

2015年04月28日

老凤祥 (600612.SH)

公司快报

证券研究报告

连锁

单季度营收环比改善，国企改革触发基本面腾飞

■15Q1 扣非后归母净利润同比增长 19.8%，业绩环比改善：公司 14 年实现营收 328.4 亿，同比下降 0.5%，归母净利润 9.4 亿，同比增长 5.6%，扣非后归母净利润 8.5 亿，同比增长 16.1%，EPS 为 1.8 元，符合预期；同时公告每 10 股派现金 9.0 元（含税）。此外，15Q1 实现营收 120.4 亿，同比增长 19.1%（14Q1-Q4 同比增速为：11.2%、-9.2%、-7.1%、5.5%）；扣非后归母净利润 2.7 亿，同比增长 19.8%（14Q1-Q4 同比增速为：9.8%、-1.7%、38.2%、15.3%）。单季度业绩环比改善。

■行业疲软，营收全年微降、15Q1 改善，优于同业：13 年“抢金潮”带来消费透支，终端零售消费情绪受到打压，行业整体相对疲软，公司提升品牌溢价稳固珠宝首饰经营叠加黄金交易业务增加致 14 年全年实现营收 328.35 亿，同比下滑 0.45%（中国金饰品需求同比下降 33%），表现优于同业。其中，珠宝首饰收入 253.22 亿，同比下降 2.01%；黄金交易收入 27.40 亿，同比增长 93.50%；笔类收入 3.98 亿，同比增长 1.53%；工艺品销售收入 1.86 亿，同比增长 2.20%；商贸收入 0.76 亿，同比增长 13.43%。15Q1 实现营收 120.4 亿，同比增长 19.1%，经营迎来拐点。

■坚持品牌经营之路，提高资本市场活跃度：1.民族品牌走向世界，打开国际市场。2.稳固一、二线城市，积极布局三、四线城市，提高市占率。3.结构调整提升盈利空间。4.依托资本市场完成跳跃式发展。5.激励机制渐趋完善，享受国企改革政策红利。

维持盈利预测，上调评级至买入-A。公司是黄浦区国资控股的全国黄金珠宝龙头，品牌、渠道优势明显。在品牌集中化的行业整合中，有望扩大市场占有率，提升品牌、渠道溢价。未来激励机制将逐步理顺，享受国企改革政策利好，估值空间将不断提升。我们预计公司 15-17 年 EPS 为 2.06 元、2.64 元、3.24 元，当前股价对应 PE 分别为 23 倍、18 倍、15 倍，维持盈利预测，上调评级至买入-A。

■风险提示：黄金消费走弱；国企改革进展缓慢。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	32,984.7	32,835.0	36,118.5	40,452.7	45,347.5
净利润	889.9	939.9	1,078.6	1,380.5	1,693.0
每股收益(元)	1.70	1.80	2.06	2.64	3.24
每股净资产(元)	6.37	7.54	14.10	16.85	20.20

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	28.4	26.8	23.4	18.3	14.9
市净率(倍)	7.6	6.4	3.4	2.9	2.4
净利润率	2.7%	2.9%	3.0%	3.4%	3.7%
净资产收益率	29.2%	26.5%	15.9%	16.4%	16.3%
股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	32.4%	38.7%	64.2%	28.4%	47.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

买入-A

调高评级

6 个月目标价

60.33 元

股价 (2015-04-27)

48.26 元

交易数据

总市值 (百万元)	25,245.66
流通市值 (百万元)	15,303.71
总股本 (百万股)	523.12
流通股本 (百万股)	317.11
12 个月价格区间	21.60/49.08 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-18.50	-6.47	-13.84
绝对收益	2.55	28.01	107.93

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

品牌+渠道”稳固王者地位， 2015-04-14
国企改革推进下一程

四季度经营环比改善，关注 2015-03-10
上海国企改革带来的投资机会

15Q1 扣非后归母净利润同比增长 19.8%，业绩环比改善。公司 14 年实现营收 328.4 亿，同比下降 0.5%，归母净利润 9.4 亿，同比增长 5.6%，扣非后归母净利润 8.5 亿，同比增长 16.1%，EPS 为 1.8 元，符合预期；同时公告每 10 股派现金 9.0 元（含税）。此外，15Q1 实现营收 120.4 亿，同比增长 19.1%（14Q1-Q4 同比增速为：11.2%、-9.2%、-7.1%、5.5%）；扣非后归母净利润 2.7 亿，同比增长 19.8%（14Q1-Q4 同比增速为：9.8%、-1.7%、38.2%、15.3%）。单季度业绩环比改善。

行业疲软，营收全年微降、15Q1 改善，优于同业。13 年“抢金潮”带来消费透支，终端零售消费情绪受到打压，行业整体相对疲软，公司提升品牌溢价稳固珠宝首饰经营叠加黄金交易业务增加致 14 年全年实现营收 328.35 亿，同比下滑 0.45%（中国金饰品需求同比下降 33%），表现优于同业。其中，珠宝首饰收入 253.22 亿，同比下降 2.01%；黄金交易收入 27.40 亿，同比增长 93.50%；笔类收入 3.98 亿，同比增长 1.53%；工艺品销售收入 1.86 亿，同比增长 2.20%；商贸收入 0.76 亿，同比增长 13.43%。15Q1 实现营收 120.4 亿，同比增长 19.1%，经营迎来拐点。

14 年毛利率改善、费用控制得当共致净利率达 3.74% (+0.31pct)；15Q1 毛利率 6.56%，净利率 3.12% (+0.05pct)。14 年全年实现毛利率 8.77%，较去年同期增加 0.8 个百分点。其中，珠宝首饰同比增加 1.48 个百分点至 10.25%；笔类业务同比增加 4.42 个百分点至 32.69%；工艺品销售同比增加 6.72 个百分点至 24.99%；商贸业务同比减少 2.08 个百分点至 11.65%。期间费用率为 3.52%，较去年同期增加 0.03 个百分点。其中，销售费用率为 1.71% (-0.04pct)，费用额减少 0.15 亿，主要系广告费、差旅费、促销费、交际应酬费等下降所致；管理费用率为 1.26% (+0.12pct)，费用额增加 0.37，主要系工资及附加、装修费、租赁费上升所致；财务费用率为 0.55% (-0.05pct)，费用额减少 0.21 亿，主要系本年利息支出减少，利息收入增加、银行手续费减少所致。14 年毛利率改善，费用控制得当致净利率达 3.74% (+0.31pct)。15Q1 毛利率 6.56%，较去年同期减少 1.41 个百分点。销售费用率 1.28%(-0.98pct)，管理费用率 0.61%(-0.16pct)，财务费用率 0.40% (-0.04pct)，费用控制得当致 15Q1 净利率 3.12% (+0.05pct)。

坚持品牌经营之路，提高资本市场活跃度。1.民族品牌走向世界，打开国际市场。老凤祥诞生于 19 世纪中叶，兴盛在 20 世纪 30 年代，并于 80 年代后至今得到辉煌发展。历经三个世纪的岁月锤炼，民族品牌已积累深厚文化内涵和历史底蕴，融合海派文化，成为中国首饰加工艺术集大成者。**积极推进海外布局，逐步实现国际梦。**2012 年在澳洲悉尼开设海外第一家老凤祥品牌特许专卖店；2013 年老凤祥珠宝（香港）有限公司正式运营；2014 年 12 月 5 日，美国纽约第五大道 585 号开出首家老凤祥银楼旗舰店；此外对老凤祥香港公司不断增资扩股，重点布局香港市场，争取 2015 年内开设 3 至 5 家银楼，为老凤祥国际化战略再添新的亮点。品牌历史内涵叠加国际大门敞开，市场前景光明。（14 年在中国珠宝首饰业中位列第一）。**2.稳固一、二线城市，积极布局三、四线城市，提高市占率。**分区域推进老凤祥加盟店在全国各城市的均衡布局，扩大产品的市场覆盖面。14 年全年新增加盟店 188 家，累计达到 1104 家，已设立自营银楼（专柜）167 家和经销网点 1465 家，全国营销网络已达到 2736 家，同比净增 112 家。覆盖了除港、澳、台以外国内 31 个省、市、自治区，销售覆盖率达全国的 90%以上，市场占有率达到 11%。**3.结构调整提升盈利空间。**公司致力于加大终端零售市场非金饰品的投放力度，扩大新七类产品（铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石）的销售占比，吸引年轻一代消费群体，拉升产品毛利水平。14 年全年包括新七类产品在内的非黄金产品销售额达到 32 亿元，同比上升 33.10%，其中翡翠销售 5.54 亿元，增幅达到 8.79%，盈利能力已得到初步改善。**4.依托资本市场完成跳跃式发展。**探索通过股权或债券融资筹措资金，公司将适时推进吸收合并、资源整合和市场融资工作，进一步提振盈利能力。**5.激励机制渐趋完**

