证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

老凤祥(600612)

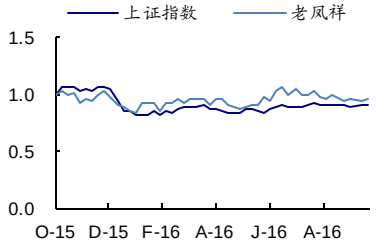
买入

2016 年三季报点评

（维持评级）

2016 年 10 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	523/317
总市值/流通(百万元)	21,532/13,052
上证综指/深圳成指	3,116/10,818
12 个月最高/最低(元)	47.55/33.44

相关研究报告:

《老凤祥-600612-2016 年半年报点评：Q2 扣非净利润增长 8.1%，市场低谷期份额有望提升》——2016-08-26

《老凤祥-600612-2015 年半年报点评：业绩表现出色，逆势上行彰显强大竞争力》——2015-08-25

《老凤祥-600612-2014 年三季报点评：Q3 盈利增速超预期，整体经营持续稳健》——2014-10-28

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码：S0980513070005
证券分析师：郭陈杰
电话：021-60875168
E-MAIL：guocj@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080007

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

业绩略增 0.3%符合预期，看好未来三四线布局潜力

● 三季报业绩略增 0.3%，基本符合预期

公司 1~9 月实现营收 285.6 亿元，同比下降 2.9%，归母净利润 8.0 亿元，同比略增 0.3%，折合 EPS 1.54 元，基本符合预期；扣非净利润 7.49 亿元，与净利润差异主要系政府补助。单季度看，Q3 实现营收同比略降 1.0%，净利润 2.8 亿元，同比增长 5.8%。公司 1~9 月净利率同比略升 0.08pct，其中毛利率提升 0.3pct 达 8.4%，主要受益于金价上涨以及产品结构优化，期间费用率上升 0.4pct，主要系销售费用率上升 0.5pct，管理费用率与财务费用率基本持平。公司 1~9 月存货周转天数与应收账款周转天数分别为 51 天与 14 天。另外，公司投资收益同比增加 53%，主要系金融资产的投资收益及红利增加所致。

● 市场低谷期集中度有望提升，优秀龙头品牌持续受益

受到消费环境低迷及购房挤出效应等影响，今年珠宝首饰类产品零售端表现并不理想，公司珠宝首饰收入虽有下滑，但整体表现领先同业，凭借优秀的经营能力以及与经销商之间的长期稳固合作关系，显现较为突出的抗市场风险能力，同时，经销商在市场低迷下对龙头品牌更加青睐，公司有望持续受益。

● 三四线布局及合资模式复制将是未来增长主要驱动力

公司近年来持续深耕三四线市场，区域拓展态势良好，除上海、安徽、江苏、浙江四大主力市场保持平稳发展外，同时重点拓展重庆、江西等人口密集的中西部市场，预计公司将全年将新开门店 100 家，另外海外市场布局力度也有所加大。在渠道管理方面，公司将继续复制河南、山东的成功模式，16 年计划组建 1~2 家合资公司，提高当地资源整合效率，与优秀经销商合作激发积极性。

● 风险提示

终端零售环境持续疲软；国际金价持续下跌；渠道扩张不及预期。

● 维持买入评级

公司作为珠宝首饰行业龙头，品牌价值持续强化，市场份额进一步提升，在渠道扩张、精细化管理等核心能力方面显著优于竞争对手，不断增强的产业链实力，为规模扩张提供有力支撑，后续国企改革及激励改善同样具备看点。维持 16~18 年 EPS 为 2.05/2.30/2.53 元，对应 16 年 PE 20 倍，7 月份以来股价处于连续调整期，后续可关注金价波动对公司估值弹性的影响，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	32,835	35,712	36,661	40,214	43,695
(+/-%)	*-0.5%*	*8.8%*	*2.7%*	*9.7%*	*8.7%*
净利润(百万元)	940	1,117	1074	1201	1321
(+/-%)	*5.6%*	*18.9%*	*-3.9%*	*11.8%*	*10.0%*
摊薄每股收益(元)	1.80	2.14	2.05	2.30	2.53
EBIT Margin	5.5%	5.8%	4.9%	5.1%	5.2%
净资产收益率(ROE)	23.8%	24.6%	22.3%	23.2%	23.4%
市盈率(PE)	22.9	19.3	20.11	17.98	16.35
EV/EBITDA	15.0	12.9	15.42	13.83	12.61
市净率(PB)	5.5	4.7	4.49	4.18	3.83

