逆境中超额完成 2015 年指标，金价周期触底企稳利好 2016 年销售

老凤祥（600612.SH）

推荐维持评级

分析师

马莉

（8610）6656 8489

mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

郝帅

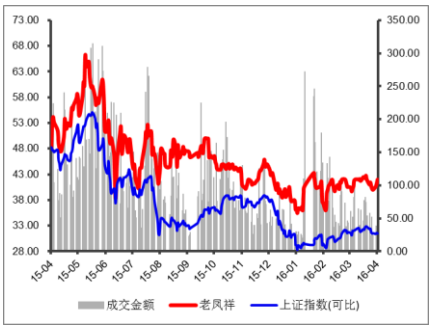
（8610）8357 1374

haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2016.4.27
A 股收盘价	41.98
A 股一年内最高价(元)	44.50
A 股一年内最低价(元)	34.14
上证指数	2953.67
市净率	4.83
市盈率（TTM）	19.7
总股本（亿股）	5.23
实际流通 A 股(亿股)	3.17
限售 A 股(万股)	
流通 A 股市值(亿元)	133 亿

板块价格走势图



- **稳开店策略驱动 15 年弱市中平稳增长；15Q4 金价调整及 Q1 去库存，一季度业绩有所下降。**（1）2015 年收入 357.1 亿元，同比增长 8.76%；净利润 11.2 亿元，同比增长 18.88%；扣非后净利润 9.26 亿、同比增 9.02%（非经营性损益中 2015 年动迁补偿 1.25 亿，各类交易类金融资产收益 0.42 亿）。（2）15Q4 收入 62.9 亿、同比增 3%；净利润 3.17 亿、同比增 47%。（3）受 15Q4 低迷的金价及终端去库存影响，2016Q1 实现收入 113.5 亿元（-5.71%），净利润 2.41 亿元（-16.95%），相较行业及同业水平表现较好，2016Q1 社零黄金珠宝销售下降 9.3%，百家黄金珠宝下降 22%，周大福内地下降 26%。过往的十年黄金牛市弱化了品牌之间的差异，而 2013 年以来的金价下跌周期使老凤祥品牌价值凸显，因势而进，稳抓黄金珠宝首饰主业引擎，深耕品牌附加值，从而市场占有率大幅提升。
- **金价去年低位震荡运行、总体疲弱，目前震荡微涨，公司黄金交易一直保持良好的水平。**金价从高位持续下跌 4 年之后，于 2015 年 12 月开始企稳回升，COMAX 黄金创下 1287.8 元新高，但金价目前仍处于低位震荡。在 2015 年业绩增长中，黄金交易贡献增量较大（收入 43 亿、同比增 57%，毛利率 1.75%、上年则基本打平。
- **国内渠道平稳扩张是 2015 年业绩稳步增长主要驱动力。**老凤祥作为中国第一本土首饰品牌，市占率 11%仅次于周大福。公司坚持把国内专卖店的扩张放到首要位置，分区域推进老凤祥专卖店在全国各线城市的均衡布局，15 年净增店面 221 家至 2957 家（直营店 172 家、新增 125 家连锁加盟店至 1229 家，经销网点 1556 家），2016 年重点瞄准以重庆、江西等人口密集的中西部市场以及东北市场和华南市场，新增不低于 100 家加盟店。此外，公司积极加快海外市场拓展，老凤祥加拿大银楼顺利开幕，香港也开业“三楼一店”、16 年争取再开出 3-5 家门店。渠道扩张带动下 2015 年老凤祥黄金总销量 95.71 吨，+6.65%；产业链延伸（东莞基地一期实现年加工量 30 亿目标，二期建成后可达 50 吨）为销量增长提供保障。
- **国企中激励充分的“白马股”，公司正在努力实现国内品牌向国际品牌的转型；努力拉升“新七类”非金产品的销售比重。**从中长期看，在完善的人才激励完善（高管及员工持有老凤祥有限 21.99%股权，老凤祥有限占公司总收入 98%、利润的 87%）下公司有望延续其品牌及管理优势。调产品结构战略初见成效，2015 年老凤祥镶嵌首饰、有色宝石、银饰品销售量同比分别增 12.3%、39.9%、35%。
- **基于公司管理和质地首次给予公司推荐评级。**公司目前的股本总额为 5.23 亿股，上海国资委持股 42.09%，总市值 220 亿、预计 2016 年净利润基本持平，PE 约 20 倍。考虑到公司积极夯实主业发展、打造“研发、设计、生产和销售”于一体老字号首饰品牌，并且在上海地区 80%的银楼产权自有，管理理顺及充分激励下持续有序发展，首次给予公司推荐评级。**风险提示：**全球经济大背景下珠宝黄金行业需求下滑。**催化剂：**上海 2016 年 6 月迪斯尼开幕带动相关零售消费。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：高兴 010- 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京地区：李笑裕 010 -83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn