

2012年7月2日

刘荟
Liuhui@e-capital.com.cn
目标价(元) 32.00

公司基本资讯

产业别	轻工制造
A 股价(2012/7/2)	25.81
上证综合指数(2012/7/2)	2226.11
股价 12 个月高/低	37.7/24.53
总发行股数 (百万)	435.93
A 股数 (百万)	188.37
A 市值 (亿元)	48.62
主要股东	上海市黄浦区 国有资产监督 管理委员会 (42.09%)
每股净值 (元)	5.39
股价/账面净值	4.79
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.41 -6.35 1.34

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-3-30	26.85	买入

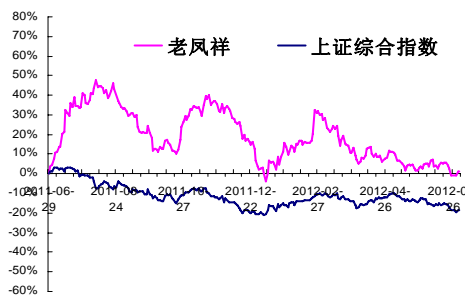
产品组合

金银珠宝	74.71%
黄金交易	14.14%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.2%
社保基金	2.97%

股价相对大盘走势



老凤祥(600612/900905.SH)

Buy 买入

近期黄金珠宝销售增速维持在 1Q 水平

结论与建议:

2012 年 4-6 月黄金价格相对稳定, 全国黄金珠宝零售总额增速也基本保持在 19%左右, 符合我们之前的预期, 维持对公司的盈利预测, 由于估值仍然偏低, 维持买入的投资建议。

- 公司召开 2011 年度股东大会, 2011 年老凤祥黄金饰品全国市场占有率达 15%, 其中饰品销售的 84%来自批发业务 (YOY 48%), 16%来自零售业务 (YOY 26%)。黄金、铂金、镶嵌分别实现 51.5%、7.8%、22.7%的销售增长, 业务占比分别达到 84%、5%、6%, 黄金首饰的批发仍是公司销售的主要来源。翠、珠、玉、宝新四大类产品的占比仍然很小, 仅 2.5%, 但实现近 70%的增长。
- 至 2011 年底, 老凤祥销售网站已达 2015 家, 其中自营银楼 75 家、自营专柜 64 家, 加盟专卖店 621 家、其他经销网点 1255 家。在自营银楼中, 有 25%为公司自有物业, 多集中在上海核心商圈, 实现了上海地区 60%的销售收入。2012 年公司将进一步推进二三线城市的专柜布点, 全年新开专卖店数量不少于 120 家, 至 2015 年专卖店数量超过 1000 家。
- 2012 年 3 月, 黄金价格大幅回落, 4-6 月金价基本保持平稳, 至 6 月 28 日上海金交所的黄金价格为 323 元/克, 2012 年 1-6 月的黄金平均价格同比增长 10%, 与 2011 年全年同比增长 22%相比, 增幅回落。
- 2012 年 1-5 月全国黄金珠宝零售总额累计同比增长 18.7% (剔除价格因素, 销量增长 8%), 与 2012 年 1Q 同比增长 19.3%的数字基本接近, 但与 2011 年全年增长 46%的数据相比 (剔除价格因素, 销量增长近 20%), 销售增速回落明显。
- 我们基于未来金价保持相对稳定的预期, 考虑到黄金销售增速较去年回落, 预计公司 2012、2013 年将实现净利润 6.20 亿元和 7.71 亿元, 分别同比增长 18.63%和 24.35%, 对应的 EPS 为 1.42 元和 1.77 元, 目前 A 股 2012 和 2013 年的 PE 为 18.1 倍和 14.6 倍; B 股对应的 PE 为 8.6 倍和 6.9 倍, 估值偏低, 维持买入的投资建议。
- 风险提示: 由于公司的盈利状况和黄金价格关联度极大, 公司业绩可能由于金价的涨跌产生超预期或不如预期的情况, 且波动性较大, 投资者应高度关注。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	130	292	523	620	771
同比增减	%	85.08	125.11	78.97	18.62	24.27
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.30	0.67	1.20	1.42	1.77
同比增减	%	85.08	125.11	78.97	18.62	24.27
A 股市盈率 (P/E)		86.48	38.42	21.47	18.10	14.56
B 股市盈率 (P/E)	X	41.22	18.31	10.23	8.63	6.94
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.00	0.10	0.10	0.10

