

## 公司事项点评

2013年7月16日

### 证券研究报告

平安批发和零售贸易

## 强烈推荐 (维持)

#### 证券分析师

耿邦昊

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

洪涛

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

#### 研究报告回顾

《百年老号，焕发新生》；老凤祥年报及一季报点评，2013-4-25

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

## 老凤祥 (600612)

### 业绩符合预期，品牌价值凸显

**事项：**公司今日公告 2013 半年度业绩快报，1-6 月实现收入 181.8 亿元，同比增长 35.1%；归属母公司净利润 3.91 亿元或 EPS=0.75 元，同比增长 4%。二季度单季实现收入 90.9 亿元，同比增长 45.2%；归属母公司净利润 1.78 亿元或 EPS=0.34 元，同比增长 22.8%，符合预期。

#### ■ 短期：金价下行影响较小

今年以来国际黄金价格持续下挫，根据上海金交所数据，黄金现货价格从年初的 331 元/克下降至 6 月底的 243 元/克，降幅达 27%，而 4 月以来急剧下挫的金价更是极大地刺激了终端消费的爆发（公司二季度收入同比增长 45%）。一方面公司灵活运用借金、T+D 等避险工具，有效对冲金价波动影响；另一方面凭借品牌及规模优势，公司终端黄金售价仍相对坚挺，高于周大福、周生生、老庙等主要竞争对手，其终端售价降幅也远远小于金价降幅和其他品牌的价格降幅。因此我们认为，短期金价下行对公司经营影响较小。

#### ■ 中长期：产品结构优化，市场份额提升

从中长期来看，黄金价格下行对经销商盈利能力形成巨大考验，从上半年的数据来看，中小品牌的终端售价降幅更大，其经销商更有可能由于盈利空间受到挤压，从而率先选择退出市场。因此，尽管金价持续下行可能导致终端消费需求的下滑，但对于龙头品牌来说，却是市场份额提升的良机。另一方面，公司凭借黄金品质的背书和庞大的网点资源，实现新产品的低成本推广，非黄金品类的占比预计从目前的 30% 提升至 45%-50%，整体盈利能力有望大幅提升。

#### ■ 盈利预测及投资建议

我们维持对公司的“强烈推荐”评级，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，实现高毛利非黄金品类的低成本推广，盈利能力有望大幅提升；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。

维持 13-14 年 EPS 预测为 1.51 和 1.96 元不变，现价对应 PE 估值 12X 和 9.3X。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：经济复苏缓慢，消费低迷；黄金价格持续下行导致终端需求萎缩。

|            | 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)    | 15.6    | 12.0    | 9.3     | 7.4     |
| P/B (倍)    | 3.4     | 2.7     | 2.1     | 1.6     |

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2012A | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 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     |
| <b>非流动资产</b>     | 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    |
| <b>资产总计</b>      | 8,885 | 10,825 | 13,948 | 17,897 |
| <b>流动负债</b>      | 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  |
| <b>非流动负债</b>     | 351   | 351    | 351    | 351    |
| 长期借款             | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他               | 351   | 351    | 351    | 351    |
| <b>负债合计</b>      | 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  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3,177 | 4,277  | 5,760  | 7,597  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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  |
| <b>投资活动现金流</b> | -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  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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  |
| <b>现金净增加额</b>  | 0     | 1001  | 919   | 629   |

利润表

单位:百万元

| 会计年度             | 2012A  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>      | 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      |
| <b>营业利润</b>      | 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     |
| <b>利润总额</b>      | 1,067  | 1,466  | 1,978  | 2,448  |
| 所得税              | 273    | 367    | 495    | 612    |
| <b>净利润</b>       | 783    | 1,103  | 1,478  | 1,831  |
| 少数股东损益           | 182    | 308    | 460    | 551    |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 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(%)        |       |       |       |       |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 16    | 12.0  | 9.3   | 7.4   |
| P/B            | 3     | 2.7   | 2.1   | 1.6   |
| EV/EBITDA      | 11    | 8     | 7     | 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替行使独立判断。

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