

2016年10月28日

何敏亮

目標價(元) 45.0

公司基本資訊

產業別	轻工制造		
A 股价(2016/10/27)	40.88		
上证综指(2016/10/27)	3112.35		
股價 12 個月高/低	47.79/35.46		
總發行股數(百萬)	523.12		
A 股數(百萬)	317.11		
A 市值(億元)	129.63		
主要股東	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会(42.09%)		
每股淨值(元)	9.19		
股價/賬面淨值	4.45		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	-0.6	-8.7	-7.1

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
--	--	--

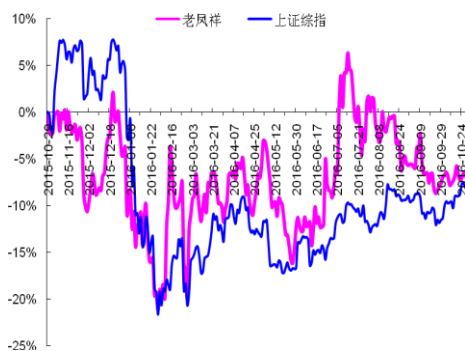
產品組合

珠寶首飾	83.78%
黃金交易	13.89%
工業品銷售	0.54%
商貿	0.25%
筆類及其他	1.55%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	3.9%
一般法人	

股價相對大盤走勢



老鳳祥(600612. SH)

Hold 持有

行業疲弱，市場需求下滑，然公司成本費用控制得當，2016 年前三季度淨利潤同比微增 0.32%，年度業績預計低速增長

結論與建議：

行業目前進入微增長階段，雖然消費增長動力不足，不過能夠穩定保持當前的需求水平；老鳳祥在逆境中致力於降低成本控制費用，淨利保持小幅增長。公司發佈三季報：老鳳祥 1-9 月歸母淨利潤同比微增 0.32%。我們預計公司 2016 年和 2017 年歸母淨利潤分別為 11.35 億元(YOY+1.62% EPS 為 2.171 元)和 12.21 億元(YOY+7.54%，EPS 為 2.334 元)，當前 A 股股價對應 P/E 分別為 19 倍和 18 倍，給予持有的投資建議。

- **金銀珠寶需求依然穩健。**金銀珠寶零售行業已進入微增長階段。以黃金類商品為例，最主要的需求是黃金首飾。隨著新年的臨近，實物黃金的買盤將重獲升勢，估計明年中國將維持 900-1000 噸的需求。中國珠寶玉石首飾行業協會統計預測：中國珠寶行業目前零售總額約 5000 億元的蛋糕還會擴大。消費端，每年 1300 多萬對新婚的剛需，以及各種傳統節慶的需求，金銀珠寶行業的消費需求雖難以在短期內回歸較快增速，但還是能夠穩健地保持目前的需求水平。
- **老鳳祥行業龍頭，主業保持增長。**老鳳祥最主要的業務包括珠寶首飾和黃金交易，佔主業收入 98%，是中國珠寶首飾業的龍頭，營銷網絡也十分龐大，截至 2016 年 6 月底，老鳳祥銀樓銷售網點共有 2986 家。而且老鳳祥也是唯一一家在行業內普遍下滑時，仍能保持主營業務每年增長的企業。公司在嚴峻的形勢下採取多種措施，降低成本，保持毛利正增長。隨著公司進一步降本增利，改善盈利模式，預計公司今年全年仍能在行業逆境中保持主業毛利水平的穩定，領先業界。
- **成本降低有效，新年提振銷量。**占比 13%的其他業務收入同比減少約 25%，比重不小降幅較大，導致了今年前三季度公司營收同比下滑了 2.93%。所幸公司降低成本舉措有效，使得毛利潤保持了 1.21%的正增長。隨著歲末和新年臨近，金銀珠寶的銷量預計會有所回升；觀察毛利率也可發現，每年四季度的毛利率都會有所上升。同時公司正在逐步提升“新七類”非金產品和鑲嵌首飾、銀首飾等高附加值產品比重，預計未來公司毛利潤和毛利率能保持小幅上升。
- **控制費用，利潤低速增長。**公司在降低成本的同時，也努力地控制費用，雖然前三季度銷售費用同比增加了 41%，銷售費用率增長了 0.6 個百分點；所幸管理費用同比減少了 26%，確保了總費用率基本控制在 3%左右的合理區間。目前金銀珠寶市場需求疲弱，不過公司降低成本、控制費用的舉措有效。2016 年前三季度，公司實現歸母淨利潤同比微增 0.32%，扣非后歸母淨利潤同比微增 0.14%，扭轉了收入下降的頹勢。我們預計今年公司淨利潤小幅波動，未來業績保持低速增長。
- **風險提示。**珠寶消費加速下行，黃金價格大幅下跌。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	611.31	889.85	939.90	1,117.35	1,135.46	1,221.07
同比增減	%	16.90%	45.56%	5.62%	18.88%	1.62%	7.54%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.17	1.70	1.80	2.14	2.17	2.33
同比增減	%	-2.59%	45.56%	5.62%	18.88%	1.62%	7.54%
A 股市盈率(P/E)	倍	18.44	13.71	17.99	20.25	18.96	17.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.6	0.86	0.9	0.96	0	0
股息率 (Yield)	%	2.78%	3.69%	2.78%	2.22%	0.00%	0.00%

➤ 中國金銀珠寶零售行業概況

從行業情況看，金銀珠寶零售行業整體增速趨緩，終端市場消費動力不足，行業零售額已出現小幅下滑。據國家統計局發佈的社會消費品零售總額資料顯示，今年前三季度中國限額以上單位的金銀珠寶商品零售總額為 2175 億元，同比減少 3.3%，總體上講整個行業已進入微增長階段。

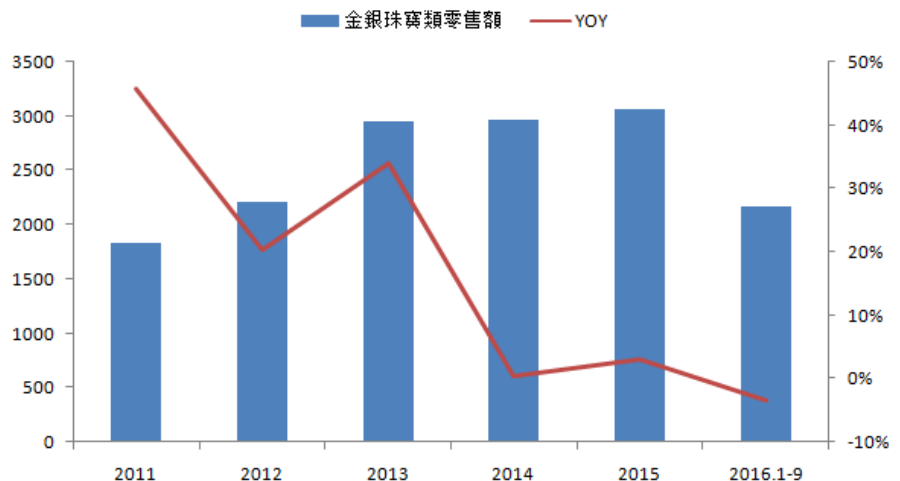
從黃金類商品需求上來看，作為世界頭號黃金消費國，中國黃金增速逐年減慢，2016 上半年中國黃金需求同比減少 5.8% 降至 528.52 噸，其中最主要的是對黃金首飾購買，佔比約 7 成。不過隨著新年的臨近，實物黃金的買盤將重獲升勢，世界黃金協會估計明年中國將維持 900-1000 噸的需求。

對於企業來講，金條之類的貴金屬交易利潤空間很小，主要的盈利來源是加工成首飾的附加值。雖然在 2013 因為金價和珠寶首飾零售價格快速下跌，迎來過一波銷量增速的回暖（但此類情況並不會帶來利潤的快速增長），不過影響人們對於珠寶首飾需求的最主要因素還是收入水平，曾經珠寶黃金需求的高增長期也真正是人均收入的較快增長期。

因此，只有人均收入水平能夠再上一個大台階，才能帶動行業大幅改善。宏觀經濟增速放緩的大背景下，企業短期內想要回歸較快的業績增速比較困難，不過，想要維持現在的需求水平並不是什麼難事。

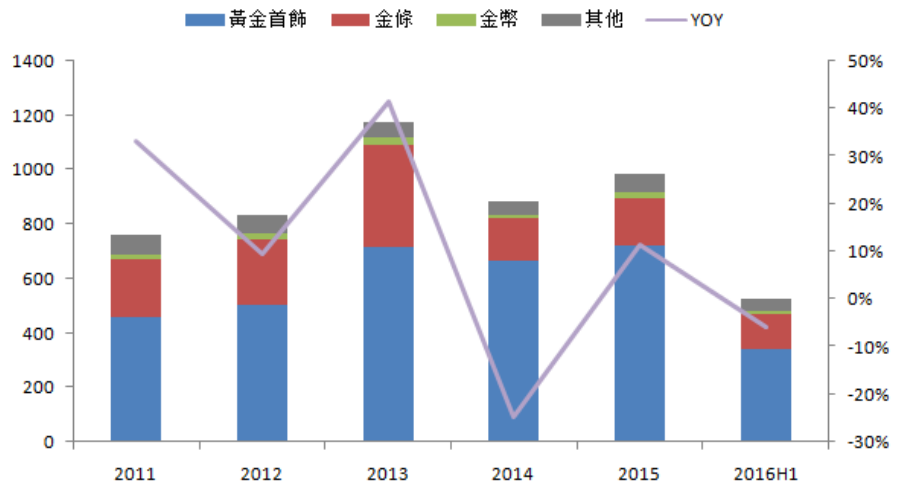
據中國珠寶玉石首飾行業協會統計預測：中國珠寶行業目前零售總額約 5000 億元的蛋糕還會擴大。中國人均黃金擁有量相比世界人均水平尚有很大差距，中國的實物黃金市場遠未飽和。消費端，每年 1300 多萬對新婚的剛需，以及各種傳統節慶的需求，金銀珠寶行業的消費需求還是穩健的。

圖 1：限額以上單位的金銀珠寶類零售總額（單位：億元，%）



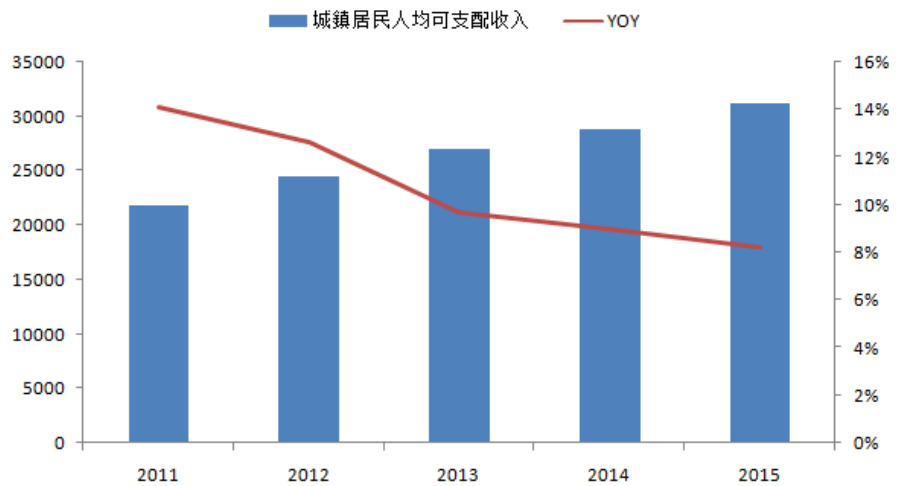
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 2：中國黃金需求情況（單位：噸，%）



數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 3: 城鎮居民人均可支配收入 (單位: 元, %)



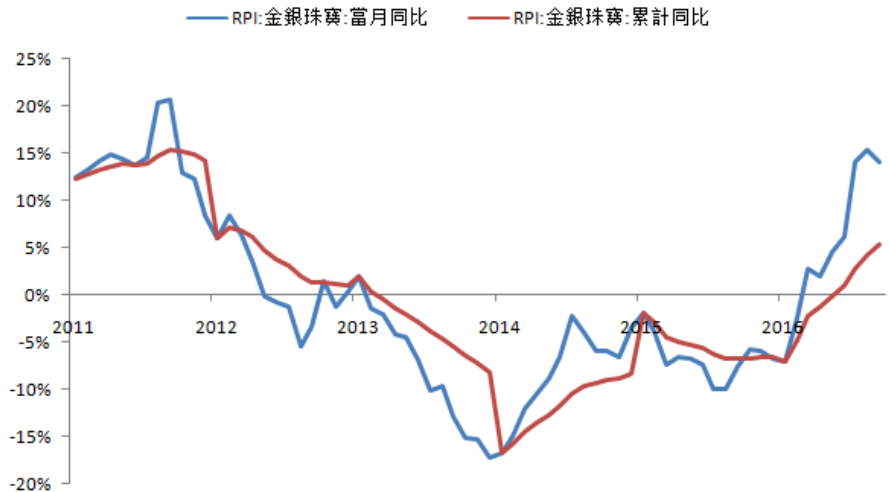
數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 4: 上海金交所黃金現貨價 (單位: 元/克)



數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 5: 上海金交所黃金現貨價 (單位: 元/克)