善,享受国企改革政策红利。上海市是国企改革先发地区,国有企业云集、改革动机强烈。公司作为黄浦区国资委旗下上市平台,先天优势明显。15年改革预期持续发酵,公司激励机制将逐步理顺,受益国企改革预期明显,我们坚定看好未来成长空间。

维持盈利预测,上调评级至买入-A。公司是黄浦区国资控股的全国黄金珠宝龙头,品牌、渠道优势明显。在品牌集中化的行业整合中,有望扩大市场占有率,提升品牌、渠道溢价。未来激励机制将逐步理顺,享受国企改革政策利好,估值空间将不断提升。我们预计公司15-17年EPS为2.1元、2.6元、3.2元,当前股价对应PE分别为23倍、19倍、15倍,维持盈利预测,上调评级至买入-A。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	32,984.7	32,835.0	36,118.5	40,452.7	45,347.5	成长性					
减:营业成本	30,356.5	29,954.7	33,099.9	36,939.5	41,372.3	营业收入增长率	29.1%	-0.5%	10.0%	12.0%	12.1%
营业税费	221.3	203.1	194.0	206.1	201.1	营业利润增长率	25.9%	20.1%	15.0%	24.8%	21.7%
销售费用	576.9	562.3	522.4	553.9	546.2	净利润增长率	45.6%	5.6%	14.8%	28.0%	22.6%
管理费用	375.2	412.4	370.1	385.9	389.5	EBITDA 增长率	22.7%	15.8%	13.4%	22.0%	19.5%
财务费用	197.0	179.1	185.6	187.2	184.0	EBIT 增长率	23.3%	16.2%	13.8%	22.5%	19.8%
资产减值损失	8.5	29.4	16.4	18.1	21.3	NOPLAT 增长率	26.8%	13.6%	6.7%	22.4%	19.9%
加:公允价值变动收益	1.9	17.1	9.9	9.6	12.2	投资资本增长率	-4.7%	-35.7%	176.5%	-28.1%	85.0%
投资和汇兑收益	13.1	7.9	7.0	9.3	8.1	净资产增长率	21.8%	19.7%	79.2%	20.4%	20.2%
营业利润	1,264.4	1,519.0	1,747.0	2,180.9	2,653.4	利润率					
加:营业外净收支	212.8	122.4	132.5	155.9	137.0	毛利率	8.0%	8.8%	8.4%	8.7%	8.8%
利润总额	1,477.3	1,641.3	1,879.5	2,336.8	2,790.4	营业利润率	3.8%	4.6%	4.8%	5.4%	5.9%
减:所得税	347.1	413.0	563.9	701.0	837.1	净利润率	2.7%	2.9%	3.0%	3.4%	3.7%
净利润	889.9	939.9	1,078.6	1,380.5	1,693.0	EBITDA/营业收入	4.6%	5.3%	5.5%	6.0%	6.4%
						EBIT/营业收入	4.4%	5.2%	5.4%	5.9%	6.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	5	5	4	4	3
货币资金	2,787.6	4,632.2	8,307.3	9,304.1	10,429.9	流动营业资本周转天数	32	25	31	29	29
交易性金融资产	48.3	80.7	82.3	84.0	85.6	流动资产周转天数	87	101	131	141	141
应收账款	234.7	287.9	484.6	284.0	567.5	应收账款周转天数	4	3	4	3	3
应收票据	1.0	0.1	1.9	0.3	2.2	存货周转天数	56	56	60	57	58
预付帐款	93.0	92.5	203.6	59.1	246.6	总资产周转天数	99	115	161	188	188
存货	5,020.3	5,136.4	6,943.2	5,901.5	8,601.8	投资资本周转天数	37	30	40	45	47
其他流动资产	3.3	0.5	1.4	1.7	1.2	投资回报率					
可供出售金融资产	173.2	344.0	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	29.2%	26.5%	15.9%	16.4%	16.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.1%	10.6%	6.3%	7.7%	7.5%
长期股权投资	6.0	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	32.4%	38.7%	64.2%	28.4%	47.4%