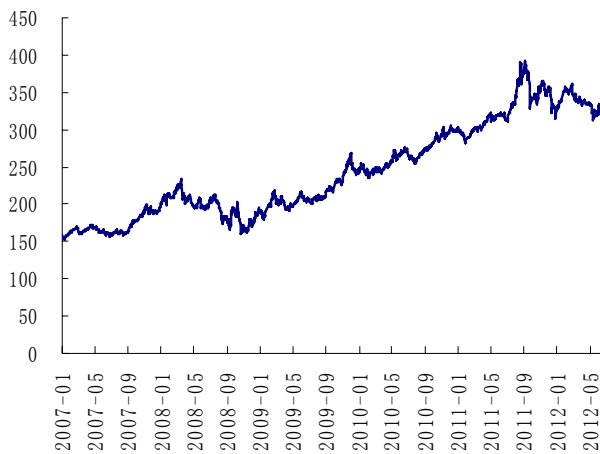
股息率 (Yield) - - 0.39 0.39 0.39

表 1: 2011 年公司珠宝业务销售结构

分类		销售收入 亿元	YOY	占比
业务类型	批发	144.67	48.39%	83.56%
	零售	28.46	26.20%	16.44%
产品种类	黄金	145.18	51.50%	83.86%
	铂金	8.83	7.80%	5.10%
	镶嵌	11.07	22.70%	6.39%

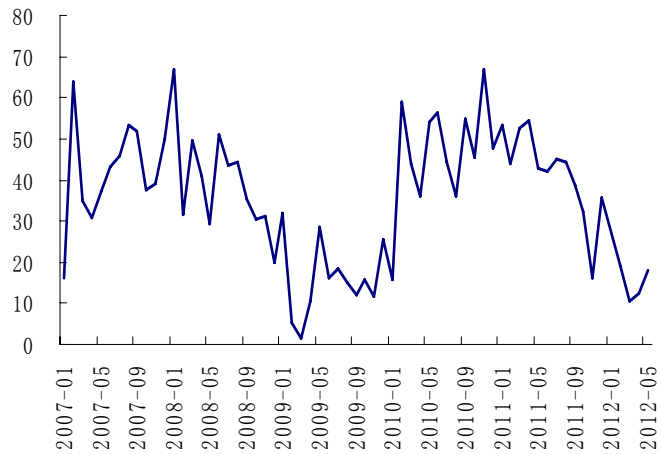
资料来源:公司公告、群益证券

图 1: 上海金交所黄金价格 单位: 元/千克



资料来源: 上海黄金交易所、群益证券

图 2: 全国金银珠宝当月零售额同比增幅 单位: %



资料来源:国家统计局、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	10850	14311	21126	24573	30222
经营成本	10035	13021	19283	22429	27584
主营业务利润	81	104	147	172	211
销售费用	215	333	363	427	529
管理费用	171	229	288	340	403
财务费用	73	102	151	148	181
营业利润	-3	9	11	8	0
补贴收入	6	4	3	-3	0
税前利润	292	540	845	1057	1314
所得税	20	26	70	21	25
少数股东损益	2	4	4	3	4
归属于母公司所有者的净利润	310	563	911	1074	1335

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
货币资金	552	903	1116	1351	1800
存货	112	210	295	369	462
应收账款	2042	3201	4497	5621	6745
流动资产合计	2818	4532	6206	7634	9161
长期股权投资	12	10	10	10	10
固定资产	253	345	368	404	445
无形资产及其他资产合计	14	88	98	107	118
资产总计	832	951	1070	1177	1295
流动负债合计	3650	5483	7277	8811	10456
长期负债合计	2246	3304	4461	4907	5397
负债合计	63	293	312	328	344
少数股东权益	2309	3597	4773	5234	5741
股东权益合计	361	230	335	436	567
负债及股东权益合计	981	1656	2169	3141	4147

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	-104	-207	-88	222	354
投资活动产生的现金流量净额	-23	-139	-98	-124	-154
筹资活动产生的现金流量净额	24	409	399	137	248
现金及现金等价物净增加额	-103	62	212	235	448

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。