745	
营业税金及附加	203	215	180	192	220	
销售费用	562	552	571	619	702	
管理费用	412	444	384	423	510	
财务费用	179	157	203	190	182	
资产减值损失	29	10	9	8	6	
公允价值变动收益	17	11	0	0	0	
投资净收益	8	39	10	10	10	
营业利润	1519	1667	1774	1931	2162	
营业外收入	129	243	100	100	100	
营业外支出	6	8	6	7	7	
利润总额	1641	1901	1868	2024	2255	
所得税	413	480	467	486	519	
净利润	1228	1422	1401	1538	1736	
少数股东损益	288	304	329	354	399	
归属母公司净利润	940	1117	1072	1184	1337	
EBITDA	1774	1868	2016	2154	2372	
EPS (元)	1.80	2.14	2.05	2.26	2.56	

现金流量表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	2579	957	562	1291	1268	
净利润	1228	1422	1401	1538	1736	
折旧摊销	72	84	40	36	32	
营运资金变动	1087	-662	-1098	-419	-633	
其它	193	113	219	136	132	
投资活动现金流	-101	-21	153	153	153	
资本支出	-94	-32	143	143	143	
投资变动	-7	12	10	10	10	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	-633	-840	528	-211	-203	
银行借款	5025	4524	800	0	0	
债券融资	-4885	-4630	-46	0	0	
股权融资	16	74	0	0	0	
其他	-789	-808	-226	-211	-203	
现金净增加额	1845	96	1242	1233	1217	
期初现金余额	2788	4632	4728	5970	7203	
期末现金余额	4632	4728	5970	7203	8420	

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-0.5	8.8	0.6	7.0	10.6
营业利润增长	20.1	9.7	6.5	8.8	12.0
归属母公司净利润增长	5.6	18.9	-4.0	10.4	12.9
获利能力(%)					
毛利率	8.8	8.4	8.7	8.7	8.9
净利率	3.7	4.0	3.9	4.0	4.1
ROE	25.3	25.6	19.7	17.9	16.8
ROIC	59.7	47.9	39.0	39.0	38.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.2	53.9	55.9	51.2	47.3
净负债比率	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	1.51	1.73	1.71	1.90	2.08
速动比率	0.74	0.90	0.78	0.91	1.03
营运能力					
总资产周转率	3.14	3.09	2.68	2.39	2.37
应收账款周转率	150.25	98.81	119.51	115.38	113.52
存货周转率	5.90	6.51	4.29	4.29	4.29
每股指标(元)					
每股收益	1.80	2.14	2.05	2.26	2.56
每股经营现金流	4.93	1.83	1.07	2.47	2.42
每股净资产	7.11	8.34	10.39	12.65	15.21
估值比率					
P/E	18.0	20.3	18.2	16.4	14.6
P/B	4.5	5.2	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	8.6	11.1	8.5	7.4	6.2

广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2012年度新财富批零行业第四名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第四名；2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。
- 倪华：分析师，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（团队）；2014年度新财富批零行业第三名（团队），水晶球分析师第二名（团队），金牛分析师第三名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。