

黄金股再次进入长期投资价值区间

买入 维持

- **三季报摘要。**2012年前三季度公司实现营业收入208.39亿元，同比增长22.53%。前三季度归属于上市公司股东的净利润5.13亿元，同比增长19.11%，扣除非经常损益归属上市公司股东净利润4.80亿元，同比增长9.51%。前三季度摊薄每股收益0.98元。第三季度收入同比增长38.61%，净利润同比增长34.07%，环比增长37.6%。
- **三季度黄金价格上涨，推动公司营业收入同比增加38.61%。**美国9月14日正式推出QE3，强烈的流动性宽松预期推动黄金价格最高接近1800美元/盎司。黄金景气度上升，刺激公司营业收入快速增长，单季度收入环比增长18.06%。未来黄金景气度有望继续上升，继而推动公司业绩拐点出现，高速增长可期。
- **三季度公司销售毛利率8.09%，与上半年基本持平，略低于去年同期水平。**公司批发业务占比大，毛利率一直低于同行上市公司。在黄金投资需求上升时期，公司批发业务受益更大，批发业务占比扩大小幅拉低公司整体销售毛利率。未来公司应继续加强渠道建设，扩大自营门店比重，增加零售业务占比，提升销售毛利率。
- **三季度期间费用率3.33%，继续保持行业领先水平。**三季度销售费用同比增长17.80%，销售费用率1.64%；管理费用同比增长67.51%，管理费用率1.26%；财务费用增长-10.96%，财务费用率0.43%。公司以批发业务为主，期间费用一直较低。三季度期间费用环比上升10.59%，低于营业收入环比18.06%的增幅，反映良好费用控制能力。
- **盈利预测。**公司是“中国黄金首饰第一品牌”，市场份额居前。受QE3进一步推动黄金景气度上升影响，公司第三季度业绩增速大幅上升，业绩拐点出现。基于上半年低基数，看好明年上半年的继续增长，同时受QE3推出，黄金景气度上升的影响，因此重申买入评级，预计12至14年EPS为1.24元、1.58元和1.92元，对应PE16.51X、12.95X和10.68X，进入长期投资价值区间。

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (陈旭) (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

研究助理:

邓锐

电话: 010-8808 5986

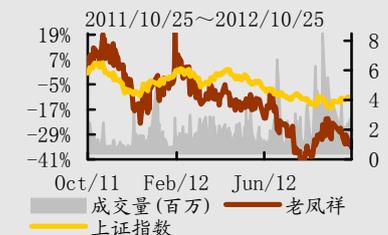
Email: dengrui@hysec.com

姜天骄

电话: 010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

中报点评: 老凤祥: 经营稳健, 业绩略低于预期

2012/8/30

年报点评: 老凤祥: 费用管控得力, 一季业绩符合预期

2012/4/25

中报点评: 老凤祥: 龙头业绩高增长

2011/8/27

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	14,310.87	21,126.40	26,196.73	32,221.98	38,666.38
增长率	31.89%	47.62%	24.00%	23.00%	20.00%
归属母公司净	292.19	522.94	649.54	828.00	1004.34
增长率	125.11%	78.97%	24.21%	27.47%	21.30%
每股收益	0.930	1.200	1.242	1.583	1.920
PE	20.31	18.06	16.51	12.95	10.68

表 1: 老凤祥损益表分季度指标

单位: 百万元	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	5191.1	5329.39	4118.95	7196.31	6256.61	7386.86
同比增速	50.58%	70.28%	32.16%	10.94%	20.53%	38.61%
营业成本	4695.24	4839.7	3732.93	6665.87	5738.39	6789.56
同比增速	47.97%	72.19%	34.21%	10.82%	22.22%	40.29%
销售毛利率	9.55%	9.19%	9.37%	7.37%	8.28%	8.09%
营业税金及附加	43.27	30.38	33.91	43.64	40.36	33.74
同比增速	80.59%	28.40%	14.72%	9.48%	-6.73%	11.06%
销售费用	108.2	102.8	59.1	104.75	108.66	121.1
同比增速	35.96%	19.04%	-27.80%	13.15%	0.43%	17.80%
管理费用	76.4	57.46	95.63	58.54	69.09	92.84
同比增速	150.82%	-5.09%	75.40%	-0.80%	-9.57%	61.57%
财务费用	49.06	35.95	24.95	43.39	44.65	32.01
同比增速	96.55%	39.67%	-13.28%	5.88%	-8.99%	-10.96%
期间费用合计	233.66	196.21	179.68	206.68	222.4	245.95
同比增速	73.08%	13.65%	8.80%	7.33%	-4.82%	25.35%
销售费用率	2.08%	1.93%	1.43%	1.46%	1.74%	1.64%
管理费用率	1.47%	1.08%	2.32%	0.81%	1.10%	1.26%
财务费用率	0.95%	0.67%	0.61%	0.60%	0.71%	0.43%
期间费用率	4.50%	3.68%	4.36%	2.87%	3.55%	3.33%
利润总额	246.54	265.16	157.12	291.53	269.46	345.72
同比增速	108.42%	94.27%	-0.18%	20.32%	9.30%	30.38%
归属于母公司净利润	140.53	149.05	91.97	168.24	145.24	199.83
同比增速	165.95%	134.02%	-12.87%	18.98%	3.35%	34.07%

资料来源: 宏源证券

表 2: 盈利预测

报表预测						财务分析和估值指标汇总				
利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	14310.87	21126.40	26,196.73	32,221.98	38,666.38	收益率				
减: 营业成本	13021.10	19282.80	23,917.62	29,418.67	35,302.40	毛利率	8.73%	8.70%	8.70%	8.70%
营业税金及附加	103.88	147.43	182.81	224.86	269.83	三费/销售收入	3.80%	3.83%	3.68%	3.64%
营业费用	332.60	362.67	526.12	647.13	776.55	EBIT/销售收入	4.91%	4.34%	4.34%	4.35%
管理费用	228.64	288.50	396.12	487.23	584.67	EBITDA/销售收入	5.14%	4.62%	4.57%	4.51%
财务费用	101.66	150.94	81.15	52.51	46.19	销售净利率	3.23%	3.24%	3.35%	3.39%
资产减值损失	9.33	10.79	5.83	5.83	5.83	资产获利率				
加: 投资收益	4.27	2.79	0.00	0.00	0.00	ROE	24.11%	23.05%	22.71%	21.60%
公允价值变动损益	22.46	-41.49	0.00	0.00	0.00	ROA	14.25%	17.87%	16.44%	16.92%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	33.15%	25.30%	34.29%	26.93%
营业利润	540.39	844.57	1087.09	1385.76	1680.90	增长率				
加: 其他非经营损益	22.79	66.56	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	47.62%	24.00%	23.00%	20.00%
利润总额	563.18	911.13	1087.09	1385.76	1680.90	EBIT 增长率	60.71%	9.66%	23.12%	20.08%
减: 所得税	136.47	228.46	239.16	304.87	369.80	EBITDA 增长率	57.11%	11.40%	21.74%	18.38%
净利润	426.71	682.67	847.93	1080.89	1311.10	净利润增长率	59.98%	24.21%	27.47%	21.30%
减: 少数股东损益	134.51	159.72	198.39	252.90	306.76	总资产增长率	32.83%	-12.58%	33.84%	16.66%
归属母公司股东净利润	292.19	522.94	649.54	828.00	1004.34	股东权益增长率	30.94%	29.95%	29.38%	27.55%
						经营营运资本增长率	54.59%	-15.82%	74.65%	-8.39%
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	914.53	1141.66	445.91	322.22	1691.82	资产负债率	65.59%	48.85%	49.09%	43.16%
应收和预付款项	348.57	548.93	498.72	789.89	756.44	投资资本/总资产	48.16%	50.05%	57.17%	44.84%
存货	3200.89	4496.71	4502.96	6566.64	6716.88	带息债务/总负债	44.33%	6.45%	14.83%	4.68%
其他流动资产	79.57	44.62	44.62	44.62	44.62	流动比率	1.36	1.89	1.94	2.25
长期股权投资	9.61	9.50	9.50	9.50	9.50	速动比率	0.38	0.34	0.29	0.61
投资性房地产	199.90	268.59	235.89	203.20	170.51	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产和在建工程	432.80	465.24	348.47	329.22	309.98	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
无形资产和开发支出	98.05	137.20	121.55	105.89	90.24	资产管理效率				
其他非流动资产	194.74	165.12	154.55	143.98	143.98	总资产周转率	2.90	4.12	3.78	3.89
资产总计	5478.67	7277.58	6362.18	8515.17	9933.98	固定资产周转率	57.45	75.18	97.87	124.74
短期借款	1512.00	2116.00	0.00	419.24	0.00	应收账款周转率	71.52	79.06	73.31	79.64
应付和预收款项	1879.23	2457.05	2907.26	3560.12	4087.06	存货周转率	4.29	5.31	4.48	5.26
长期借款	200.58	200.58	200.58	200.58	200.58	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
其他负债	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	1036.85	1136.96	1399.80	1680.93
负债合计	3592.11	4773.62	3107.83	4179.93	4287.64	EBITDA	1085.53	1209.29	1472.13	1742.69
股本	335.33	435.93	435.93	435.93	435.93	NOPLAT	769.12	886.83	1091.85	1311.12
资本公积	691.74	683.99	683.99	683.99	683.99	净利润	522.94	649.54	828.00	1004.34
留存收益	629.06	1048.63	1698.17	2526.16	3530.50	EPS	1.200	1.242	1.583	1.920
归属母公司股东权益	1656.13	2168.55	2818.09	3646.08	4650.43	BPS	4.145	5.387	6.970	8.890
少数股东权益	230.44	335.40	533.79	786.69	1093.45	PE	19.49	15.69	12.31	10.15
股东权益合计	1886.56	2503.95	3351.88	4432.77	5743.88	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	5478.67	7277.58	6459.71	8612.71	10031.52	PB	4.70	3.62	2.79	2.19
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	0.48	0.39	0.32	0.26
经营性现金净流量	-187.10	-63.04	1470.13	-528.89	1788.87	PCF	-161.66	6.93	-19.27	5.70
投资性现金净流量	-139.36	-97.97	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.48	7.79	6.94	4.94
筹资性现金净流量	409.15	399.06	-2165.87	405.20	-419.26					
现金流量净额	82.03	237.60	-695.75	-123.69	1369.60					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如 (陈旭): 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。