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

➤ 老鳳祥基本情況

◇ 行業龍頭地位，主業保持增長

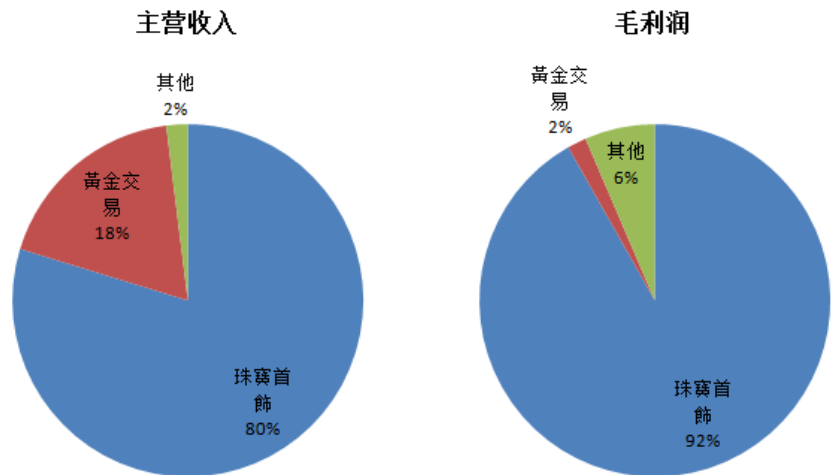
老鳳祥最主要的業務包括珠寶首飾和黃金交易，二者收入佔到了主營業務收入的 98%，銷售規模龐大，是中國珠寶首飾業的龍頭企業，其營銷網絡也是覆蓋全國，截至 2016 年 6 月底，老鳳祥銀樓銷售網點共有 2986 家，比 2015 年底淨增 22 家。其中：自營銀樓和自營專櫃 178 家、銀樓連鎖專賣店 1239 家，經銷網點 1561 家，海外銀樓 8 家。

比較金銀珠寶業幾大企業的主業收入（大陸市場）可以發現，老鳳祥不僅銷售規模處於領先，而且也是唯一一家在行業內企業普遍下滑的環境中，仍能保持主營業務每年增長的公司。2015 年公司珠寶+黃金收入同比增長 8%；2016 上半年實現珠寶+黃金收入 172.66 億元，同比增幅為 1.35%。

從毛利潤的角度上看，黃金交易的利潤很少，而珠寶首飾的附加值更高，毛利佔比上升到了 92%，是公司盈利的中流砥柱。雖然在行業環境下同樣面臨需求增長動力不足的問題，不過公司為降低成本，多渠道從源頭採購原料，降低進料成本；同時運用“T+D”等對沖工具，規避價格波動風險。

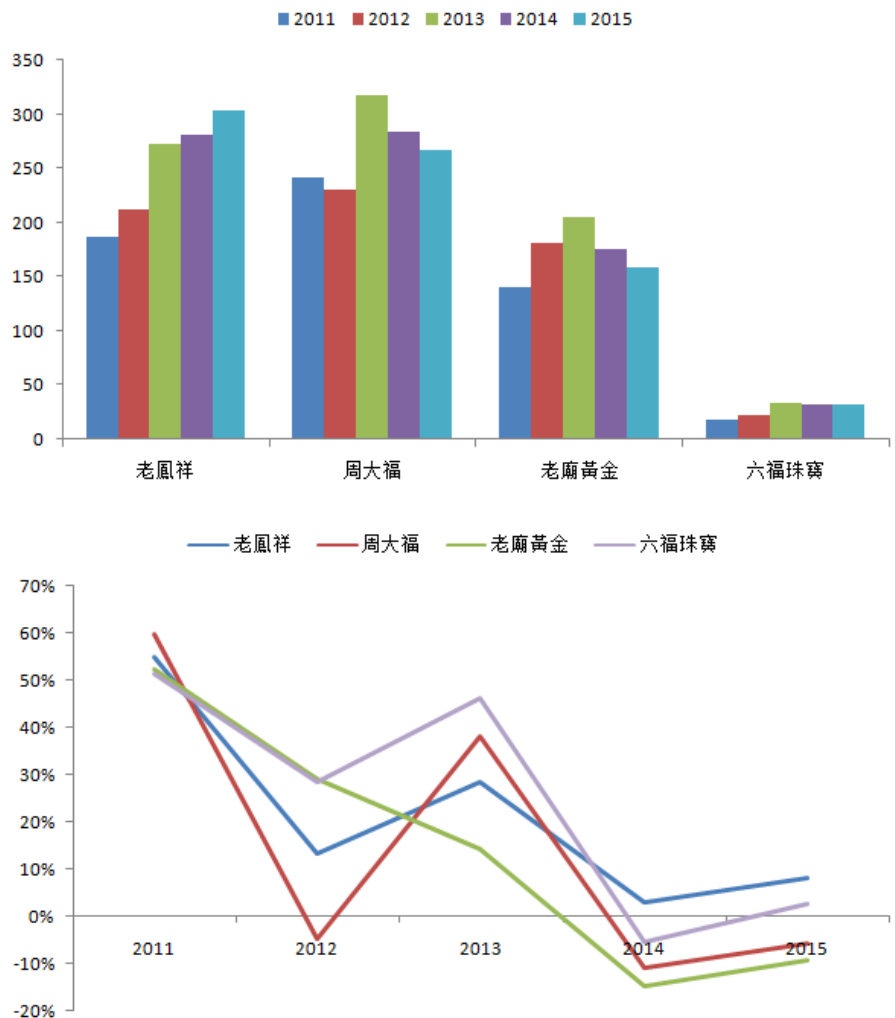
2016 年前三季度公司營業成本 261.76 億元，同比下降 3.29%；因此公司上半年珠寶首飾毛利潤 13.79 億元，同比增長 1%，依舊保持正增長。隨著公司進一步降本增利，改善盈利模式，預計公司今年全年仍能在行業逆境中保持主業毛利水平的穩定，領先業界。

