

2013年06月27日

刘荟

<u>Liuhui@e-capital.com.cn</u>

目标价(元)

15.00

公司基本资讯	
产业别	轻工制造
A股价(2013/6/26)	16.24
上证综指(2013/6/26)	1959.51
股价 12 个月高/低	27.29/16.24
总发行股数(百万)	523.12
A股数(百万)	226.05
A 市值(亿元)	84.95
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)	5.68
股价/账面净值	2.86
一个月	三个月 一年
股价涨跌(%) -18.6	-28.9 -27.3

近期评等

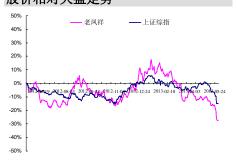
出刊日期 前日收盘 评等

产品组合	
珠宝首饰	96.8%
笔类制品	1.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.8%
一般法人	0.0%

股价相对大盘走势



老凤祥(600612.SH)

Neutral 中性

黄金价格波动影响 2013 年毛利率及下半年销售 结论与建议:

公司召开股东大会,结论如下:

- 2012 年底公司门店总数 2301 家,其中自营 150 家、专卖店 763 家、其他网点 1388 家。计划 2013 年<u>专卖店</u>新增 120 家,确保年末专卖店总数 达到 860 家以上,展店方向以二三线城市为主。
- 2012 年底公司库存 52.8 亿元,主要是 4 月中旬订货会的备货,订货会 开票销售 30 多个亿,之后黄金价格才加速下跌,当时公司的黄金库存已 降至 3 吨左右,所以公司的存货跌价没有市场预期的那么高。
- 另外,对于今年黄金价格一路向下,公司在2012年9月已经做出预估,通过借金、远期、T+D等产品对存货进行对冲,目前对冲比例在50%左右。从上半年看,交易的效果比较理想,虽然黄金批发业务个别月份会亏损,但是对冲后,上半年的营收和净利润都保持两位数的增长。
- 对于未来金价的走势,公司认为下半年进一步下跌的可能性较大。预计 2013 年毛利率会同比下降,(2012 年毛利率为 8.2%)。
- 在黄金价格大幅波动的背景下,公司希望提高新四类(翠、珠、玉、宝)产品的比例,找到新的增长点。2012年新四类增速30%,计划2013年继续增长30%,希望到2015年实现15亿销售。
- **我们的观点:** 4 月的黄金抢购潮对公司 2Q 的销售帮助较大,但是下半年金价进一步下跌会改变投资者的预期,公司下半年黄金饰品销量会受到影响。
- 虽然新四类产品近几年的增速很快,但目前销售占比不足 5%, 对整体营收贡献有限。
- 预计公司 2013、2014 年将实现净利润 6.47 亿元和 6.66 亿元,分别同比增长 5.9%和 2.9%,对应的 EPS 为 1.24 元和 1.27 元,目前 A 股 2013 和 2014 年的 PE 为 13.13 倍和 12.76 倍; B 股 2013 和 2014 年的 PE 为 9.42 倍和 9.15 倍,均给予中性的投资建议。

......接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	292	523	611	647	666
同比增减	%	125.11	78.97	16.90	5.90	2.94
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.56	1.00	1.17	1.24	1.27
同比增减	%	125.11	78.97	16.90	5.90	2.94
A股市盈率(P/E)	X	29.09	16.26	13.91	13.13	12.76
B股市盈率(P/E)		20.88	11.66	9.98	9.42	9.15
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.10	0.60	0.60	0.60
股息率 (Yield)	%	-	0.62	3.69	3.69	3.69



图 1: 上海金交所黄金价格 单位: 元/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 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% <ER ≦ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)



附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	14311	21126	25553	28905	31691
经营成本	13021	19283	23460	26593	29156
营业税金及附加	104	147	158	172	186
销售费用	333	363	428	530	634
管理费用	229	288	323	318	364
财务费用	102	151	181	192	206
资产减值损失	9	11	11	12	12
投资收益	4	3	0	0	0
营业利润	540	845	1004	1095	1133
营业外收入	26	70	66	27	25
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	563	911	1067	1118	1154
所得税	136	228	273	278	288
少数股东损益	135	160	182	193	199
归属于母公司所有者的净利润	292	523	611	647	666

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	903	1116	1878	3334	4462
应收账款	210	295	260	325	407
存货	3201	4497	5277	5013	5164
流动资产合计	4532	6206	7717	8672	10033
长期股权投资	10	10	6	6	6
固定资产	345	368	451	496	546
在建工程	88	98	65	72	79
非流动资产合计	951	1070	1168	1285	1414
资产总计	5483	7277	8885	9958	11447
流动负债合计	3304	4461	5357	5892	6481
非流动负债合计	293	312	351	369	387
负债合计	3597	4773	5708	6261	6869
少数股东权益	230	335	416	540	1243
股东权益合计	1656	2169	2761	3156	3335
负债及股东权益合计	5483	7277	8885	9958	11447

附三: 合并现金流量表

14 17 76 20 16 20 17 1					
百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	-207	-88	751	1646	1235
投资活动产生的现金流量净额	-139	-98	-54	-154	-134
筹资活动产生的现金流量净额	409	399	66	-37	28
现金及现金等价物净增加额	62	212	762	1455	1129

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证益券(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)有限公司相信用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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或会买入,沾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;@。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。