

老凤祥 (600612.SH) 批发和零售贸易

业绩略低于预期，营业外收入大幅减少是主因

公司简报

◆业绩略低于预期，营业外收入（支出）较去年净减少 2477 万是主因：

公司发布业绩快报，1H2012 年营业收入 134.53 亿元，同比增长 15.20%；归属母公司净利润 3.13 亿元，同比增长 11.19%，按最新股本计算，EPS 0.72 元，略低于我们之前净利润 18% 增速（EPS 0.76 元）的预测。报告期内，公司黄金珠宝首饰销售增势和盈利能力同步提高，业绩仍保持持续增长，营业利润同比增速达 21.48%，符合我们预期。而公司净利润略低于我们之前预期，主要是由于去年同期上海老凤祥有限公司处置非流动资产利得 1615 万元，导致本报告期公司营业外收入和支出合计较去年净减少 2477 万元，利润总额同比增速仅为 14.76%。

◆2Q 单季收入增长 20.53%，增速较一季度环比改善较大：

从统计局数据来看，12 年 4-6 月黄金珠宝社销零售增速分别为 12.5%/18.2%/19.5%，逐月提高，虽然较 2011 年平均 42.3% 的高增速相比有所下降，但横向和食品饮料、纺织服装、日用品及化妆品等分类增速相比，黄金珠宝销售增速仍然属于名列前茅。从公司层面看，2Q2012 单季收入为 62.57 亿，同比增长 20.53%，高于行业整体增速，同时也远高于公司一季度 10.94% 的收入增速；而利润方面，2Q 单季公司的净利润同比增速仅为 3.35%，主要是由于 2Q 单季营业外收入（支出）较去年大幅减少 1955 万元所致。

◆拓展“翠、珠、玉、宝”新四类，改善毛利率水平：

公司大力拓展“翠、珠、玉、宝”新四类，2011 年完成销售 4.32 亿元，同比增长 69.4%，未来力争“新四类”销售每年 30% 以上的递增，到 2015 年“新四类”销售额达到 10 亿元，是“十一五”期末的 2.84 倍。新四类商品的原材料非立买可得，公司目前储备有较多翡翠及玉石等存货，其中象牙储备量为本土厂商第一，未来出现原料脱销的概率较小。此外，董事会投资 3000 万港币组建“老凤祥珠宝（香港）有限公司”，利用香港当地法律法规和税收优惠政策，从事珠宝加工贸易和珠宝首饰原材料进出口业务，从而降低采购成本，我们预计公司未来综合毛利率水平改善空间较大。

◆维持买入评级，看好公司行业龙头地位：

我们维持公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.44/1.80/2.20 元的预测，以 2011 年为基期三年 CAGR 为 22.4%。老凤祥作为 A 股营业规模最大的黄金珠宝企业，业务较纯且历史品牌知名度较高，因此在未来行业集中度的整合中具有一定先发优势。我们中长期看好黄金珠宝行业的观点不变，作为行业生命周期的前段行业，未来几年随着居民消费水平的提升以及各类刚需以及避嫌需求的刺激，龙头企业至少可以享受行业的较好增速，给予 6 个月目标价 32 元，对应 2012 年 22X 市盈率，维持买入。

◆风险提示：黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	14,311	21,126	25,094	29,617	35,180
营业收入增长率	31.89%	47.62%	18.78%	18.03%	18.78%
净利润（百万元）	292	523	629	785	958
净利润增长率	125.11%	78.97%	20.27%	24.78%	22.08%
EPS（元）	0.67	1.20	1.44	1.80	2.20
ROE（归属母公司）	17.64%	24.11%	22.84%	22.71%	22.21%
P/E	35	19	16	13	11

买入（维持）

当前价/目标价：23.31/32.00 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿（执业证书编号：S0930510120009）

