

老凤祥(600612.SH) 贸易行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

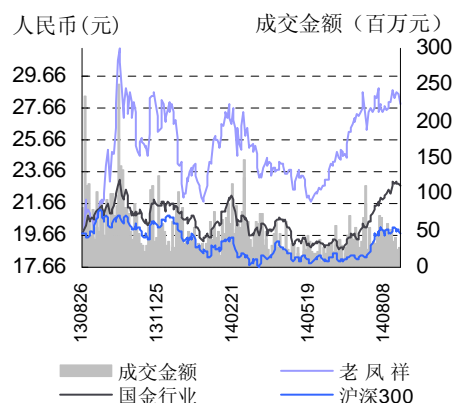
市价(人民币): 27.93元

目标(人民币): 32.58元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	317.11
总市值(百万元)	14,610.68
年内股价最高最低(元)	31.37/20.03
沪深300指数	2324.09
上证指数	2207.11



相关报告

1. 《行业承压品牌胜,改革有望经营优》, 2013.12.30
2. 《品牌超值、经营强、改革前景广阔》, 2013.12.22

赵海春 联系人

(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

黄金承压, 业绩稳健, 改革可期

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.168	1.676	1.856	2.172	2.599
每股净资产(元)	5.28	6.37	8.13	10.18	12.65
每股经营性现金流(元)	1.43	2.91	1.77	2.00	2.33
市盈率(倍)	18.44	13.91	15.05	12.86	10.75
行业优化市盈率(倍)	20.63	28.16	27.13	27.13	27.13
净利润增长率(%)	17.50%	43.45%	10.73%	17.02%	19.69%
净资产收益率(%)	22.13%	26.30%	22.83%	21.33%	20.55%
总股本(百万股)	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2014年上半年,老凤祥实现营收183.57亿元,同比增长1%;归属母公司股东净利润、扣非净利润分别为4.22亿和4亿元,同比增长7.78%和4.37%;EPS 0.81元,符合预期。

经营分析

- 因加速外延、品类优化,上半年业绩微幅上升,优于行业。
 - 上半年营收微增1%(Q1: +11.22%; Q2: -9.22%): 受金价区间震荡下跌(黄金现货价格较去年同期下降约10%),黄金需求量减少(世界黄金协会报告显示,中国第二季度黄金需求年率下降52%),叠加去年抢金潮造成的高基数影响,黄金珠宝企业的业绩普遍两位数下滑,老凤祥的业绩增长优于行业平均;公司上半年新开门店145家(总计2769家),超去年120家的开店计划,通过“河南模式”(加盟专卖)向三四线城市拓展,加速抢占市场份额,同时新投资老凤祥珠宝美国有限公司,探索海外扩张路径,期待未来贡献业绩增量。
 - 品类转型带来毛利率提升,人工费用有所上升。上半年毛利率提升0.69个百分点至8.02%,同时存货周转天数延长3天,我们判断是其黄金销售占比下降,品类结构调整后的成效(因“新七类”饰品毛利率更高且周转速度更慢);另外,工资福利费和劳务费涨幅明显,导致销售费用率上涨0.38个百分点至2.02%。
- 行业中短期承压,利龙头整合;受益国企改革,未来前景可期。
 - 受三方面原因影响(1.美国退出QE,经济逐渐复苏,美元走强;2.去年黄金消费需求被过度释放;3.中国反腐加速打压奢侈品消费),我们认为金价下行,黄金需求不振在中短期仍将持续。但黄金弱势更有利于龙头企业抢占市场份额,提升行业集中度。同时,老凤祥是上海国资委旗下改革预期、品牌价值与业绩成长性兼具的白马标的,未来不论是股权激励的体制优化,还是资产整合注入或战略投资者的引入,都将催化公司业绩与估值的进一步提升。

盈利调整

- 调整公司2013、14、15年实现营收351、405、471亿元,净利润11.71、13.86、16.6亿元,EPS 1.86、2.17、2.60元的盈利预测。

