

老凤祥 (600612) 年报及一季报

业绩符合预期，看好长期价值

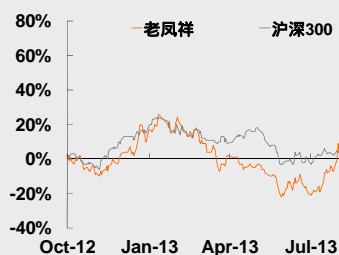
强烈推荐（维持）

现价：23.69 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)	317
流通 B/H 股(百万股)	206
总市值(亿元)	141.2
流通 A 股市值(亿元)	85.6
每股净资产(元)	6.0
资产负债率(%)	60.2

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

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 2013 年实现收入 329.85 亿元，同比增长 29.08%；归属母公司净利润 8.90 亿元或 EPS=1.70 元（其中嘉定马陆铅笔生产基地搬迁补偿增加利润总额 1.44 亿元），同比增长 45.57%；扣非净利润 7.32 亿元或 EPS=1.40 元，同比增长 28.90%；扣非 ROE=23.62%；2014 年一季度公司实现收入 101.10 亿元，同比增长 11.22%；归属母公司净利润 2.37 亿元或 EPS=0.45 元，同比增长 11.34%；扣非净利润 2.24 亿元或 EPS=0.43 元，同比增长 9.89%。

平安观点：尽管金价同比大幅下降、去年抢金潮基数较高，对今年整体增速有一定压力；但从长期来看我们仍然看好公司长期发展：1) 金价下行整体需求可能下降，中小品牌经销商由于盈利能力和抗风险能力较弱，或将逐渐退出市场，老凤祥等龙头企业受益行业集中度的提升；2) 已经建立的渠道和品牌优势，和优质充裕的非黄金储备，为公司品类结构的转型奠定基础，提升未来业绩和估值。

■ 黄金消费量仍然坚挺，非黄金占比提升推动毛利率上升

受制于金价同比的大幅下降，公司一季度收入端增速略低于预期。我们测算老凤祥一季度加权平均终端零售价为 352.3 元，同比下降约 14%，据此反算公司单季黄金销售量约 23.0 吨，同比增长约 29%，从量的角度来看需求依然强劲。

一季度毛利率 7.97%，同比提升 0.43 个百分点，主要得益于：1) 金价一季度走出 10% 左右的上升趋势；2) 高毛利的非黄金品类增速明显快于黄金品类。一季度销售+管理费用率 3.03%，同比提升 0.54 个百分点，主要由于广宣促销和职工薪酬增加所致。

■ 外延扩张稳步推进，品牌规模优势加强

2013 年公司新开门店 323 家，其中自营银楼及专卖店 8 家，加盟网点 315 家。截至 2013 年末，公司拥有门店 2624 家，2014 年计划新开不少于 120 家门店，提前完成十二五规划。此外，公司在自营店的创建、上游黄金加工基地的创建等方面也将有所举措，加强对黄金珠宝供应链的控制能力，实现精细化管理。

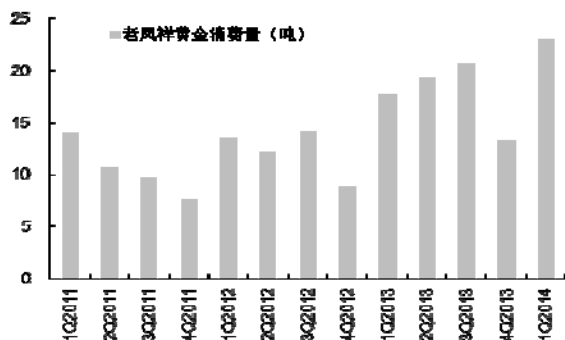
■ 盈利预测及投资建议

作为国内黄金珠宝行业核心竞争力最为突出的企业，我们看好公司的长期价值。维持 14-15 年 EPS 预测为 1.84 和 2.30 元，现价对应 14 年估值为 12.8 倍，维持“强烈推荐”评级！

■ 风险提示：金价中长期持续下行冲击整体需求；非黄金品类转型受阻。

	2012A	2013A	2014E	2015E
主营收入(百万)	25553	32985	38592	46310
YoY(%)	21.0	29.1	17.0	20.0
净利润(百万元)	783	890	963	1202
YoY(%)	16.9	45.6	8.2	24.8
毛利率(%)	8.2	8.0	8.0	8.2
净利率(%)	2.4	2.7	2.5	2.6
ROE(%)	22.1	26.7	22.4	21.9
EPS(摊薄/元)	1.17	1.70	1.84	2.30
P/E(倍)	23.1	13.9	12.8	10.3
P/B(倍)	5.11	3.71	2.88	2.25

图表1 老凤祥季度黄金销售量（吨）



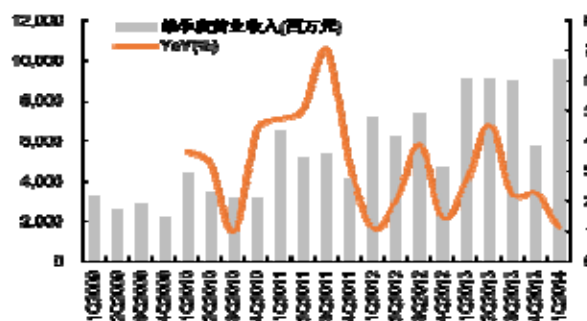
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表2 上金所黄金现货日价格（元/g）



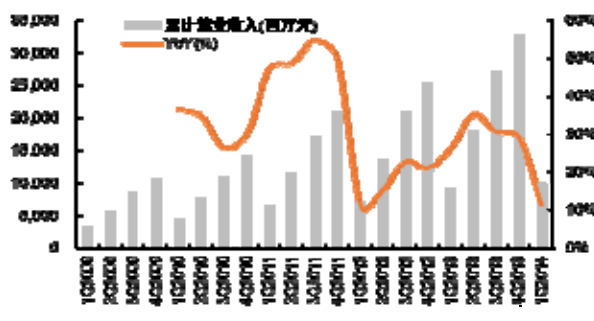
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 公司季度收入及增速



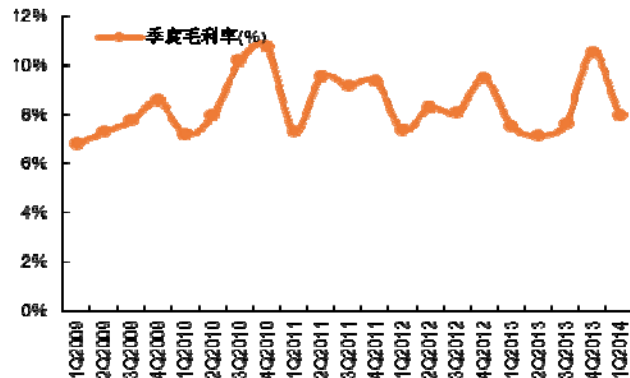
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计收入及增速



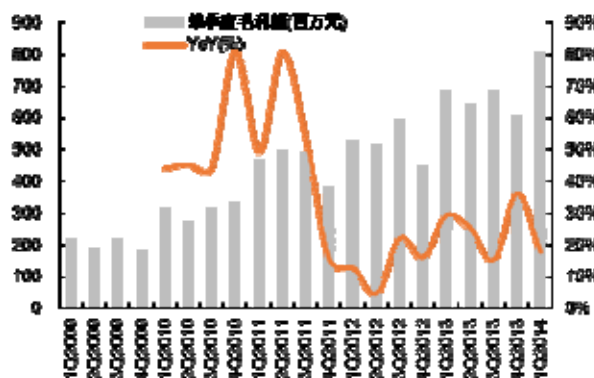
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司季度毛利率



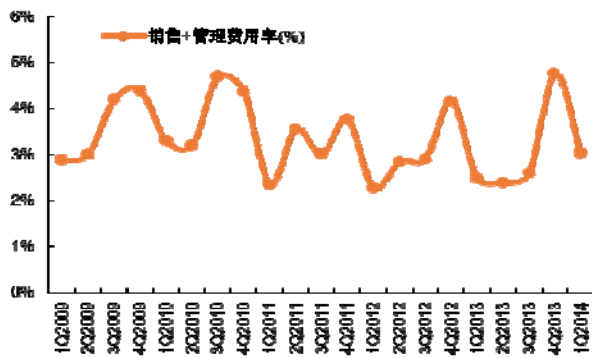
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度毛利额及增速



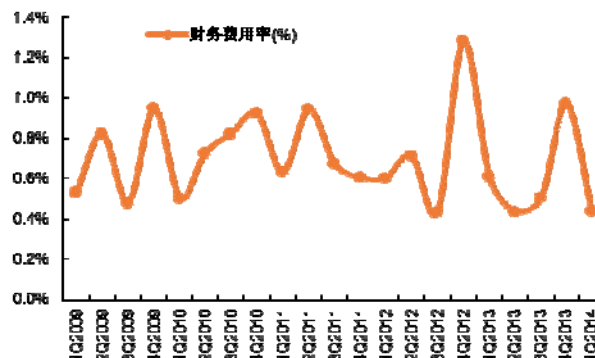
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司季度销售+管理费用率



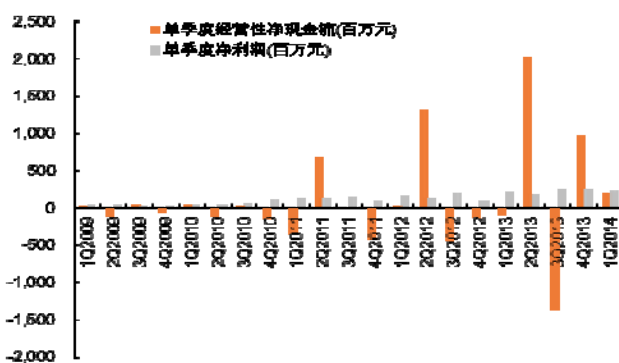
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司季度财务费用率



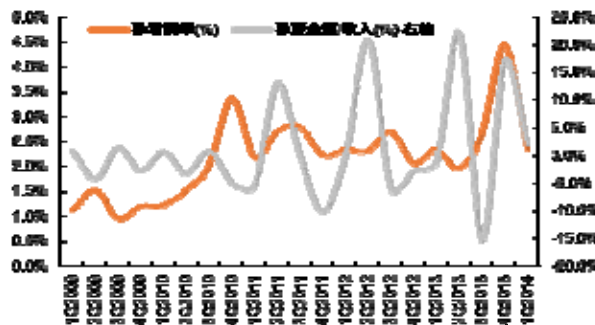
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司季度经营性现金流及净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司季度净利率及净现金流/收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	7,717	8,188	12,220	13,926
现金	1,878	2,788	3,550	2,316
应收账款	260	170	367	440
其它应收款	157	64	193	232
预付账款	98	93	213	213
存货	5,277	5,020	7,807	10,628
其他	45	53	90	98
非流动资产	1,168	1,149	1,218	1,273
长期投资	6	6	6	6
固定资产	451	450	543	551
无形资产	139	137	179	220
其他	573	557	490	496
资产总计	8,885	9,337	13,439	15,199
流动负债	5,357	5,320	8,186	8,424
短期借款	2,649	2,779	4,523	3,261
应付账款	1,481	1,687	2,130	2,551
其他	1,226	854	1,533	2,612
非流动负债	351	149	149	149
长期借款	0	0	0	0
其他	351	149	149	149
负债合计	5,708	5,469	8,335	8,573
少数股东权益	416	535	807	1,127
股本	523	523	523	523
资本公积	622	618	618	618
留存收益	1,616	2,192	3,156	4,358
归属母公司股东权益	3,177	3,868	5,104	6,626
负债和股东权益	8,885	9,337	13,439	15,199

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	751	1522	-615	458
净利润	794	1130	963	1202
折旧摊销	55	67	963	1202
财务费用	167	180	243	316
投资损失	0	0	-1	0
营运资金变动	-255	-255	-2170	-1440
其它	-10	400	-613	-822
投资活动现金流	-86	-90	-123	-115
资本支出	66	101	-120	-120
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-20	11	-243	-235
筹资活动现金流	-12	-522	1501	-1578
短期借款增加	0	0	1744	-1262
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	-522	-243	-316
现金净增加额	0	0	763	-1235

利润表

单位：百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	25,553	32,985	38,592	46,310
营业成本	23,460	30,356	35,505	42,513
营业税金及附加	158	221	270	278
营业费用	428	577	695	810
管理费用	323	375	432	509
财务费用	181	197	243	316
资产减值损失	11	9	23	(0)
公允价值变动收益	11	2	-4	5
投资净收益	0	13	1	0
营业利润	994	1,263	1,425	1,884
营业外收入	66	267	230	150
营业外支出	4	54	5	10
利润总额	1,067	1,477	1,646	2,029
所得税	273	347	412	507
净利润	783	1,128	1,238	1,517
少数股东损益	182	240	272	320
归属于母公司净利润	611	890	963	1,202
EBITDA	1,240	1,512	1,743	2,277
EPS (元)	1.17	1.70	1.84	2.30

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	21.0%	29.1%	17.0%	20.0%
营业利润	12.1%	27.1%	12.9%	32.2%
净利润	16.9%	45.6%	8.2%	24.8%
获利能力				
毛利率	8.2%	8.0%	8.0%	8.2%
净利率	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%
ROE	22.1%	26.7%	22.4%	21.9%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	64.2%	58.6%	62.0%	56.4%
净负债比率				
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	23.0	38.3	35.9	28.7
应付账款周转率	3.9	4.8	4.7	4.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.7	1.8	2.3
每股经营现金流	1.4	2.9	-1.2	0.9
每股净资产	5.3	6.4	8.2	10.5
估值比率				
P/E	23.1	13.9	12.8	10.3
P/B	5.1	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	15	10	10	9

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室

邮编：518048

邮编：200120

邮编：100031

传真：(0755) 82449257

传真：(021) 33830395