

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

老凤祥 (600612)

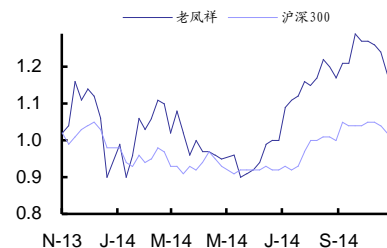
推荐

2014 年三季报点评

(首次评级)

2014 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	523/317
总市值/流通 (百万元)	14,715/8,920
上证综指/深圳成指	2,290/7,829
12 个月最高/最低元)	31.41/20.45

相关研究报告:

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168

E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q3 盈利增速超预期, 整体经营持续稳健

● Q3 营收降幅收窄, 盈利增长 25.8%超预期

公司 2014 年 1~9 月实现营业收入 267.42 亿元, 同比下滑 1.7%, 归母净利润 7.25 亿元, 同比增长 14.7%, 折合 EPS 1.39 元。分季度看, Q3 实现营收 83.85 亿元, 同比下滑 7.1%, 继续受高基数及金价下跌拖累, 但降幅较 Q2 有所收窄; 盈利方面, Q3 实现净利润 3.04 亿元, 同比增长 25.8%, 增速环比大幅提升, 超出市场预期, 其中: 1) Q3 毛利率同比提升 1.5 个百分点至 9.0%, 高毛利的非黄金类产品对毛利率拉动作用显著, 另外随着公司东莞加工厂的建成, 向产业链上游延伸有望缓解成本端压力, 推动毛利率进一步提升; 2) Q3 费用控制情况良好, 各项费用指标绝对额均有明显下降, 其中销售费用率下滑 0.24 个百分点; 3) Q3 净利率达到 4.7%, 同比提升 1.2 个百分点。

● 非黄金类产品增势良好, 整体经营持续稳健

受去年高基数及金价下跌的不利影响, 今年以来黄金饰品需求持续疲软, 外部形势并不乐观, 在这样的不确定环境下, 公司凭借强大的品牌力以及逆势扩张能力, 整体经营状况继续保持行业领先, 尤其是钻石、翡翠等高毛利的非黄金类产品增长势头良好, 通过产品结构变化整体盈利水平获得改善, 同时在不利的行业环境下应变能力也在进一步提高, 并有望成为公司未来持续稳健经营的重要基础。考虑到公司去年同期的较低基数以及自身稳健的渠道扩张, 我们预计今年 Q4 营收部分增长压力有望缓解, 全年收入预计与去年基本持平。

● 风险提示

终端零售环境继续疲软; 黄金价格持续下跌导致终端需求复苏缓慢; 渠道外延扩张不及预期。

● 给予“推荐”评级

公司作为珠宝首饰行业的中华老字号品牌, 品牌价值持续强化, 在渠道扩张、精细化管理等核心能力方面显著优于行业竞争对手, 同时非黄金类快速发展的基础上, 公司应变能力进一步提高, 保证整体经营持续稳健; 另外上海地区的国企改革进展也有望成为提振公司股价的重要催化剂。我们给予公司 14-16 年 EPS1.90/2.24/2.55 元的盈利预测, 对应 14-16 年 PE14.8/12.6/11.0 倍, 给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,553	32,985	2014E	2015E	2016E
(+/-%)	21.0%	29.1%	33,032	35,823	39,296
净利润(百万元)	611	890	.1%	8.4%	9.7%
(+/-%)	16.9%	45.6%	992	1,170	1,333
摊薄每股收益 (元)	1.17	1.70	11.5%	17.9%	14.0%
EBIT Margin	4.9%	5.1%	1.90	2.24	2.55
净资产收益率 (ROE)	22.1%	26.7%	5.3%	5.5%	5.7%
市盈率 (PE)	24.1	16.5	27.7%	29.8%	30.3%
EV/EBITDA	15.7	11.6	14.8	12.6	11.0
市净率 (PB)	5.3	4.4	4.1	3.7	3.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2788	3000	2900	2900
应收款项	236	543	589	646
存货净额	5020	5827	6302	7789
其他流动资产	96	132	143	157
流动资产合计	8188	9502	9934	11492
固定资产	481	583	668	753
无形资产及其他	137	134	131	127
投资性房地产	526	526	526	526
长期股权投资	6	6	6	6
资产总计	9337	10751	11265	12905
短期借款及交易性金融负债	2779	3472	3298	4067
应付款项	1687	1665	1801	1972
其他流动负债	854	1250	1352	1480
流动负债合计	5320	6387	6450	7520
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	149	149	149	149
长期负债合计	149	149	149	149
负债合计	5469	6536	6599	7669
少数股东权益	535	633	733	837
股东权益	3333	3581	3932	4399
负债和股东权益总计	9337	10751	11265	12905

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.70	1.90	2.24	2.55
每股红利	1.18	1.42	1.57	1.66
每股净资产	6.37	6.85	7.52	8.41
ROIC	18%	18%	19%	20%
ROE	27%	28%	30%	30%
毛利率	8%	9%	9%	9%
EBIT Margin	4%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%
收入增长	29%	0%	8%	10%
净利润增长率	46%	12%	18%	14%
资产负债率	64%	67%	65%	66%
息率	4%	5%	6%	6%
P/E	16.5	14.8	12.6	11.0
P/B	4.4	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	13.5	12.0	10.5	9.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	32985	33032	35823	39296
营业成本	30356	30221	32692	35807
营业税金及附加	221	198	215	236
销售费用	577	562	591	648
管理费用	375	317	343	376
财务费用	197	159	174	192
投资收益	13	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1264	1576	1808	2036
营业外净收支	213	52	60	60
利润总额	1477	1628	1868	2096
所得税费用	347	391	448	503
少数股东损益	240	245	250	260
归属于母公司净利润	890	992	1170	1333

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	890	992	1170	1333
资产减值准备	(3)	(9)	0	0
折旧摊销	42	39	49	58
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	197	159	174	192
营运资本变动	101	(784)	(295)	(1258)
其它	77	107	100	104
经营活动现金流	1114	346	1023	237
资本开支	9	(130)	(130)	(140)
其它投资现金流	(4)	48	0	0
投资活动现金流	5	(82)	(130)	(140)
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(615)	(744)	(819)	(867)
其它融资现金流	1007	693	(174)	770
融资活动现金流	(210)	(51)	(993)	(97)
现金净变动	909	212	(100)	0
货币资金的期初余额	1878	2788	3000	2900
货币资金的期末余额	2788	3000	2900	2900
企业自由现金流	1598	444	1130	353
权益自由现金流	2605	1016	823	977

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226