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebscn.com

李坤

021-22169103

likun@ebscn.com

市场数据

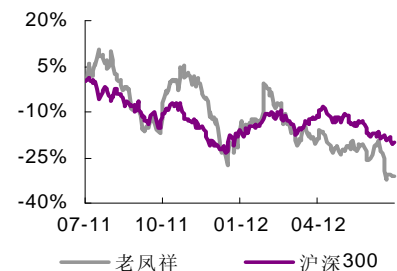
总股本(亿股)：4.36

总市值(亿元)：101.62

一年最低/最高(元)：22.77/38.58

近 3 月换手率：20.05%

股价表现(一年)

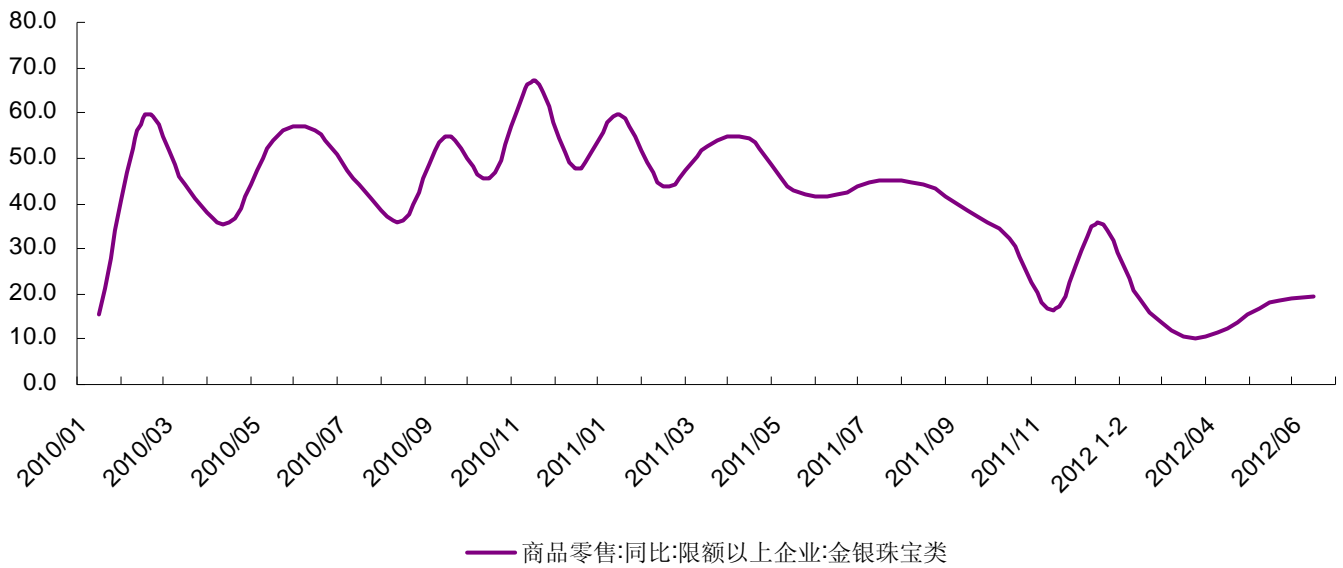


收益表现

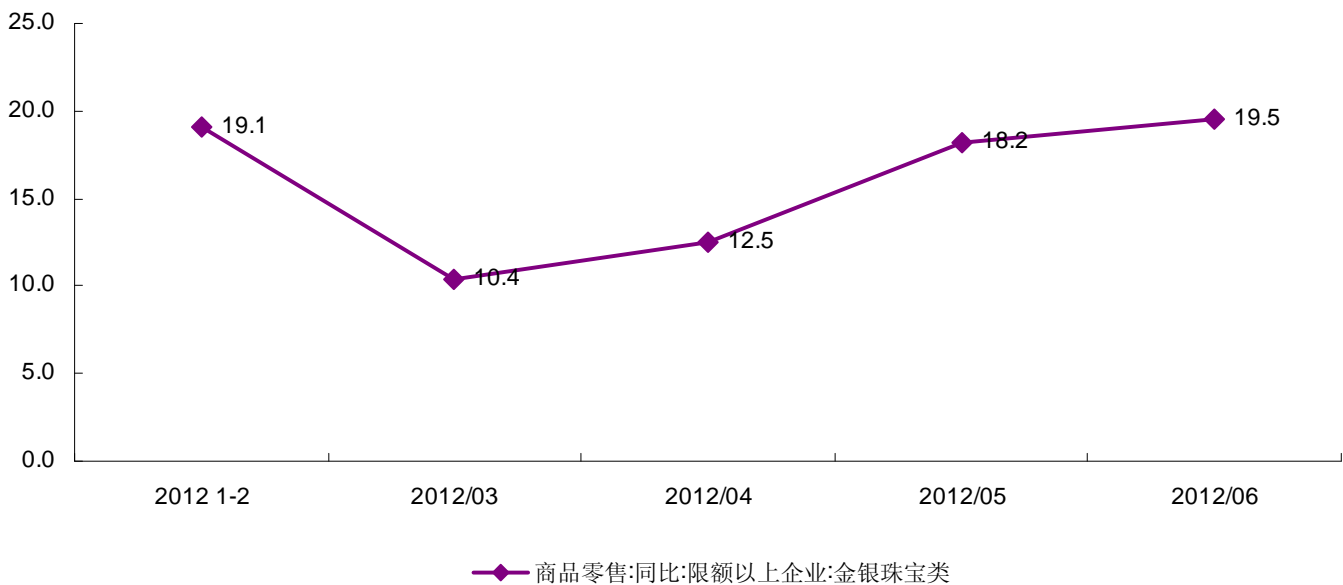
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.94	-4.33	-8.76
绝对	-10.99	-13.73	-31.83

相关研报

预期差导致股价波动，基本面无碍买入正当时
.....2012-07-14
加速营销网络建设，继续优化产品结构
.....2012-06-27
业绩符合预期，收入及利润受金价下滑影响有所放缓
.....2012-04-25

图表 1: 2010 年 1 月-2012 年 6 月限额以上黄金珠宝类商品同比增速情况一览 (单位: %)


资料来源: Wind

图表 2: 2012 年 1 月-2012 年 6 月限额以上黄金珠宝类商品同比增速情况一览 (单位: %)


资料来源: Wind

相关报告

2010-08-23 老凤祥: 业绩符合预期, 业务向零售渠道倾斜-1H2010 老凤祥中报简评

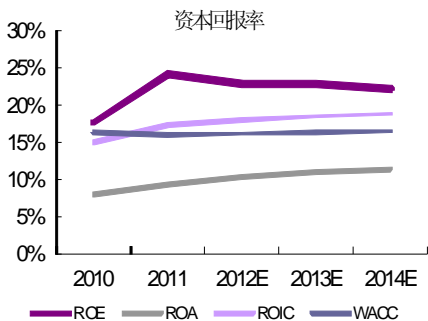
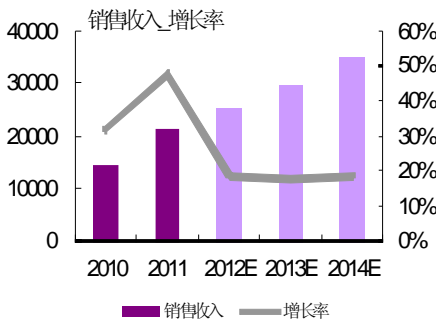
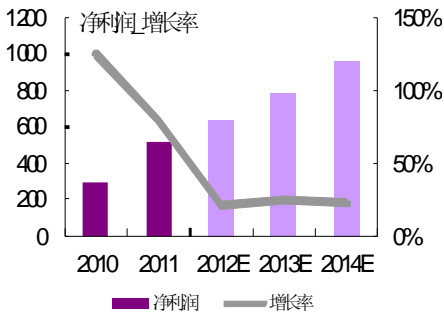
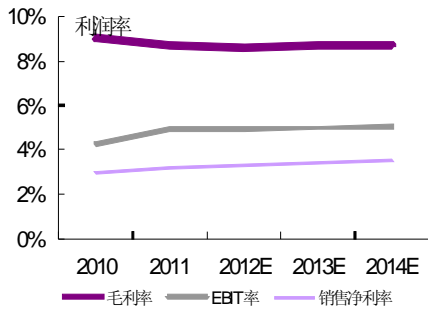
2010-10-27 老凤祥: 业绩符合预期, 未来业绩增厚可期---老凤祥 2010 年 3 季报点评

2011-04-13 老凤祥: 业绩超预期, 业务量价齐升及新增股权并表是主因---1Q2011 业绩预增公告点评

2011-04-26 老凤祥: 业绩远超预期, 量价齐升下的高成长---2010 年报及 1Q2011 季报点评

2012-07-26 老凤祥

- 2011-06-08 黄金珠宝行业深度报告：熠熠生辉之朝阳行业，渠道和品牌优势者胜出
- 2011-07-12 老凤祥：业绩符合预期，尽享行业景气盛宴---1H2011 中报业绩预增点评
- 2011-08-26 老凤祥：业绩超预期，并表因素贡献较多利润---1H2011 中报点评
- 2011-10-28 老凤祥：业绩持续超预期，受益金价上涨的行业龙头---3Q2011 季报点评
- 2012-01-19 老凤祥：业绩基本符合预期，四季度金价下滑致使增速放缓---2011 年业绩预增公告点评
- 2012-03-09 老凤祥：业绩符合预期，四季度业绩下滑不改行业高景气度---2011 年业绩快报点评
- 2012-03-30 老凤祥：“质量门”为个别产品疏忽，行业龙头地位仍应肯定---公司公告点评
- 2012-04-26 老凤祥：业绩符合预期，收入及利润受金价下滑影响有所放缓---2011 年报&1Q2012 季报点评
- 2012-06-27 老凤祥：加速营销网络建设，继续优化产品结构---2011 年股东大会点评



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	14,311	21,126	25,094	29,617	35,180
营业成本	13,021	19,283	22,935	27,040	32,104
折旧和摊销	33	22	45	49	53
营业税费	104	147	176	207	246
销售费用	46	49	439	474	563
管理费用	229	288	364	415	493
财务费用	102	151	145	14	137
公允价值变动损益	2	-41	0	0	0
投资收益	4	3	0	0	0
营业利润	540	845	1,105	1,340	1,637
利润总额	563	911	1,105	1,340	1,637
少数股东损益	135	160	200	220	270
归属母公司净利润	292.19	522.94	628.92	784.74	958.00

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	5,483	7,277	7,982	9,227	10,777
流动资产	4,532	6,060	6,944	8,188	9,720
货币资金	903	1,116	1,506	1,777	2,111
交易型金融资产	79	40	16	16	16
应收帐款	210	295	376	444	528
应收票据	0	0	30	36	42
其他应收款	14	14	251	296	352
存货	3,201	4,497	4,577	5,398	6,411
可供出售投资	173	144	200	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	10	10	10	10
固定资产	345	368	395	414	425
无形资产	98	137	134	130	127
总负债	3,597	4,773	4,693	5,016	5,418
无息负债	1,884	2,456	2,355	2,776	3,250
有息负债	1,713	2,317	2,338	2,240	2,168
股东权益	1,887	2,504	3,289	4,211	5,339
股本	335	436	436	436	436
公积金	831	843	902	902	902
未分配利润	490	89	1,416	2,118	2,975
少数股东权益	230	335	535	755	1,025

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-207	-88	570	644	693
净利润	292	523	629	785	958
折旧摊销	33	22	45	49	53
净营运资金增加	834	1,356	600	822	1,058
其他	-1,366	-1,990	-704	-1,012	-1,376
投资活动产生现金流	-139	-98	-1	-50	-50
净资本支出	93	45	50	50	50
长期投资变化	10	10	0	0	0
其他资产变化	-242	-152	-63	-100	-100
融资活动现金流	409	399	-167	-323	-309
股本变化	58	101	0	0	0
债务净变化	585	604	22	-98	-72
无息负债变化	704	572	-101	422	474
净现金流	62	212	390	271	334

