

公司研究/年报点评

2017年04月28日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 42.4
合理价格区间(元): 49.2-54.12

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

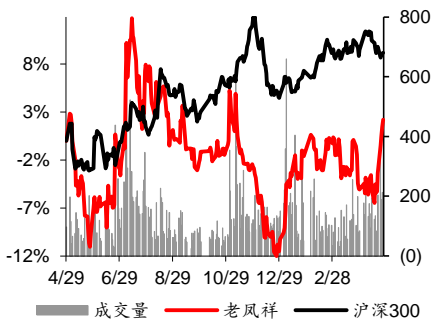
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《老凤祥(600612):收入微降,看好公司长期发展》2016.08
- 2《老凤祥(600612):Q3业绩增速小幅收窄,毛利率环比提升》2013.10
- 3《老凤祥(600612):珠宝首饰业务增长较快,毛利率下降有限》2013.08

股价走势图



资料来源: Wind

Q1 表现亮眼, 显著受益消费回暖

老凤祥(600612)

老凤祥发布 2016 年年报及 2017 年一季报

公司 2016 年共实现营业收入 349.64 亿元, 同比下降 2.10%; 实现归属于上市公司股东净利润 10.57 亿元, 同比下降 5.36%; 扣非后净利润为 9.84 亿元, 同比增长 6.16%。公司 2017Q1 共实现收入 129.63 亿元, 同比增长 14.16%, 归母净利润为 3.11 亿元, 同比增长 28.80%; 扣非后净利润为 2.84 亿元, 同比增长 11.71%。公司一季度业绩表现良好, 符合此前预期。

2016 年黄金珠宝行业整体疲软, 公司逆势扩张

2016 年受国内宏观经济增速放缓、国际金价持续震荡等因素影响, 国内珠宝零售终端市场整体疲软, 限额以上金银珠宝零售额同比下降 2.40%。报告期内公司逆势扩张, 国内新增 5 家总代理, 全国区域销售公司或总代理突破 24 家, 基本覆盖全国主要黄金珠宝消费市场。全年新发展 118 家专卖店, 截至年底销售网点累计达 2988 家, 其中国内自营银楼和专柜共 177 家。

2016 公司珠宝首饰收入微降, 综合毛利率有所提升

分业务看, 2016 年公司珠宝首饰业务实现营业收入 228.98 亿元, 同比小幅下降 0.84%, 毛利率为 11.18%, 同比增加 0.98 个百分点。黄金交易/工艺品销售/商贸分别实现营业收入 51.91/2.08/0.76 亿元, 分别同比变化 20.41%/24.50%/-1.32%, 毛利率分别为 0.24%/2.92%/8.24%, 分别同比变化 -1.51/-6.75/0.79 个百分点。珠宝首饰业务毛利率增长带动公司综合毛利率提升 0.56 个百分点至 8.95%。从费用率看, 公司全期间费用率为 3.59%, 同比增加 0.36 个百分点。

2017Q1 黄金珠宝市场持续回暖趋势, 公司受益显著

经济回暖叠加房地产财富效应、海外消费回流等因素, 2016 年 Q4 以来可选消费开始复苏, 以黄金珠宝为代表的中高端品类表现最为突出, 2017Q1 此趋势得到延续, 公司作为珠宝行业龙头将从消费复苏中持续受益。

维持“增持”评级

我们上调盈利预测, 预计 2017-2019 公司营业收入分别为 400.86/432.29/467.33 亿元, 分别同比增长 14.65%/7.84%/8.11%, 归母净利润分别为 12.89/14.35/15.94 亿元, 分别同比增长 21.88%/11.36%/11.08%, 对应 EPS 分别为 2.46/2.74/3.05 元。高端消费回暖对公司形成显著利好, 同时地缘政治风险及外围政策不稳定性凸显黄金避险价值, 公司资源禀赋良好将从中受益。维持公司“增持”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: 金价的大幅波动, 宏观经济景气度大幅下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	523.12
流通 A 股 (百万股)	317.11
52 周内股价区间 (元)	36.51-47.79
总市值 (百万元)	22,180
总资产 (百万元)	13,989
每股净资产 (元)	10.24

资料来源: 公司公告

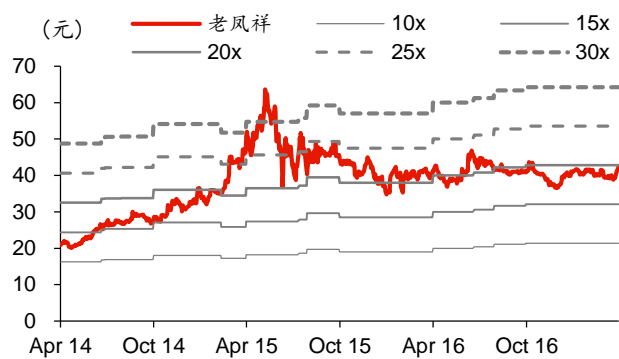
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	35,712	34,964	40,086	43,229	46,733
+/-%	8.76	(2.10)	14.65	7.84	8.11
归属母公司净利润 (百万元)	1,117	1,057	1,289	1,435	1,594
+/-%	18.88	(5.36)	21.88	11.36	11.08
EPS (元, 最新摊薄)	2.14	2.02	2.46	2.74	3.05
PE (倍)	20.19	21.33	17.50	15.72	14.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