投资建议

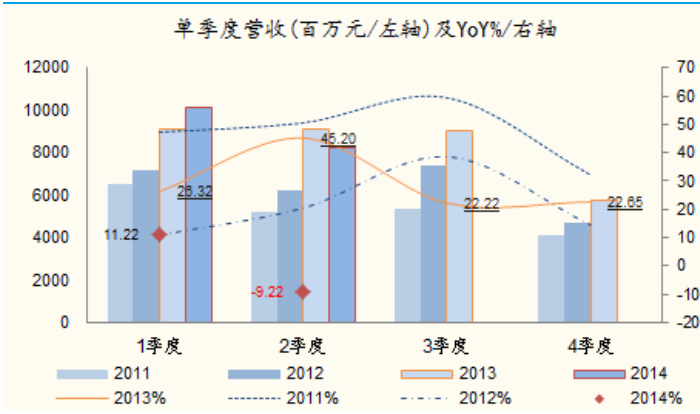
- 维持增持评级。给予目标价位32.58元,对应15年15倍PE。

业绩简评

因加速外延、品类优化，上半年业绩未下降，优于行业。

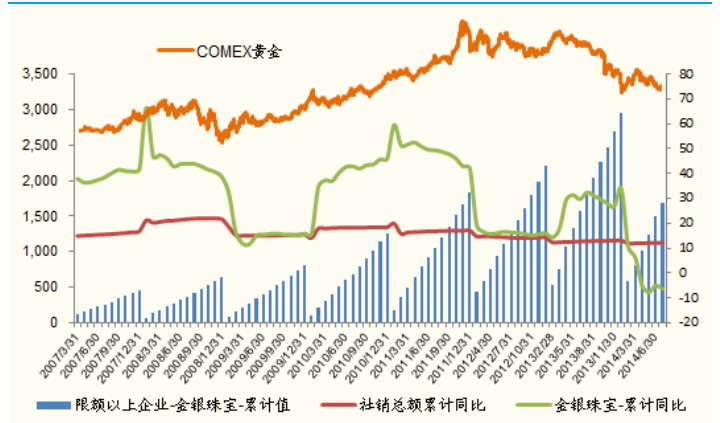
- 上半年营业收入 183.57 亿元，微增 1%，其中 Q2 实现营收 82.47 亿，大幅下降 9.22%。由于金价震荡下跌（黄金现货价格较去年同期下降约 10%），黄金消费量减少叠加去年抢金潮造成的高基数影响，黄金珠宝企业的业绩普遍两位数下滑（豫园商城上半年营收下滑 25.3%，其中黄金珠宝营收降 25.56%；截止 6 月底的一季报显示，周大福零售额及同店销量均降 32%，六福集团同店销售下跌 54%），老凤祥的业绩增长已明显优于行业平均。上半年老凤祥新开门店 145 家，已超过去年 120 家的开店计划，通过“河南模式”（加盟专卖）向三四线城市拓展，加速抢占市场份额，贡献业绩增量。

图表1：老凤祥 14Q2 营收下降 9.22%



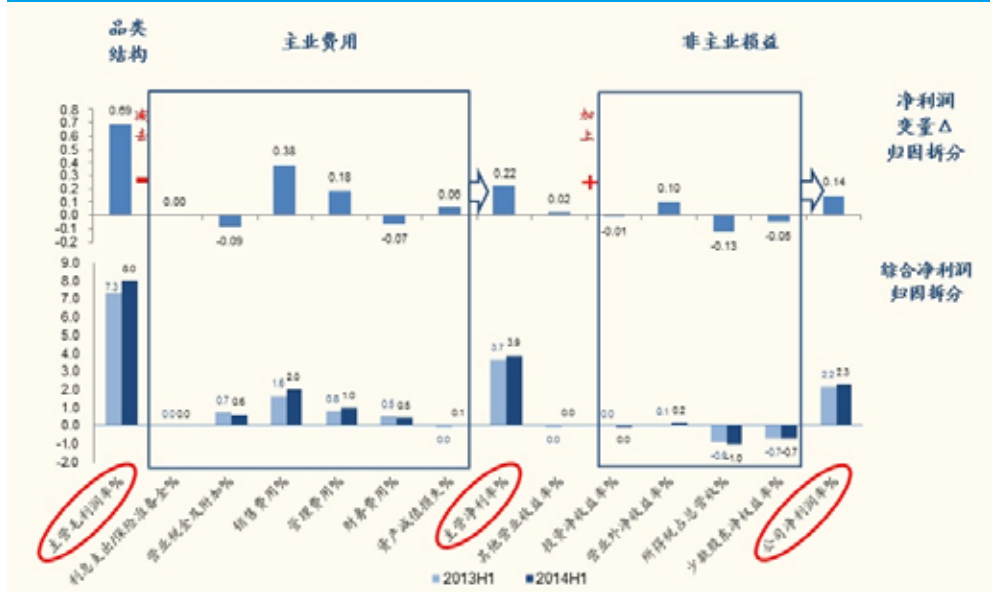
来源：wind，国金证券研究所

图表2：14 年以来金银珠宝销售大幅下滑



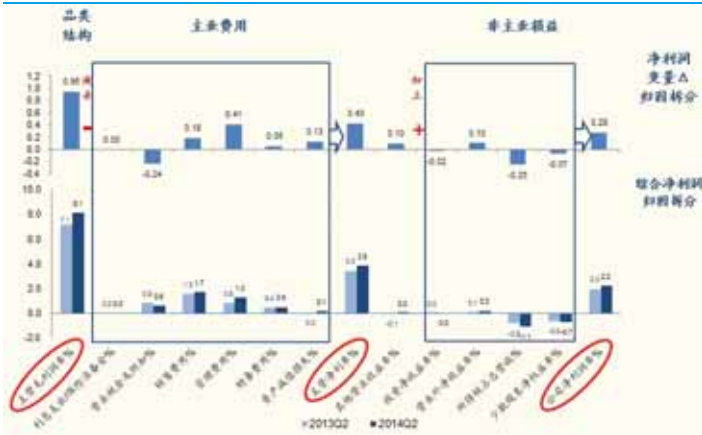
- 上半年毛利率提升 0.69 个百分点至 8.02%，且 Q2 毛利率同比增速快于 Q1，同时存货周转天数增加 3 天，我们判断是其黄金销售占比下降，品类结构调整后的成效（因“新七类”饰品毛利率更高且周转速度更慢）；另外，从费用拆分可以看到，工资福利费（同比增 32.29%）、劳务费（同比增 101.92%）涨幅明显，导致销售费用率上涨 0.38 个百分点至 2.02%，我们认为人工属刚性费用，未来对加工制造企业盈利的影响还会持续；同时管理费用增加 0.18 个百分点，利息收入增加和借款减少使财务费用略降。

图表3: 老凤祥 14H1 净利率增 0.14%: 主因是品类转型带来的毛利率提升



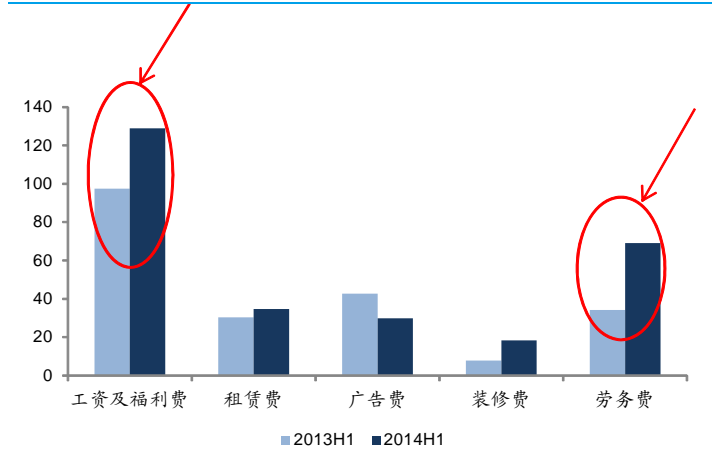
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 老凤祥 14Q2 毛利率增速快于 14Q1

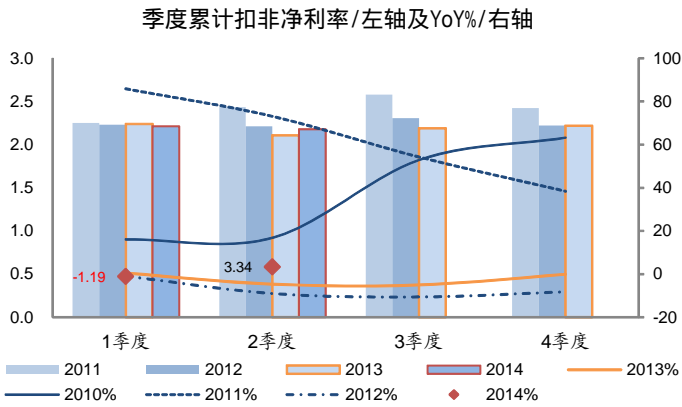


来源: 公司公告, 国金证券研究所

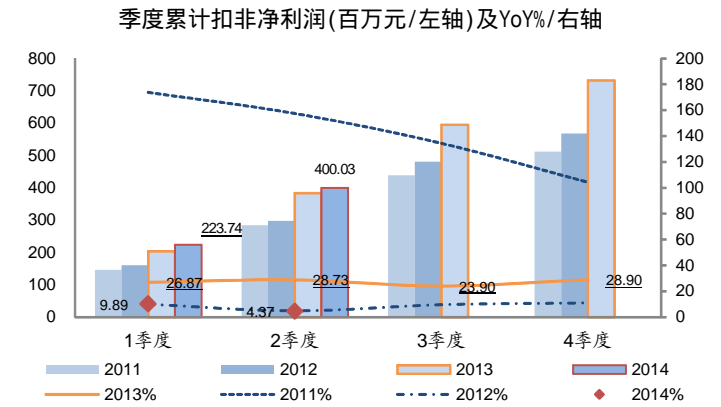
图表5: 人工成本增加导致销售费用率上升



图表6: 老凤祥扣非净利率同比提升0.07个百分点



图表7: 预计老凤祥14年扣非净利增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

行业中短期承压, 利龙头整合; 受益国企改革, 未来前景可期。

- 随美国退出 QE, 金价下行, 行业中短期仍将承压, 却更有利于龙头企业抢占市场份额, 提升行业集中度。
 - 我们认为金价下行, 黄金需求不振在中短期内仍将持续, 主要有以下几个原因: 一是在地缘局势趋于缓和、美国经济复苏的势头下, 美元走强, 金价下行压力较大; 二是去年中国的黄金消费需求被过度释放 (13年中国大陆地区黄金消费需求创纪录新高至 1065.8 吨, 占全球市场的大约 28%), 据世界黄金协会报告显示, 中国第二季度黄金需求年率下降 52%, 至 192.5 吨; 三是中国反腐加速, 进一步打压了奢侈品需求。
 - 上半年老凤祥加速开店 145 家, 黄金弱势更有利其“河南模式”推广, 在需求更旺的三四线城市拓展渠道; 同时上半年新投资三级子公司老凤祥珠宝美国有限公司, 探索海外扩张路径。老凤祥作为仅次于周大福的黄金饰品龙头品牌, 其渠道强势、产业链控制力强 (每年 3-4 次的订货会批发销售, 几乎无应收款, 存货周转率最高, 现金周期最短), 将显著受益于其他同行企业受冲击所带来的行业集中度提升, 反而会获得更多市场份额。
- 老凤祥是上海黄浦区国资委旗下优质商业资产, 有望受益于国企改革, 未来不论是股权激励的体制优化, 还是资产整合注入或战略投资者的引入, 都将催化公司业绩与估值的进一步提升。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	21,126	25,553	32,985	35,109	40,490	47,063	货币资金	1,116	1,878	2,788	3,559	4,361	5,326
增长率	21.0%	29.1%	6.4%	15.3%	16.2%		应收账款	309	418	236	308	356	414
主营业务成本	-19,283	-23,460	-30,356	-32,210	-37,129	-43,124	存货	4,497	5,277	5,020	5,736	6,612	7,680
%销售收入	91.3%	91.8%	92.0%	91.7%	91.7%	91.6%	其他流动资产	285	143	145	147	162	180
毛利	1,844	2,094	2,628	2,899	3,361	3,938	流动资产	6,206	7,717	8,188	9,751	11,491	13,600
%销售收入	8.7%	8.2%	8.0%	8.3%	8.3%	8.4%	%总资产	85.3%	86.8%	87.7%	89.4%	90.6%	91.8%
营业税金及附加	-147	-158	-221	-211	-243	-282	长期投资	422	454	442	470	497	525
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	465	517	481	507	519	524
营业费用	-363	-428	-577	-709	-818	-951	%总资产	6.4%	5.8%	5.1%	4.6%	4.1%	3.5%
%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	158	169	187	134	131	129
管理费用	-288	-323	-375	-386	-445	-518	非流动资产	1,070	1,168	1,149	1,150	1,188	1,218
%销售收入	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	14.7%	13.2%	12.3%	10.6%	9.4%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	1,045	1,185	1,455	1,593	1,855	2,188	资产总计	7,277	8,885	9,337	10,901	12,679	14,818
%销售收入	4.9%	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	短期借款	2,116	2,699	2,779	2,779	2,779	2,779
财务费用	-151	-181	-197	-97	-72	-40	应付款项	2,457	2,808	2,505	2,730	3,147	3,656
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%	其他流动负债	-112	-150	36	240	277	315
资产减值损失	-11	-11	-9	0	0	0	流动负债	4,461	5,357	5,320	5,749	6,203	6,750
公允价值变动收益	-41	11	2	0	0	0	长期贷款	201	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	111	351	149	165	165	165
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	4,773	5,708	5,469	5,914	6,368	6,915
