

老凤祥 (600612) 年报及一季报

百年老号，焕发新生

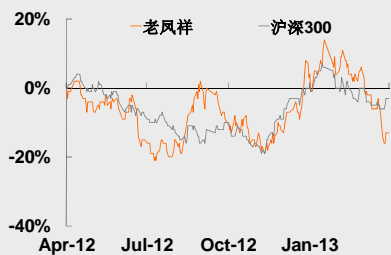
强烈推荐 (首次)

现价: 19.93 元

主要数据

行业	平安批发和零售贸易
公司网址	www.chinafirstpencil.com
大股东/持股	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会/42.09%
实际控制人/持股	黄浦区国有资产监督管理委员会/42.09%
总股本(百万股)	523
流通 A 股(百万股)	226
流通 B/H 股(百万股)	206
总市值 (亿元)	104.3
流通 A 股市值(亿元)	45.1
每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	65.3

行情走势图



证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

洪涛 投资咨询资格编号
S1060512070006
0755-22627541
hongtao908@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

投资要点

事项: 老凤祥发布 2012 年报及 2013 一季报, 2012 年收入 255.5 亿元, 同比增长 20.95%, 归属母公司净利润 6.11 亿元或 EPS=1.17 元, 同比增长 16.9%; 2013Q1 收入 90.9 亿元, 同比增长 26.3%, 归属母公司净利润 2.13 亿元或 EPS=0.41 元, 同比增长 26.6%, 符合预期。

我们的观点: 作为国内历史最悠久的黄金珠宝商, 我们看好公司的长期价值: 1) 公司依托高周转、加盟批发为主的扩张模式, 在较短的时间内快速提升规模, 形成品牌优势壁垒; 2) 凭借黄金品质的背书和已有网点资源, 实现新产品的低成本推广, 而随着产品结构的优化, 整体盈利水平有望大幅提升; 3) 相较竞争对手, 公司高周转模式及优秀的黄金交易极大程度上对冲黄金价格波动的影响。

■ 依托加盟扩张, 快速做大规模

黄金珠宝行业品牌塑造需要长时间沉淀, 而一旦形成则是极强的竞争壁垒。截至 2012 年底, 公司在全国拥有销售网点 2301 家, 其中自营银楼及店中店 150 家、加盟网点 2151 家。依托庞大的加盟商体系, 公司实现近 200 亿元的黄金珠宝首饰销售额, 市场占有率达到 11.3%, 仅次于周大福, 品牌价值不断攀升

■ 高周转运作, 降低经营风险

黄金珠宝行业是典型的重资产、低周转行业, 而在加盟商体系的扩张模式下, 公司存货周转率始终大幅超越同业其他竞争对手(2012 年存货周转天数为 79), 一方面体现了极强的品牌影响力, 另一方面也减少了黄金价格波动的影响。

■ 存货结构改善, 非黄金占比提升

由于黄金饰品销售占比较高(约 70%), 且以发模式为主, 公司整体毛利率一直处于较低水平(2012 年黄金珠宝首饰毛利率为 9.5%)。而凭借黄金品质的背书和庞大的网点资源, 公司得以在原有渠道基础上实现新产品的零成本推广, 长期来看, 优化品类结构、提升非黄金占比是其发展方向。而随着这一战略的实施, 公司整体毛利率水平将有明显改善(镶嵌类毛利率在 30%左右)。

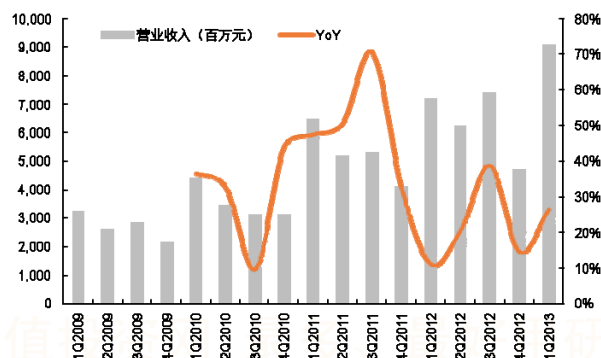
■ 盈利预测及估值

我们首次覆盖并给予公司“强烈推荐”评级, 预计 13-14 年 EPS 为 1.51 和 1.96, 对应估值 13X 和 10X。我们的盈利预测较市场高, 主要在于认可公司的品牌竞争力, 我们认为其在竞争力方面领先同行的程度远超报表所体现的规模或盈利水平, 未来公司可以通过在已有渠道推出新产品而实现业绩持续高速增长。

■ 风险提示: 经济低迷, 需求放缓; 黄金价格波动影响。

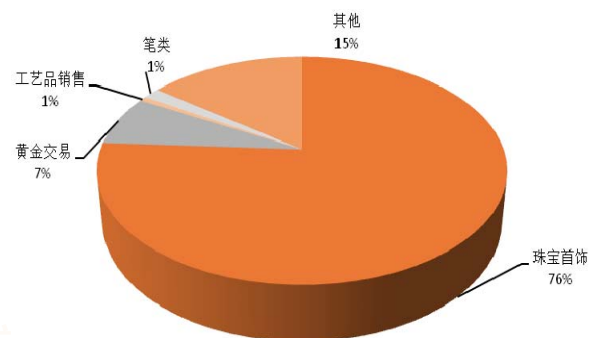
	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	25553.4	31995.4	37988.2	44279.0
YoY(%)	21%	25%	19%	17%
净利润 (百万元)	783.1	1103.3	1478.4	1831.4
YoY(%)	17%	30%	29%	26%
毛利率(%)	8.2%	10.4%	10.7%	11.2%
净利率(%)	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%
ROE(%)	22.1%	22.3%	22.4%	21.9%
EPS(摊薄/元)	1.17	1.51	1.96	2.46
P/E(倍)	17.1	13.2	10.2	8.1
P/B(倍)	3.78	2.93	2.28	1.78

图表1 公司季度收入及增速



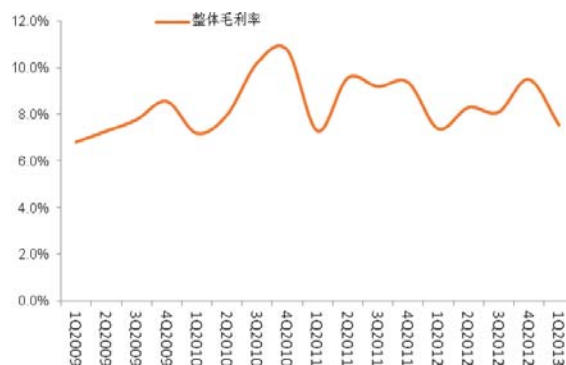
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表2 公司2012年分业态收入占比



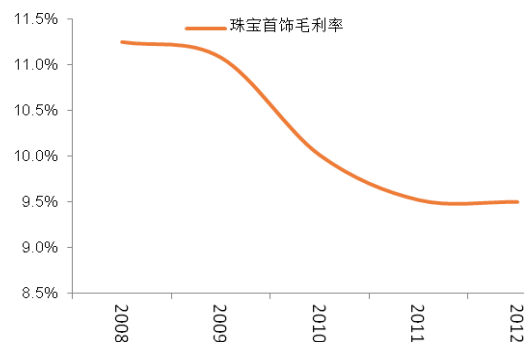
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



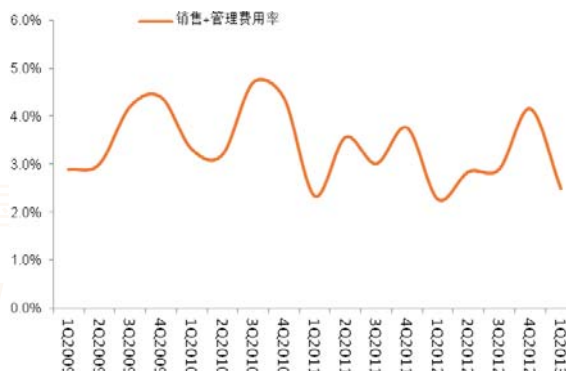
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表4 公司珠宝首饰毛利率



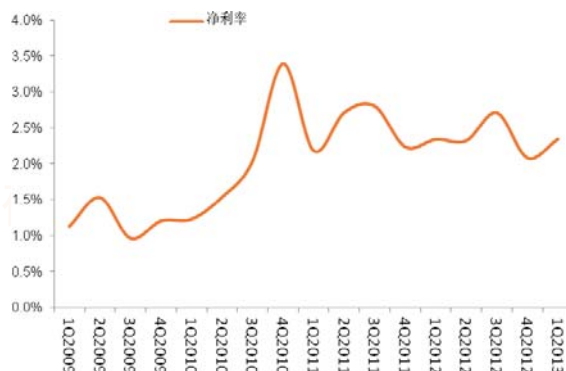
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表5 公司季度销售+管理费用率



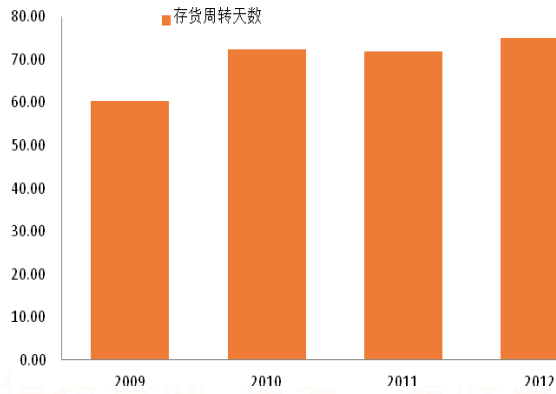
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表6 公司季度净利率



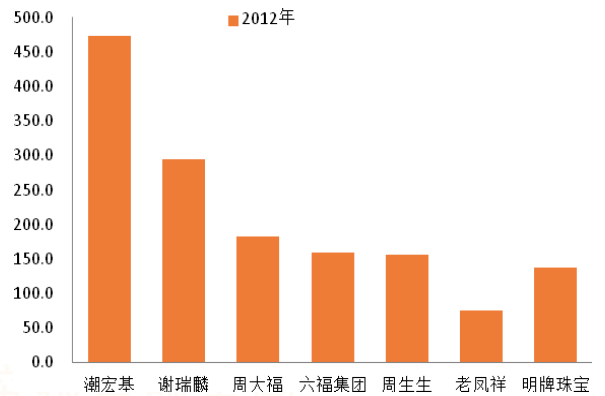
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表7 公司存货周转天数变化



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表8 公司与业内竞争对手存货周转天数比较



资料来源：公司年报，平安证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	7,717	9,587	12,656	16,560
现金	1,878	2,880	3,799	4,428
应收账款	260	304	361	421
其它应收款	157	160	190	221
预付账款	98	172	170	197
存货	5,277	5,995	8,054	11,205
其他	45	77	83	89
非流动资产	1,168	1,238	1,292	1,337
长期投资	6	6	6	6
固定资产	451	545	553	557
无形资产	139	181	221	260
其他	573	506	512	514
资产总计	8,885	10,825	13,948	17,897
流动负债	5,357	6,197	7,836	9,949
短期借款	2,649	3,173	3,677	4,756
应付账款	1,481	1,721	2,035	2,752
其他	1,226	1,303	2,124	2,441
非流动负债	351	351	351	351
长期借款	0	0	0	0
其他	351	351	351	351
负债合计	5,708	6,548	8,188	10,300
少数股东权益	416	723	1,183	1,734
股本	523	523	523	523
资本公积	622	622	622	622
留存收益	1,616	2,408	3,432	4,717
归属母公司股东权益	3,177	4,277	5,760	7,597
负债和股东权益	8,885	10,825	13,948	17,897

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	751	807	783	-73
净利润	794	792	1024	1285
折旧摊销	55	792	1024	1285
财务费用	167	206	254	261
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	-255	-884	-1126	-2410
其它	-10	-98	-392	-495
投资活动现金流	-86	-123	-115	-115
资本支出	66	-120	-120	-120
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-20	-243	-235	-235
筹资活动现金流	-12	317	251	817
短期借款增加	0	524	505	1079
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-12	-206	-254	-261
现金净增加额	0	1001	919	629

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	25,553	31,995	37,988	44,279
营业成本	23,460	28,684	33,912	39,315
营业税金及附加	158	272	323	376
营业费用	428	602	779	886
管理费用	323	486	676	868
财务费用	181	206	254	261
资产减值损失	11	332	111	169
公允价值变动收益	11	-4	5	5
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	994	1,415	1,933	2,403
营业外收入	66	60	50	50
营业外支出	4	5	10	10
利润总额	1,067	1,466	1,978	2,448
所得税	273	367	495	612
净利润	783	1,103	1,478	1,831
少数股东损益	182	308	460	551
归属于母公司净利润	611	792	1,024	1,285
EBITDA	1,240	1,696	2,264	2,735
EPS (元)	1.17	1.51	1.96	2.46

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	21.0%	25.2%	18.7%	16.6%
营业利润	12.1%	42.4%	36.6%	24.3%
净利润	16.9%	29.5%	29.3%	25.6%
获利能力				
毛利率	8.2%	10.4%	10.7%	11.2%
净利率	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%
ROE	22.1%	22.3%	22.4%	21.9%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	64%	60%	59%	58%
净负债比率				
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	23.0	28.3	28.6	28.3
应付账款周转率	3.9	4.5	4.5	4.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.5	2.0	2.5
每股经营现金流	1.4	1.5	1.5	-0.1
每股净资产	5.3	6.8	8.7	11.2
估值比率				
P/E	17.1	13.2	10.2	8.1
P/B	3.8	2.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	11.8	8.7	7.1	6.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代理行独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257