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）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	4728	5000	5000	5000
应收款项	511	502	551	599
存货净额	4914	5755	6705	7283
其他流动资产	64	147	161	175
流动资产合计	**10329**	**11404**	**12417**	**13056**
固定资产	411	480	562	644
无形资产及其他	108	105	103	101
投资性房地产	712	712	712	712
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**11560**	**12702**	**13794**	**14513**
短期借款及交易性金融负债	2833	3479	3768	3571
应付款项	1830	1856	2032	2207
其他流动负债	1313	1393	1524	1655
流动负债合计	**5977**	**6728**	**7325**	**7433**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	157	157	157	157
长期负债合计	**157**	**157**	**157**	**157**
负债合计	**6133**	**6885**	**7481**	**7590**
少数股东权益	884	1006	1141	1290
股东权益	4542	4811	5171	5633
负债和股东权益总计	**11560**	**12702**	**13794**	**14513**

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	2.14	2.05	2.30	2.53
每股红利	1.55	1.54	1.61	1.64
每股净资产	8.68	9.20	9.89	10.77
ROIC	17%	16%	16%	17%
ROE	25%	22%	23%	23%
毛利率	8%	8%	8%	8%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%
收入增长	9%	3%	10%	9%
净利润增长率	19%	-4%	12%	10%
资产负债率	61%	62%	63%	61%
息率	3.8%	3.7%	3.9%	4.0%
P/E	19.3	20.1	18.0	16.3
P/B	4.8	4.5	4.2	3.8
EV/EBITDA	15.2	15.4	13.8	12.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**35712**	**36661**	**40214**	**43696**
营业成本	32718	33710	36920	40105
营业税金及附加	215	202	201	218
销售费用	552	587	655	712
管理费用	444	351	376	396
财务费用	157	141	167	170
投资收益	39	40	20	20
资产减值及公允价值变动	1	(10)	0	0
其他收入	(0)	(0)	(0)	0
营业利润	1667	1702	1914	2115
营业外净收支	235	134	139	144
利润总额	**1901**	**1836**	**2053**	**2259**
所得税费用	480	459	513	565
少数股东损益	304	303	339	373
归属于母公司净利润	**1117**	**1074**	**1201**	**1321**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	**1117**	**1074**	**1201**	**1321**
资产减值准备	(19)	(10)	0	0
折旧摊销	45	34	41	50
公允价值变动损失	(1)	10	0	0
财务费用	157	141	167	170
营运资本变动	(662)	(819)	(706)	(333)
其它	102	132	136	149
经营活动现金流	**584**	**419**	**672**	**1186**
资本开支	27	(100)	(120)	(130)
其它投资现金流	(31)	112	0	0
投资活动现金流	**(3)**	**12**	**(120)**	**(130)**
权益性融资	74	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(811)	(805)	(841)	(859)
其它融资现金流	1065	646	289	(198)
融资活动现金流	**(484)**	**(159)**	**(552)**	**(1056)**
现金净变动	**96**	**272**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	4632	4728	5000	5000
货币资金的期末余额	4728	5000	5000	5000
企业自由现金流	1184	474	762	1285
权益自由现金流	2249	1015	925	959

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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 ±10%之间
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏　坤 13726685252	吴　国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王　玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	倪　婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏　雪 18682071096
边祎维 13726685252	林　若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简　洁 13726685252	
	周　鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		