



买入 **26.46%** ↑
目标价格: 人民币 34.60

600612.CH

价格: 人民币 27.36

目标价格基础: 20倍14年市盈率

板块评级: 中立

老凤祥

业绩超预期, 获得动迁补偿性收益为主因

老凤祥发布业绩快报: 2013年公司实现营业收入329.85亿元, 同比增长29.08%; 归属母公司净利润88,985万元, 折合每股收益1.70元, 同比增长45.57%。公司业绩超我们之前EPS 1.44元的预期, 主要是由于报告期内, 公司获得嘉定马陆铅笔生产基地因动迁获得的补偿性收益, 反映在当年利润总额中为1.68亿元, 折合每股收益约0.24元(税率按25%计算)。剔除补偿性收益后, 公司每股收益1.46元, 符合我们预期。我们调整公司2013-2015年每股收益分别为1.70、1.73、2.14元, 以2012年为基期三年复合增长率为22.4%, 给予公司6个月目标价34.6元, 对应14年20倍市盈率, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 从单季度拆分看, 4Q2013公司营业收入57.81亿元, 同比增长22.65%, 增速低于3Q2013的45.20%; 归属于母公司的净利润25,720万元, 同比增长162.44%, 增速高于3Q2013的22.78%。公司四季度剔除动迁补偿性收益后净利润为13,120万元, 同比增长33.83%, 主要是由于黄金珠宝首饰业务收入维持高速增长, 带动盈利能力攀升。
- 受益行业增长(处于朝阳行业): 鉴于目前中国收入水平和未来奢侈品行业的潜力, 黄金珠宝行业中长期都将处于上升通道。老凤祥作为中国黄金第一品牌, 综合实力是国内黄金珠宝行业中毋庸置疑的龙头。预计未来几年行业将会延续较快增长态势, 公司在行业内将会最为受益。

评级面临的主要风险

- 黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备。

估值

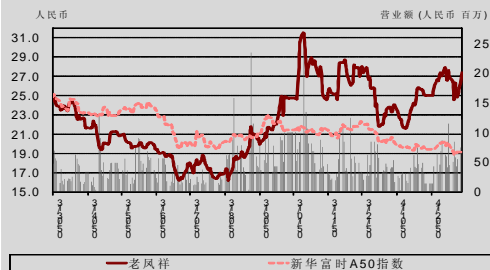
- 我们调整公司2013-2015年每股收益分别为1.70、1.73、2.14元, 以2012年为基期三年复合增长率为22.4%, 给予公司6个月目标价34.6元, 对应14年20倍市盈率。给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	21,126	25,553	32,978	39,341	46,907
变动(%)	47.6	21.0	29.1	19.3	19.2
净利润(人民币 百万)	523	611	887	905	1,120
全面摊薄每股收益(人民币)	1.000	1.169	1.695	1.730	2.141
变动(%)	79.0	16.9	45.1	2.0	23.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.701	1.764	2.188
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.435	1.827	2.252
调整幅度(%)	-	-	18.1	(5.3)	(4.9)
核心每股收益(人民币)	1.000	1.169	1.695	1.730	2.141
变动(%)	79.0	16.9	45.1	2.0	23.8
全面摊薄市盈率(倍)	27.4	23.4	16.1	15.8	12.8
核心市盈率(倍)	27.4	23.4	16.1	15.8	12.8
每股现金流量(人民币)	(0.20)	1.43	0.66	1.10	1.33
价格/每股现金流量(倍)	(135.1)	19.1	41.2	24.8	20.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	11.0	11.7	10.5	9.1
每股股息(人民币)	0.100	0.600	0.416	0.430	0.532
股息率(%)	0.4	2.2	1.5	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.3	9.4	(0.7)	9.7
相对新华富时A50指数	24.7	11.0	13.6	30.0

发行股数(百万)	523.12
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	14312.50
3个月日均交易额(人民币 百万)	45
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
黄浦区国资委	42.09

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月4日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

Jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	21,126	25,553	32,978	39,341	46,907
销售成本	(19,283)	(23,460)	(30,284)	(36,115)	(43,042)
经营费用	(848)	(908)	(1,206)	(1,495)	(1,759)
息税折旧前利润	893	1,059	1,342	1,565	1,925
折旧及摊销	49	55	51	55	59
经营利润(息税前利润)	845	1,004	1,291	1,510	1,866
净利息收入/(费用)	(126)	(149)	(167)	(191)	(209)
税前利润	911	1,067	1,459	1,510	1,866
所得税	(228)	(273)	(372)	(385)	(476)
少数股东权益	(160)	(182)	(200)	(220)	(270)
净利润	523	611	887	905	1,120
核心净利润	523	611	887	905	1,120
每股收益(人民币)	1.000	1.169	1.695	1.730	2.141
核心每股收益(人民币)	1.000	1.169	1.695	1.730	2.141
每股股息(人民币)	0.100	0.600	0.416	0.430	0.532
收入增长(%)	47.6	21.0	29.1	19.3	19.2
息税前利润增长(%)	n.a.	18.6	26.7	16.6	23.0
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	18.9	28.5	17.0	23.6
每股收益增长(%)	n.a.	16.9	45.1	2.0	23.8
核心每股收益增长(%)	n.a.	16.9	45.1	2.0	23.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	911	1,067	1,459	1,510	1,866
折旧与摊销	49	55	51	55	59
净利息费用	(136)	(167)	(197)	(221)	(239)
运营资本变动	(1,746)	(2,360)	(3,105)	(4,017)	(5,191)
税金	(228)	(273)	(372)	(385)	(476)
其他经营现金流	336	1,549	1,373	2,423	3,247
经营活动产生的现金流	(88)	751	348	577	696
购买固定资产净值	0	0	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	12	11	0	0	0
其他投资现金流	(110)	(65)	76	0	0
投资活动产生的现金流	(98)	(54)	26	(50)	(50)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(201)	0	0	0
支付股息	0	(44)	(314)	(217)	(225)
其他融资现金流	525	460	207	263	243
融资活动产生的现金流	399	66	(273)	(145)	(192)
现金变动	213	762	100	382	454
期初现金	1,116	1,878	1,979	2,360	2,814
公司自由现金流	(177)	709	379	527	646
权益自由现金流	(312)	347	207	336	436

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,116	1,878	1,979	2,360	2,814
应收帐款	295	261	534	637	760
库存	4,497	5,277	6,047	7,213	8,598
其他流动资产	1,710	2,439	3,101	3,697	4,404
流动资产总计	6,206	7,717	9,148	10,910	13,003
固定资产	368	451	464	471	471
无形资产	137	139	135	132	128
其他长期资产	565	579	489	481	475
长期资产总计	1,070	1,168	1,088	1,083	1,074
总资产	7,277	8,885	10,236	11,992	14,077
应付帐款	1,537	1,481	1,817	2,167	2,583
短期债务	2,116	2,649	2,936	3,230	3,502
其他流动负债	808	1,226	1,290	1,496	1,727
流动负债总计	4,461	5,357	6,044	6,892	7,812
长期借款	201	0	0	0	0
其他长期负债	111	351	243	243	243
股本	436	523	523	523	523
储备	1,733	2,238	2,811	3,499	4,394
股东权益	2,169	2,762	3,334	4,022	4,917
少数股东权益	160	182	200	220	270
总负债及权益	7,277	8,885	10,236	11,992	14,077
每股帐面价值(人民币)	4.97	5.28	6.37	7.69	9.40
每股有形资产(人民币)	4.66	5.01	6.12	7.44	9.15
每股净负债/(现金)(人民币)	0.91	0.29	0.37	0.28	0.17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.9	4.9	4.7	4.5	4.6
息税前利润率(%)	4.7	4.6	4.5	4.4	4.5
税前利润率(%)	4.3	4.2	4.4	3.8	4.0
净利率(%)	2.5	2.4	2.7	2.3	2.4
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	7.9	8.0	8.9	9.1	10.1
净权益负债率(%)	55.4	27.9	28.7	21.6	14.0
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	27.4	23.4	16.1	15.8	12.8
核心业务市盈率(倍)	27.4	23.4	16.1	15.8	12.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.6	29.6	20.4	20.0	16.2
市净率(倍)	6.6	5.2	4.3	3.6	2.9
价格/现金流(倍)	(135.1)	19.1	41.2	24.8	20.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	11.0	11.7	10.5	9.1
周转率					
存货周转天数	77.7	75.4	66.9	66.9	66.9
应收帐款周转天数	5.1	3.7	5.9	5.9	5.9
应付帐款周转天数	29.1	23.0	21.9	21.9	21.9
回报率					
股息支付率(%)	6.4	39.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	24.1	22.1	26.6	22.5	22.8
资产收益率(%)	7.2	6.9	8.7	7.5	8.0
已运用资本收益率(%)	15.5	15.1	16.2	16.1	16.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371