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.89%	47.62%	18.78%	18.03%	18.78%
净利润增长率	125.11%	78.97%	20.27%	24.78%	22.08%
EBITDA 增长率	71.14%	63.30%	-5.50%	18.15%	19.42%
EBIT 增长率	76.26%	67.53%	-7.26%	18.46%	19.79%
估值指标					
PE	35	19	16	13	11
PB	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	10	9	10	9	8
EV/EBIT	10	10	11	9	8
EV/NOPLAT	20	17	14	12	10
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	3	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	9.01%	8.73%	8.60%	8.70%	8.74%
EBITDA 率	4.63%	5.13%	5.16%	5.17%	5.19%
EBIT 率	4.31%	4.90%	4.98%	5.00%	5.04%
税前净利润率	3.94%	4.31%	4.40%	4.52%	4.65%
税后净利润率 (归属母公	2.04%	2.48%	2.51%	2.65%	2.72%
ROA	7.78%	9.38%	10.38%	10.89%	11.42%
ROE (归属母公司) (摊	17.64%	24.11%	22.84%	22.71%	22.21%
经营性 ROIC	15.07%	17.22%	18.03%	18.44%	18.79%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.39	1.55	1.70	1.86
速动比率	0.40	0.38	0.53	0.58	0.63
归属母公司权益/有息债务	0.97	0.94	1.18	1.54	1.99
有形资产/有息债务	3.12	3.06	3.35	4.05	4.89
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.67	1.20	1.44	1.80	2.20
每股红利	0.00	0.10	0.19	0.23	0.28
每股经营现金流	-0.47	-0.20	1.31	1.48	1.59
每股自由现金流(FCFF)	-0.93	-1.30	0.60	0.66	0.63
每股净资产	3.80	4.97	6.32	7.93	9.89
每股销售收入	32.83	48.46	57.56	67.94	80.70

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

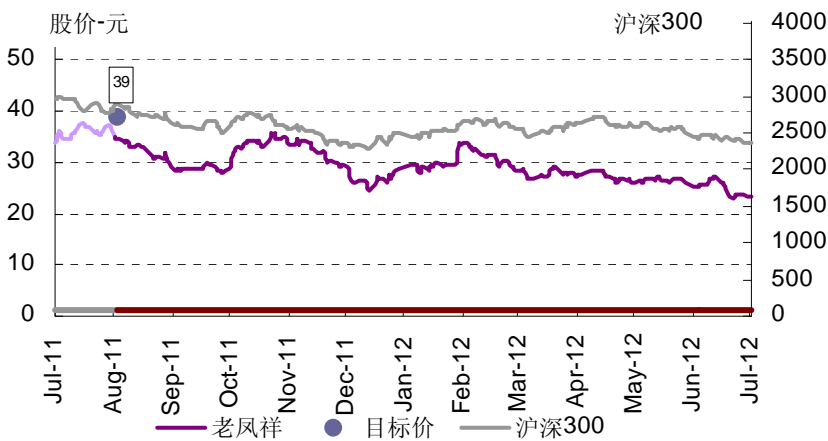
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名，2012 年证券市场周刊金手指奖零售行业第一名，2012 年第一财经最佳分析师零售行业第三名。优势：与上市公司关系紧密，专注基本面分析及客观研究，并从买方角度来研判。

投资建议历史表现图

老凤祥 (600612)



日期	老凤祥 (元)	目标价 (元)	评级
2011-08-26	34.84	39.00	买入
2011-10-28	32.24	40.25	买入
2012-01-20	27.74	39.75	买入
2012-03-08	31.26	0.00	买入
2012-03-30	27.27	40.00	买入
2012-04-25	27.37	38.75	买入
2012-06-27	25.26	36.00	买入
2012-07-14	23.97	35.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队			电子邮件	
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	-	guchao@ebsecn.com
上海	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebsecn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	-	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	-	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	-	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebsecn.com
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebsecn.com