投资性房地产	262.7	285.4	285.4	285.4	285.4	费用率					
固定资产	449.6	455.3	417.5	379.7	341.9	销售费用率	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.2%
在建工程	31.1	6.5	932.9	1,859.3	2,322.5	管理费用率	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%
无形资产	136.6	135.3	130.1	124.9	119.7	财务费用率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	3.5%	3.5%	3.0%	2.8%	2.5%
资产总额	9,337.5	11,571.8	20,788.3	21,308.6	26,079.1	偿债能力					
短期债务	2,779.0	2,939.3	8,778.7	6,902.6	9,504.0	资产负债率	58.6%	60.0%	60.1%	53.1%	54.0%
应付帐款	1,895.9	2,333.6	2,258.1	2,681.6	3,020.9	负债权益比	141.4%	150.0%	150.6%	113.3%	117.3%
应付票据	-	-	5.5	2.1	2.5	流动比率	1.54	1.51	1.35	1.40	1.45
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.60	0.75	0.77	0.87	0.82
长期借款	-	-	422.2	-	130.4	利息保障倍数	7.42	9.48	10.41	12.65	15.42
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	5,469.1	6,942.4	12,493.3	11,319.4	14,077.0	DPS(元)	0.86	-	-	-	-
少数股东权益	535.4	683.3	920.4	1,175.7	1,436.0	分红比率	50.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	523.1	523.1	523.1	523.1	523.1	股息收益率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,810.4	3,197.5	6,851.4	8,290.3	10,042.9						
股东权益	3,868.4	4,629.4	8,294.9	9,989.1	12,002.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,130.1	1,228.3	1,078.6	1,380.5	1,693.0	EPS(元)	1.70	1.80	2.06	2.64	3.24
加:折旧和摊销	67.0	71.5	43.0	43.0	43.0	BVPS(元)	6.37	7.54	14.10	16.85	20.20
资产减值准备	8.5	29.4	-	-	-	PE(X)	28.4	26.8	23.4	18.3	14.9
公允价值变动损失	-1.9	-17.1	9.9	9.6	12.2	PB(X)	7.6	6.4	3.4	2.9	2.4
财务费用	180.1	182.4	185.6	187.2	184.0	P/FCF	22.3	11.1	7.0	35.5	29.4
投资损失	-13.1	-7.9	-7.0	-9.3	-8.1	P/S	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	240.3	288.4	237.1	255.3	260.3	EV/EBITDA	8.1	8.7	12.0	8.6	7.8
营运资金的变动	110.2	1,266.4	-2,809.8	2,555.6	-3,139.0	CAGR(%)	13.1%	16.7%	18.3%	13.1%	16.7%
经营活动产生现金流量	1,522.2	2,579.3	-1,262.6	4,421.9	-954.6	PEG	2.2	1.6	1.3	1.4	0.9
投资活动产生现金流量	-90.1	-101.4	-3,506.2	-986.8	-528.5	ROIC/WACC	3.3	4.0	6.6	2.9	4.8
融资活动产生现金流量	-522.1	-631.0	8,443.9	-2,438.3	2,608.9	REP	1.1	1.8	0.6	1.7	0.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