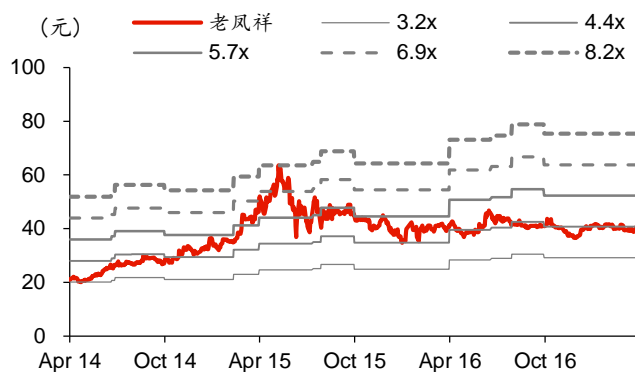
PE/PB - Bands

图表1: 老凤祥历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 老凤祥历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,329	12,921	13,341	15,698	18,227
现金	4,728	4,844	6,000	7,000	8,000
应收账款	456.27	462.64	522.65	567.08	612.70
其他应收账款	54.93	55.66	61.88	67.77	73.08
预付账款	58.49	51.73	70.41	71.10	77.19
存货	4,914	7,406	6,583	7,887	9,361
其他流动资产	116.64	101.11	102.96	104.62	103.48
非流动资产	1,231	1,135	1,181	1,167	1,153
长期投资	0.32	0.00	0.16	0.13	0.12
固定投资	408.65	393.50	432.38	475.42	516.15
无形资产	107.72	103.75	87.80	71.66	56.84
其他非流动资产	714.74	638.26	660.91	620.24	579.76
资产总计	11,560	14,056	14,523	16,865	19,380
流动负债	5,977	7,905	6,696	7,504	8,251
短期借款	2,833	4,811	3,926	4,796	5,430
应付账款	1,830	504.78	1,383	1,322	1,362
其他流动负债	1,313	2,589	1,387	1,386	1,458
非流动负债	156.89	127.08	147.09	142.05	140.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	156.89	127.08	147.09	142.05	140.95
负债合计	6,133	8,032	6,843	7,647	8,392
少数股东权益	884.24	962.48	1,333	1,744	2,202
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12
资本公积	510.38	511.18	511.18	511.18	511.18
留存公积	3,329	3,884	5,316	6,451	7,770
归属母公司股	4,542	5,061	6,347	7,475	8,787
负债和股东权益	11,560	14,056	14,523	16,865	19,380

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	956.73	(978.59)	3,798	569.98	803.98
净利润	1,422	1,365	1,659	1,846	2,053
折旧摊销	84.38	89.80	81.74	90.17	98.25
财务费用	156.86	152.79	101.85	56.66	71.44
投资损失	(38.96)	(37.94)	(33.28)	(35.78)	(35.31)
营运资金变动	(662.49)	(2,556)	1,938	(1,377)	(1,384)
其他经营现金	(4.71)	7.20	50.55	(9.57)	1.29
投资活动现金	(20.70)	3.43	(144.88)	(82.62)	(91.19)
资本支出	62.94	42.64	100.00	100.00	100.00
长期投资	(27.44)	(1.19)	48.93	(11.57)	(2.37)
其他投资现金	14.80	44.88	4.06	5.81	6.43
筹资活动现金	(844.21)	1,089	(2,497)	512.64	287.21
短期借款	(106.00)	1,978	(885.08)	870.30	633.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(4.69)	0.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(733.51)	(889.19)	(1,612)	(357.66)	(346.62)
现金净增加额	95.88	115.72	1,156	1,000	1,000

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	35,712	34,964	40,086	43,229	46,733
营业成本	32,718	31,834	36,615	39,476	42,592
营业税金及附加	215.46	181.09	225.75	239.83	257.71
营业费用	551.84	659.20	601.29	648.43	701.00
管理费用	443.71	442.68	501.08	518.75	537.43
财务费用	156.86	152.79	101.85	56.66	71.44
资产减值损失	10.32	(2.56)	7.07	4.40	4.13
公允价值变动收益	11.06	(19.76)	(3.35)	(6.42)	(7.62)
投资净收益	38.96	37.94	33.28	35.78	35.31
营业利润	1,667	1,715	2,064	2,314	2,597
营业外收入	242.56	111.07	157.82	156.36	149.29
营业外支出	8.03	3.92	5.67	5.48	5.29
利润总额	1,901	1,822	2,216	2,465	2,741
所得税	479.55	456.38	556.88	619.21	688.22
净利润	1,422	1,365	1,659	1,846	2,053
少数股东损益	304.29	307.92	370.43	410.67	458.21
归属母公司净利润	1,117	1,057	1,289	1,435	1,594
EBITDA	1,908	1,957	2,248	2,461	2,766
EPS (元)	2.14	2.02	2.46	2.74	3.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.76	(2.10)	14.65	7.84	8.11
营业利润	9.72	2.88	20.38	12.12	12.21
归属母公司净利润	18.88	(5.36)	21.88	11.36	11.08
获利能力 (%)					
毛利率	8.39	8.95	8.66	8.68	8.86
净利率	3.13	3.02	3.22	3.32	3.41
ROE	24.60	20.89	20.31	19.20	18.14
ROIC	44.39	19.82	31.74	27.41	25.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.06	57.14	47.12	45.34	43.30
净负债比率 (%)	46.19	59.89	57.37	62.72	64.71
流动比率	1.73	1.63	1.99	2.09	2.21
速动比率	0.90	0.70	1.01	1.04	1.07
营运能力					
总资产周转率	3.09	2.73	2.81	2.75	2.58
应收账款周转率	83.25	66.02	70.32	68.31	68.39
应付账款周转率	17.03	27.27	38.79	29.18	31.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.14	2.02	2.46	2.74	3.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	(1.87)	7.26	1.09	1.54
每股净资产(最新摊薄)	8.68	9.68	12.13	14.29	16.80
估值比率					
PE (倍)	20.19	21.33	17.50	15.72	14.15
PB (倍)	4.97	4.46	3.55	3.02	2.57
EV_EBITDA (倍)	12.79	12.47	10.86	9.92	8.82

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com