

零售行业

## 老凤祥 ( 600612.SH )

公司调研简报

评级: 增持

目标价: 40-42.9 元

收盘价: 35.34 元

分析师:

刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120109030554

## 行业景气向上, 品牌优势日益明显

## ■ 报告摘要:

**黄金珠宝类销售的旺气有利于公司维持快速增长:**黄金价格今年年初至今增值了24%,同时数据表明,11年7月份金银珠宝零售总额同比增长45%,1-7月金银珠宝零售累计总额同比增长49.4%,远远高于其他消费品。黄金的特定属性及中国人消费习惯决定了黄金类首饰的消费需求高涨。在国际经济大环境未出现明显改善的信号之前,这种需求将一直存在下去,下半年国际金价仍有很大可能在高位运行。主要原因一是欧债危机阴魂不散,美国经济前景愈发黯淡,标普下调其评级,全球风险资产几乎全面下挫。避险需求高涨将推动黄金继续走强。二是黄金的投资保值功能依然强劲,通胀背景下中国人对于黄金饰品的消费需求高涨。三是随着国民生活水平的提高和消费不断升级,未来一段时间黄金类消费仍将保持较快的发展势头。

黄金珠宝类销售的旺气有利于有“中国黄金首饰第一品牌”称号的老凤祥维持快速的的增长。预计11-13年的收入增速分别为35%、29%和25%。

**河南模式有望成为新亮点,推动公司向二三线拓展:**老凤祥目前已经完成除港、澳、台以外覆盖全国各地区的营销网络建设,拥有69家自营店、464家加盟店、514家经销商和33家总经销商,合计达到1080家规模,在业内遥遥领先,也占据了全国布局的领先优势。预计未来公司将以每年新增5-10家自营店、100-150家加盟店的速度快速扩张。目前,老凤祥品牌价值已达40.29 亿元,黄金珠宝首饰全国市场占有率达15%,市场覆盖率达到98%,顾客满意度达到88.45%。

公司目前仍积极创新,采取多种方式进一步提升公司的品牌优势和市场占有率。一是提高直营比例进一步提升品

请务必阅读正文后的免责条款部分

牌形象和盈利能力。鉴于直营，加盟和经销的毛利差异（其中直营的毛利范围在19-22%；加盟毛利约9%；而经销毛利约为6-9%），公司提出了“三三三”规划，即“十二五”期间自营比重有望逐步从20%提高至1/3，由此推动综合毛利率提高。上海及周边余姚无锡等地较多是直营店，截至2010年底达69家，实现了20多亿元销售额，其中南京路旗舰店、豫园2家店，每家约贡献收入4-5亿。还有通过在北京、沈阳等重点城市建设精品旗舰店，在当地树立良好的品牌形象。日后专柜模式将逐步由专卖店的形式取代。二是公司去年推出了新销售通道模式，并在河南取得了显著成效，营业额从2009年的6.5亿元增加到2010年的11亿元。河南模式将总经销商改成合资型，解决了地区总经销商小富即安的心态。通过这个方式迅速向有发展潜力但是不易进入的二三线扩张，迅速占领当地市场份额，加上零售业务毛利是批发业务的3倍，我们认为这种模式有望成为公司向未来二三线城市拓展的亮点。

由于行业的高度景气，公司平均培育期约半年左右。快速扩张势必带来的是公司业绩的快速增长。

**结构调整后附加值高的产品进一步提高盈利能力：**高端和中低端产品比重约4：6，公司坚持在核心环节做好附加值高的产品。黄金类销售占比一直保持在约70%左右，公司在巩固拓展已有“金、银、铂、钻”四大类老产品销售规模基础上，提升“翠、珠、玉、宝”新四大类产品销售水平，特别是做镶嵌类的组合。2010年新四类规模虽然较小，但是取得了46%增速。新四大类产品毛利可达50-80%，预计销售规模将由10年的2.6个亿规模在未来五年增加到8-10个亿左右，复合增长率为23%。按照5%的综合费用率计算，2011年就能贡献1个多亿的可观净利润。

**风险及不确定性因素：**①金价大幅波动；②快速扩张中资金、成本、管理压力

**盈利预测及投资评级：**老凤祥销售十年间从10亿销售成长为140亿，十年复合增长率为30%。公司目标是力争到2015年营业总收入达到250亿元，利润总额达到10亿元。预计今年上半年老凤祥金银首饰业务销售收入将超过100亿元，利润总额4个亿，归属于母公司净利润2亿元，比去年同期增长100%。我们预计“十二五”目标有望提前完成。我们一直认为公司是首饰行业的龙头标的，未来主要看其全国扩张能力、多品类产品的发展以及门店质量和管理的提高，短期由于中期业绩预增，刺激股价已经有了一番上涨，但中长期投资价值依然明显。预计11-13年的EPS分别为0.98、1.43和1.89元。考虑到下半年估值切换，给予12年28-30倍PE，目标价40-43元。给予“增持”评级。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
<b>流动资产</b>	4,532	4,463	5,527	7,521
现金	903	966	1,341	2,072
应收账款	210	342	323	567
其他应收款	14	17	25	28
预付款项	125	175	226	281
存货	3,201	2,924	3,580	4,537
其他流动资产	80	38	33	34
<b>非流动资产</b>	951	1,054	1,184	1,299
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	345	459	604	729
无形资产	98	104	110	116
其他非流动资产	499	481	459	443
<b>资产总计</b>	5,483	5,517	6,711	8,819
<b>流动负债</b>	3,304	2,748	3,066	4,003
短期借款	1,512	219	200	200
应付账款	732	1,217	1,289	1,836
其他流动负债	1,060	1,313	1,577	1,967
<b>非流动负债</b>	293	251	251	251
长期借款	201	201	201	201
其他非流动负债	92	50	50	50
<b>负债合计</b>	3,597	2,999	3,317	4,254
少数股东权益	230	426	713	1,092
股本	335	436	436	436
资本公积	692	591	591	591
留存收益	629	1,055	1,634	2,413
归属母公司股东权益	1,656	2,082	2,661	3,441
<b>负债和股东权益</b>	5,483	5,507	6,690	8,786

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
<b>经营活动现金流</b>	-207	1,631	782	1,124
净利润	427	622	909	1,203
折旧摊销	46	52	68	83
财务费用	102	136	149	152
投资损失	-4	-6	-8	-10
营运资金变动	-755	860	-348	-315
其他经营现金流	-22	-32	11	12
<b>投资活动现金流</b>	-139	-109	-195	-197
资本支出	166	136	186	186
长期投资	-135	7	0	0
其他投资现金流	-108	34	-9	-11
<b>筹资活动现金流</b>	409	-1,459	-211	-196
短期借款	384	-1,293	-19	0
长期借款	201	0	0	0
普通股增加	58	101	0	0
资本公积增加	367	-101	0	0
其他筹资现金流	-601	-166	-193	-196
<b>现金净增加额</b>	62	63	375	731

## 利润表

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
<b>营业收入</b>	14,311	19,320	24,922	29,111
<b>营业成本</b>	13,021	17,542	22,555	26,311
<b>营业税金及附加</b>	104	135	150	160
<b>营业费用</b>	333	406	498	567
<b>管理费用</b>	229	309	399	468
<b>财务费用</b>	102	136	149	152
<b>资产减值损失</b>	9	3	3	3
<b>公允价值变动净收益</b>	22	10	11	11
<b>投资净收益</b>	4	6	8	8
<b>汇兑净收益</b>	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	540	805	1,188	1,405
<b>营业外净收支</b>	23	24	24	24
<b>利润总额</b>	563	829	1,212	1,429
<b>所得税</b>	136	207	303	360
<b>未确认的投资损失</b>	0	0	0	0
<b>净利润</b>	427	622	909	1,069
<b>少数股东损益</b>	135	196	286	344
<b>归属母公司净利润</b>	292	426	622	725
<b>EBITDA</b>	688	993	1,405	1,660
<b>EPS (元)</b>	0.87	0.98	1.43	1.79

## 主要财务比率

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.9%	35.0%	29.0%	29.0%
营业利润	85.2%	48.9%	47.6%	47.6%
归属于母公司净利润	125.1%	45.7%	46.2%	46.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	9.0%	9.2%	9.5%	9.5%
净利率(%)	2.0%	2.2%	2.5%	2.5%
ROE(%)	17.6%	20.4%	23.4%	23.4%
ROIC(%)	20.8%	44.8%	48.9%	48.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	65.6%	54.4%	49.4%	49.4%
流动比率	1.37	1.62	1.80	1.80
速动比率	0.40	0.56	0.64	0.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	3.13	3.51	4.08	4.08
净资产周转率	10.85	10.34	10.51	10.51
<b>每股指标(元)</b>				
EPS	0.87	0.98	1.43	1.79
每股净资产	4.94	4.78	6.10	6.10
每股经营现金流	-0.62	3.74	1.79	1.79
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	36.19	24.75	24.75
P/B	0.00	7.40	5.79	5.79
P/S	0.00	0.80	0.62	0.62

## 投资评级

### 一、行业评级

- 推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

- 买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$   
增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\%-20\%$   
中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅  $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。