营业利润	842	1,004	1,251	1,496	1,783	2,148	普通股股东权益	2,169	2,761	3,333	4,252	5,325	6,617
营业利润率	4.0%	3.9%	3.8%	4.3%	4.4%	4.6%	少数股东权益	335	416	535	735	985	1,285
营业外收支	67	62	213	65	65	65	负债股东权益合计	7,277	8,885	9,337	10,901	12,679	14,818
税前利润	908	1,066	1,464	1,561	1,848	2,213	比率分析						
利润率	4.3%	4.2%	4.4%	4.4%	4.6%	4.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-228	-273	-347	-390	-462	-553	每股指标						
所得税率	25.2%	25.6%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.193	1.168	1.676	1.856	2.172	2.599
净利润	680	794	1,117	1,171	1,386	1,660	每股净资产	4.975	5.279	6.371	8.128	10.180	12.649
少数股东损益	160	182	240	200	250	300	每股经营现金净流	-0.202	1.435	2.910	1.773	2.003	2.325
归属于母公司的净利润	520	611	877	971	1,136	1,360	每股股利	0.000	0.100	0.600	0.100	0.120	0.130
净利率	2.5%	2.4%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	回报率						
							净资产收益率	23.99%	22.13%	26.30%	22.83%	21.33%	20.55%
							总资产收益率	7.15%	6.88%	9.39%	8.91%	8.96%	9.18%
							投入资本收益率	15.86%	14.74%	16.45%	15.16%	15.12%	15.20%
							增长率						
							主营业务收入增长率	47.62%	20.95%	29.08%	6.44%	15.33%	16.23%
							EBIT增长率	67.30%	13.44%	22.72%	9.49%	16.46%	17.93%
							净利润增长率	80.66%	17.50%	43.45%	10.73%	17.02%	19.69%
							总资产增长率	32.70%	22.10%	5.09%	16.74%	16.31%	16.87%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.4	4.0	2.4	2.5	2.5	2.5
							存货周转天数	72.9	76.0	61.9	65.0	65.0	65.0
							应付账款周转天数	21.5	23.5	19.0	20.0	20.0	20.0
							固定资产周转天数	6.4	6.4	5.0	4.7	4.0	3.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	46.33%	24.43%	-1.47%	-16.61%	-25.84%	-32.85%
							EBIT利息保障倍数	6.9	6.6	7.4	16.5	25.7	54.9
							资产负债率	65.59%	64.24%	58.57%	54.25%	50.23%	46.67%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	683	794	1,130	1,171	1,386	1,660
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	66	76	52	55	58
非经营收益	160	146	178	117	101	101
营运资金变动	-991	-255	139	-412	-494	-602
经营活动现金净流	-88	751	1,522	927	1,048	1,216
资本开支	-45	-63	-101	41	0	5
投资	-52	35	32	-28	-28	-28
其他	3	8	15	0	0	0
投资活动现金净流	-94	-21	-54	13	-28	-23
股权募资	8	3	13	0	0	0
债权募资	586	382	80	-1	0	0
其他	-195	-320	-616	-168	-218	-229
筹资活动现金净流	399	66	-523	-169	-218	-229
现金净流量	216	796	945	772	802	965

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	12	16	31
增持	0	2	3	3	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.23	1.20	1.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-12-30	增持	23.92	30.37 ~ 30.37

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD