

## 老凤祥 (600612)

## 度过最困难时期，迎接光明未来

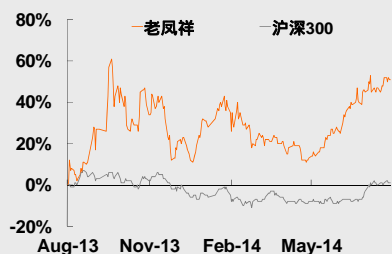
## 强烈推荐 (维持)

现价：27.93 元

## 主要数据

行业	平安商贸零售
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	黄浦区国资委/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)	146.11
流通 A 股市值(亿元)	88.57
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	55.2

## 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：**老凤祥今日发布 2014 中报，1H 实现收入 183.57 亿元，YoY=1.0%，其中核心业务珠宝首饰销售收入 144.23 亿元，YoY=1.33%；归属母公司净利润 4.2 亿元或 EPS=0.806 元，同比增 7.78%；扣非后净利润 4 亿元，同比增长 4.37%。上市公司持有 78.01% 股权比例的珠宝首饰核心业务子公司上海老凤祥有限利润总额增长 7.83%。业绩符合预期。

**平安观点：**1H2014 是黄金珠宝行业最差的半年，过去几年高涨的黄金消费热情部分透支了未来消费能力，而二季度以来行业需求不振带来的周转下滑叠加金价回落，对于加杠杆借金的黄金经销商来说无疑是巨大的灾难。我们相信去年我们推荐公司的逻辑今年兑现，规模不够、品牌形象不强的公司及其经销商逐渐退出市场，龙头公司集中度提升。

老凤祥在如此恶劣的市场环境下仍然能够实现收入和利润的增长，与其规模效应和品牌价值、日益提高的直营比例、非黄品类增加、加盟商管控良好等领先于同行密不可分。我们相信随着行业集中度提高，叠加公司丰厚非黄金储备的优势，在未来较长时间内公司都能有非常好的业绩表现和巨大投资价值。

## ■ 收入好于行业水平，上海郊区加盟转直营，存货水平合理

1H 老凤祥收入增长 1%，1Q/2Q 分别为 11.22%/ -9.22%。如果按黄金销售吨数来看，1H 公司销售黄金 44.2 吨，同比增长 19.2%。竞争对手中周大福国内、六福国内和豫园 1H 收入分别为 7.1%/ -10%/ -25.3%，周大福国内好于老凤祥因其非黄金销售占比大（20%+）及非黄金同店增长好（10%左右）。而根据我们测算的全行业黄金消费额下降 32.35%，1Q/2Q 分别下滑 21.85%/42.3%。

此外值得注意的是，公司今年上半年将上海郊区全部加盟商转为直营，使得上海老凤祥银楼 1H 收入增长 59.92%，这也表明公司对精细化管理的追求。1H 公司存货约 38 亿元，这与公司往年水平相比也处于合理位置。总的来说，1H 公司报表较为稳健，符合预期。

## ■ 门店拓展与品类结构调整同时进行

1H 公司累计新增门店 145 家，门店总数达 2769 家。在行业较差，许多经销商出局的情况下，公司保持稳健扩张会有效提升市占率，进一步强化品牌价值。另一方面，公司加快产品结构的调整，提高钻石、翡翠、彩宝等高附加值产品销售占比，公司珠宝首饰业务的毛利率提升 1.32 个百分点至 9.29%。我们认为公司已经具备了足够的品牌知名度和储备了丰富的非黄金存货，未来在已有渠道内叠加高毛利非黄金品种，将成为公司新的增长点。

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	32985	34017	38031	42595
YoY(%)	29.1	3.1	11.8	12.0
净利润(百万元)	890	837	1073	1388
YoY(%)	45.6	-6.0	28.2	29.4
毛利率(%)	8.0	8.2	8.6	9.2
净利率(%)	2.7	2.5	2.8	3.3
ROE(%)	26.7	20.1	20.5	20.9
EPS(摊薄/元)	1.70	1.60	2.05	2.65
P/E(倍)	16.4	17.5	13.6	10.5
P/B(倍)	4.38	3.50	2.79	2.20

■ **存货周转保持合理水平，费用率相对稳定**

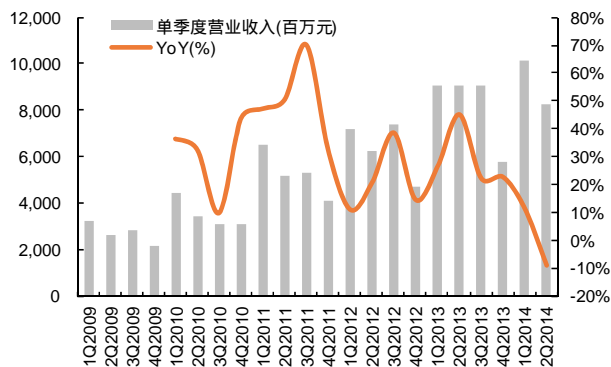
对于老凤祥目前这种以加盟为主的业务模式，周转情况是直接反应公司经营状况以及消费者品牌认可度的指标：1H 公司存货周转天数 47.28 天，低于 2013 年全年 61.06 天的水平，略高于 13 年中期 44.22 天，周转情况良好。而加盟模式下费用率的意义则不如其他零售业态那么大，1H 公司销售+管理费上升 0.57 个百分点至 3.01%，而财务费用率下降了 0.07 个百分点至 0.46%。

■ **投资建议：度过最困难的时期，长期投资价值巨大**

1H 不仅是行业经营的压力，而且去年同期极高的基数效应也导致报表压力，我们认为公司中报的收入/利润是完全可以接受的，并且下半年增速将有所改善。尽管如此，结合行业现状我们下调公司 14 年盈利预测，但上调 15、16 年盈利增速，预计 14-16 年 EPS=1.6/2.05/2.65。下调后现价对应 14 年 PE=17.45X，对应 14 年 20.1%的 ROE 水平，我们认为公司仍被低估。除此之外，随着管理层换届落定以及国企改革的春风，我们认为公司股权结构有望重新梳理，而这对公司长期资本运作也是极大利好。综上，维持“强烈推荐”评级不变！

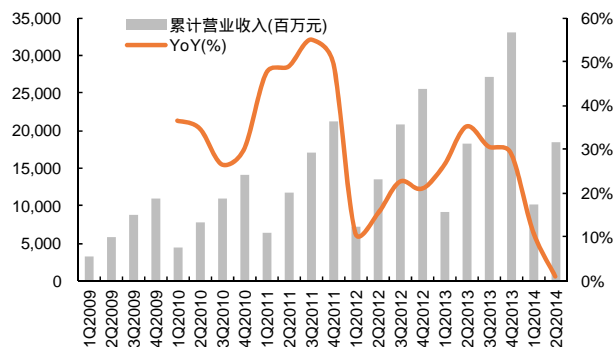
■ **风险提示：经济复苏缓慢，消费低迷；黄金价格持续下行导致终端需求萎缩。**

图表 1 公司季度收入增速



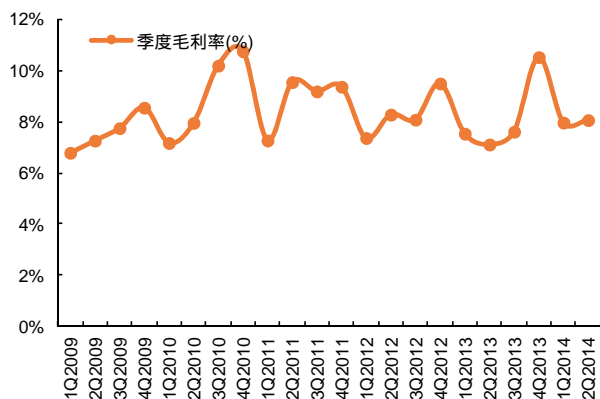
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



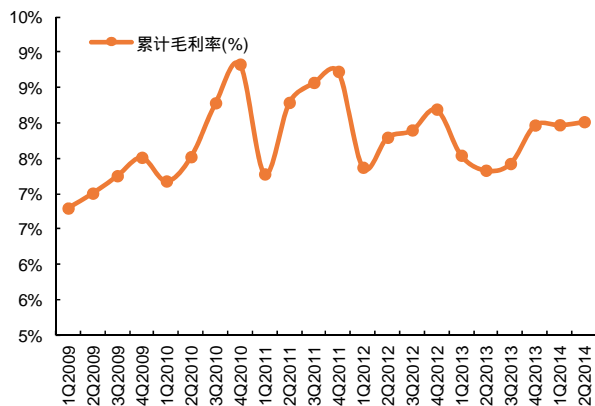
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



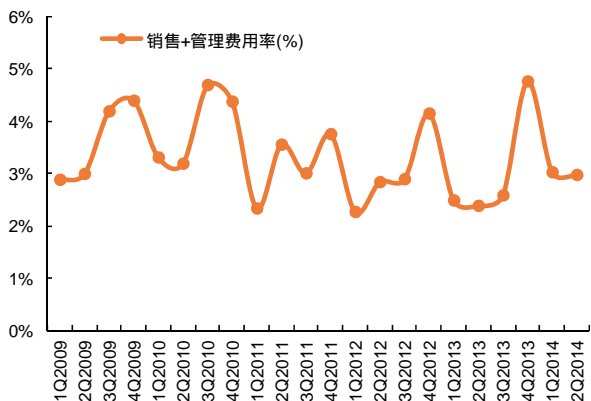
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 公司季度累计毛利率



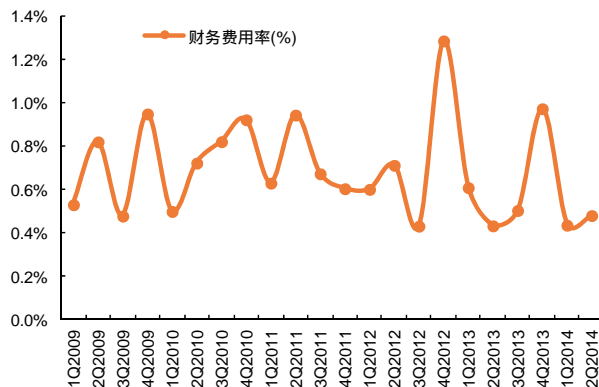
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 公司季度销售+管理费用率



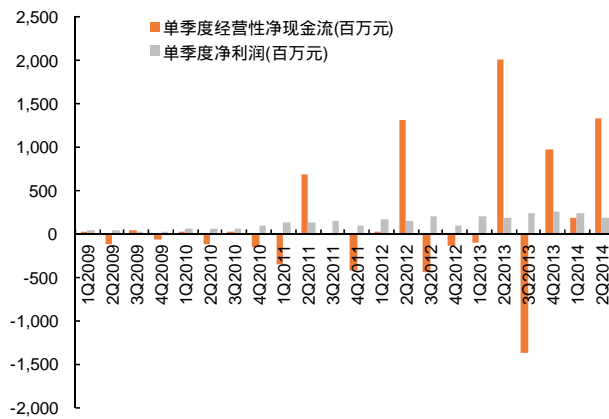
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率



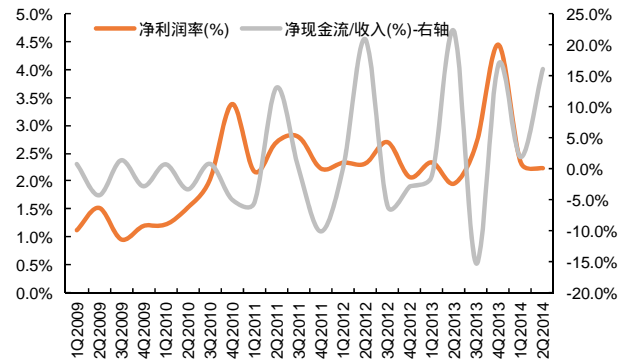
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 公司季度经营性净现金流&净利润



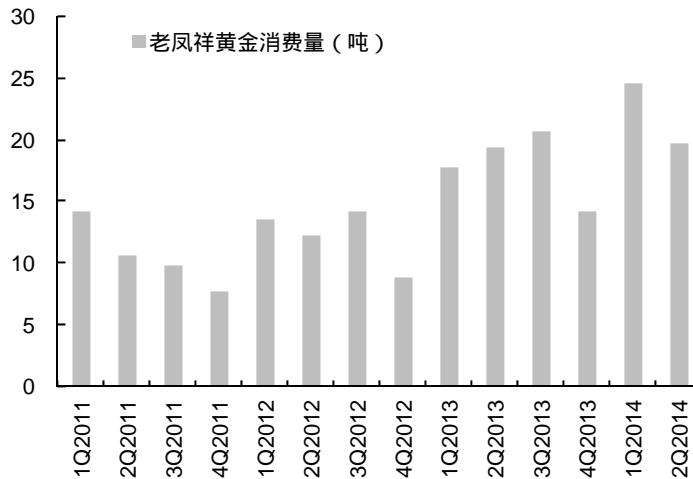
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 8 公司季度净利率&净现金流/收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 9 公司季度黄金销售量(吨)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	8,188	10,766	11,409	15,496
现金	2,788	3,130	1,902	2,982
应收账款	170	323	361	405
其它应收款	64	170	190	213
预付账款	93	187	174	193
存货	5,020	6,870	8,692	11,609
其他	53	86	90	94
<b>非流动资产</b>	1,149	1,218	1,273	1,318
长期投资	6	6	6	6
固定资产	450	543	551	555
无形资产	137	179	220	258
其他	557	490	496	498
<b>资产总计</b>	9,337	11,985	12,682	16,814
<b>流动负债</b>	5,320	6,894	6,197	8,538
短期借款	2,779	3,665	1,998	3,505
应付账款	1,687	1,875	2,086	2,709
其他	854	1,354	2,113	2,324
<b>非流动负债</b>	149	149	149	149
长期借款	0	0	0	0
其他	149	149	149	149
<b>负债合计</b>	5,469	7,043	6,346	8,687
少数股东权益	535	771	1,092	1,495
股本	523	523	523	523
资本公积	618	618	618	618
留存收益	2,192	3,029	4,102	5,491
<b>归属母公司股东权益</b>	3,868	4,942	6,335	8,127
<b>负债和股东权益</b>	9,337	11,985	12,682	16,814

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1522	-248	722	-99
净利润	0	837	1073	1388
折旧摊销	0	837	1073	1388
财务费用	0	173	168	213
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	0	-1568	-899	-2176
其它	1522	-525	-694	-913
<b>投资活动现金流</b>	-90	-123	-115	-115
资本支出	101	-120	-120	-120
长期投资减少	0	0	0	0
其他	11	-243	-235	-235
<b>筹资活动现金流</b>	-522	713	-1835	1294
短期借款增加	0	886	-1667	1507
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	-522	-173	-168	-213
<b>现金净增加额</b>	0	342	-1228	1080

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	32,985	34,017	38,031	42,595
营业成本	30,356	31,245	34,770	38,697
营业税金及附加	221	204	228	256
营业费用	577	674	608	656
管理费用	375	493	445	443
财务费用	197	173	168	213
资产减值损失	9	20	(1)	2
公允价值变动收益	15	-4	5	5
投资净收益	2	1	0	0
<b>营业利润</b>	1,251	1,209	1,813	2,328
营业外收入	267	230	50	50
营业外支出	54	5	10	10
<b>利润总额</b>	1,479	1,430	1,858	2,373
所得税	347	358	465	581
<b>净利润</b>	1,117	1,076	1,389	1,786
少数股东损益	240	236	321	403
<b>归属于母公司净利润</b>	890	837	1,073	1,388
EBITDA	1,512	1,456	2,058	2,611
EPS (元)	1.70	1.60	2.05	2.65

**主要财务比率**

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	29.1	3.1	11.8	12.0
营业利润(%)	25.9	-3.4	50.0	28.4
净利润(%)	45.6	-6.0	28.2	29.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	8.0	8.2	8.6	9.2
净利率(%)	2.7	2.5	2.8	3.3
ROE(%)	26.7	20.1	20.5	20.9
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	58.6	58.8	50.0	51.7
净负债比率				
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.8
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	38.3	34.5	27.8	27.8
应付账款周转率	4.8	4.4	4.4	4.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.7	1.6	2.1	2.7
每股经营现金流	2.9	-0.5	1.4	0
每股净资产	6.4	8.0	10.0	12.7
<b>估值比率</b>				
P/E	16.4	17.5	13.6	10.5
P/B	4.4	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	12	13	10	8

## 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。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

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	