圖 6：老鳳祥毛利潤構成（2016 年中報）



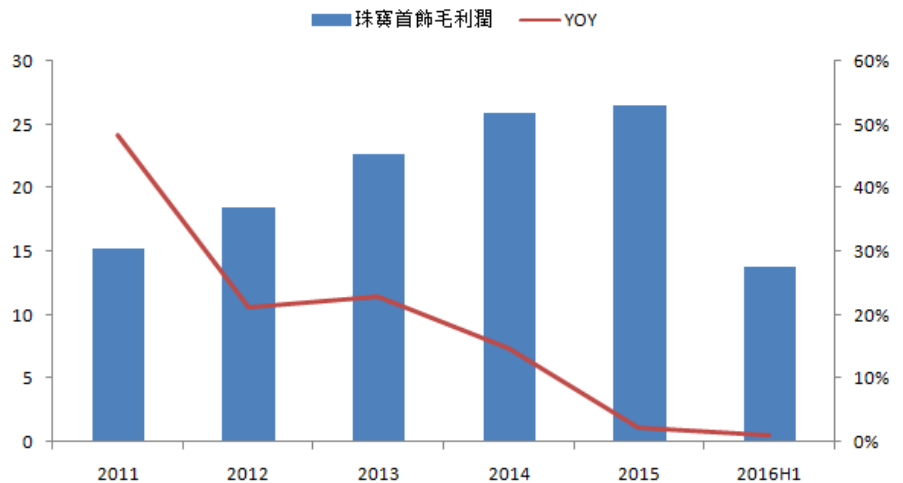
數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 7: 同行業企業 (大陸市場) 珠寶+黃金收入及增速對比 (單位: 億元, %)



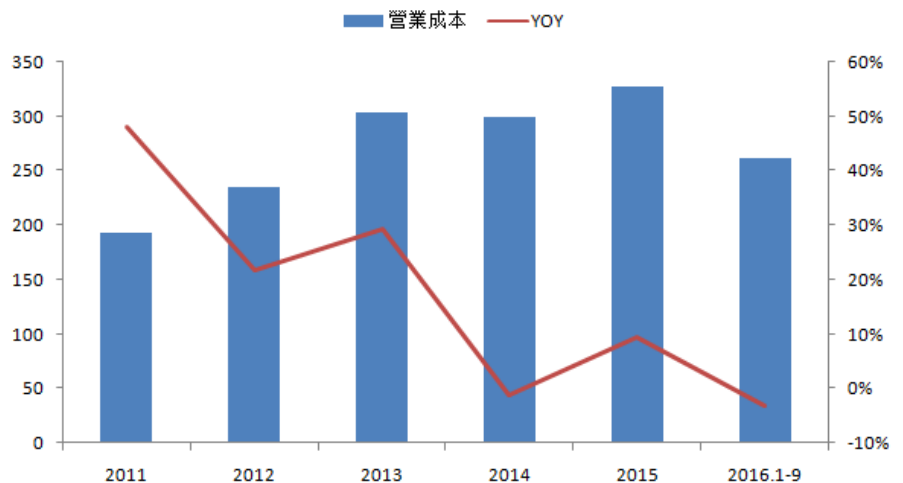
數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 8: 老鳳祥珠寶首飾毛利潤 (單位: 億元, %)



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 9：老鳳祥營業成本（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

◇ 控制費用，淨利保持增長

雖然近年來主營業務珠寶首飾+黃金交易收入能夠保持正增長，不過由於主營業務以外，營收占比 13% 的其他業務收入同比減少約 25%，比重不小降幅較大，這才導致了今年前三季度公司營業收入同比下滑了 2.93% 為 285.62 億元。所幸公司降低成本舉措有效，營業成本降幅大於營收，使得毛利潤保持正增長。2016.1-9 公司毛利潤 15.74 億元，同比增速僅為 1.21%。

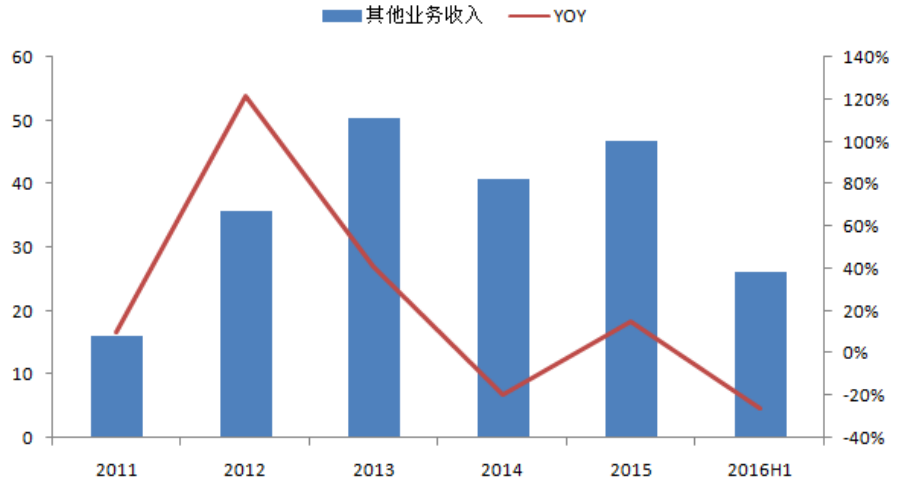
隨著年底臨近歲末和新年，金銀珠寶的銷量預計會有所回升，觀察毛利率走勢也可以發現，每年四季度的毛利率都會上升，可見在年底人們對金銀珠寶的需求會增加。公司正在逐步提升“新七類”非金產品和鑲嵌首飾、銀首飾等高附加值產品比重，預計未來公司毛利潤和毛利率能保持小幅上升。

公司在降低成本的同時，也努力地控制費用，確保總費用率基本控制在 3% 左右的合理區間。雖然因為今年門店數量上升導致租賃費、廣告費、裝修費增加的緣故，前三季度銷售費用同比增加了 41%，銷售費用率增長了 0.6 個百分點；但管理費用同比減少了 26%，2016.1-9 總體費率控制在 3.1%。

雖然金銀珠寶市場需求疲弱，公司收入下滑，業績成長空間被壓縮，不過公司降低成本、控制費用的舉措有效，扭轉了收入下降的頹勢。2016 前三季度，

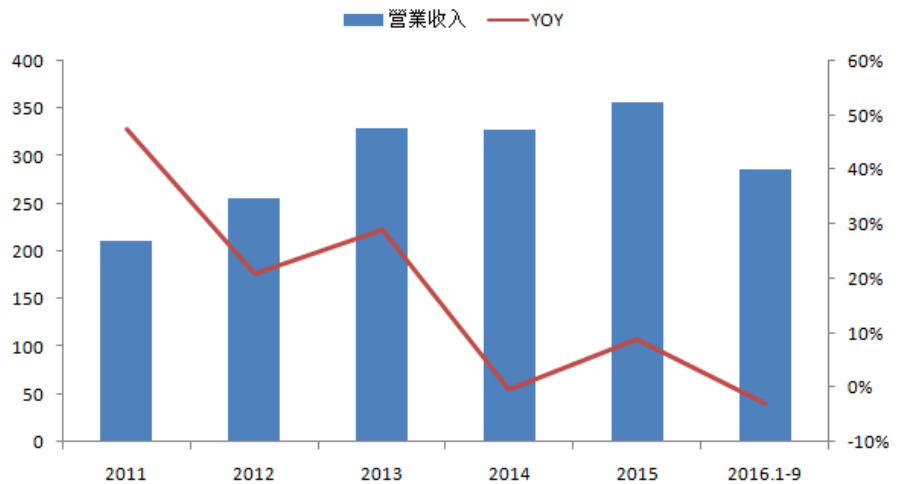
公司實現歸母淨利潤 8.03 億元，同比微增 0.32%；扣非后歸母淨利潤為 7.49 億元，同比微增 0.14%。盈利模式愈加貼近市場，我們預計今年公司淨利潤小幅波動，未來業績保持低速增長。

圖 10：老鳳祥營業收入（單位：億元，%）



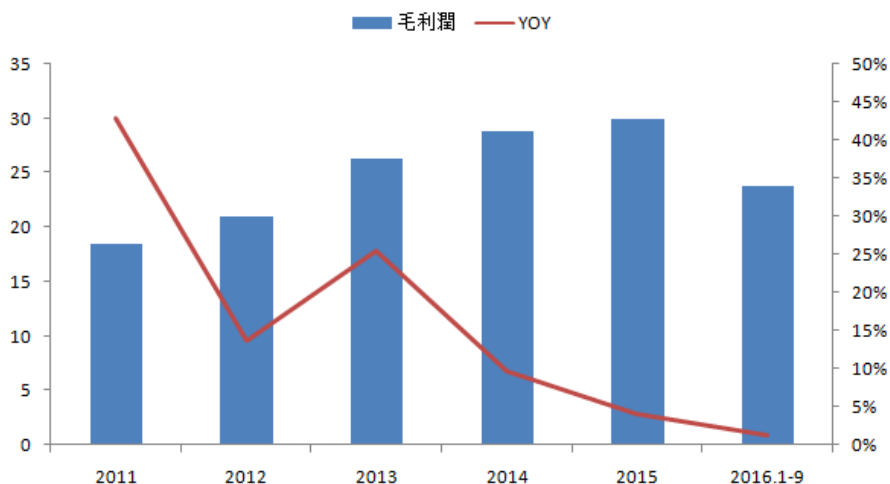
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 11：老鳳祥營業收入（單位：億元，%）



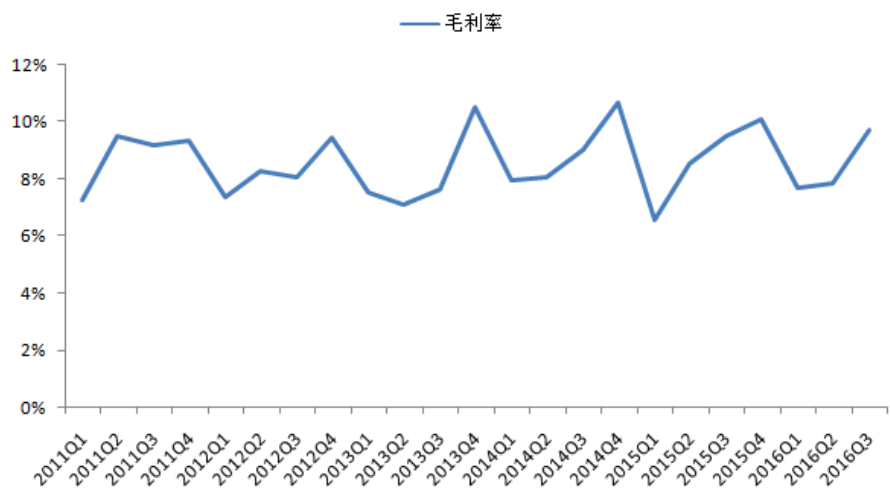
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 12：老鳳祥毛利潤（單位：億元，%）



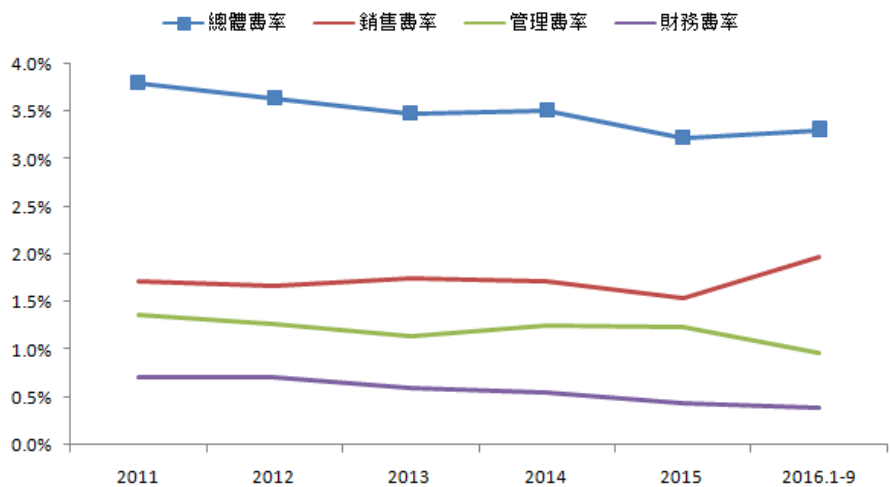
數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 13: 老鳳祥毛利率



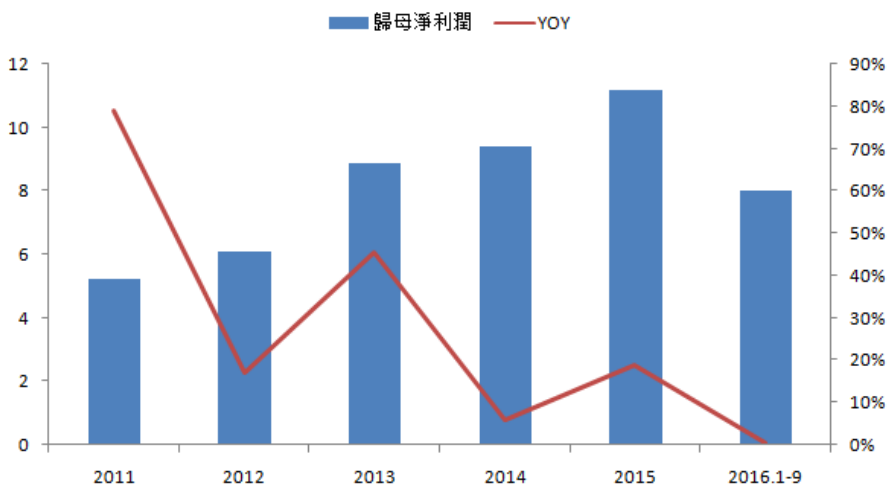
數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 14: 老鳳祥費用率



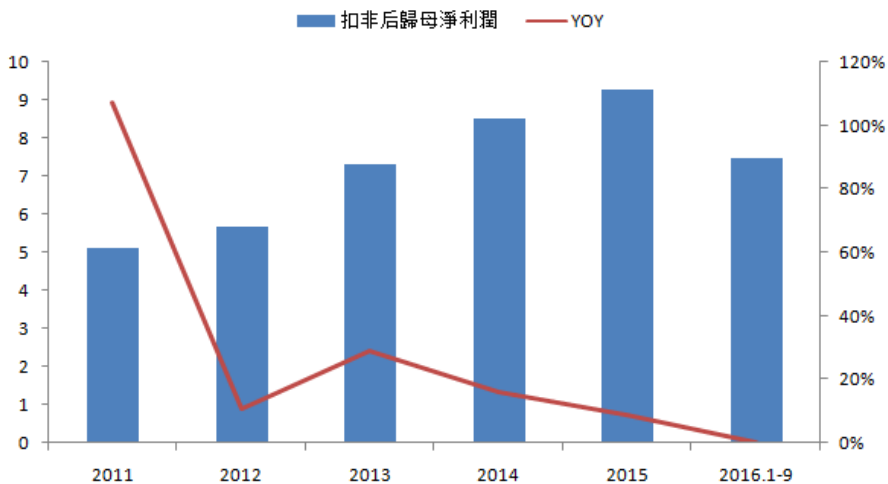
數據來源: wind 資訊, 群益證券整理

圖 15: 老鳳祥歸母淨利潤 (單位: 億元, %)



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 16：老鳳祥扣非后歸母淨利潤（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

➤ 盈利預測

行業目前進入微增長階段，雖然消費增長動力不足，不過能夠穩定保持當前的需求水平；老鳳祥在逆境中致力於降低成本控制費用，淨利保持小幅增長。

綜合以上分析，我們預計公司 2016 年和 2017 年歸母淨利潤分別為 11.35 億元 (YOY+1.62%，EPS 為 2.171 元) 和 12.21 億元 (YOY+7.54%，EPS 為 2.334 元)，當前 A 股股價對應 P/E 分別為 19 倍和 18 倍，給予持有的投資建議。

➤ 風險提示

1. 珠寶消費加速下行；
2. 黃金價格大幅下跌。

預期報酬(Expected Return; ER)為準, 說明如下:

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%); 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
營業額	25553	32985	32835	35712	37092	38252
經營成本	23460	30356	29955	32718	33850	34834
毛利	2094	2628	2880	2995	3243	3417
營業稅金及附加	158	221	203	215	167	172
銷售費用	428	577	562	552	742	765
管理費用	323	375	412	444	371	383
財務費用	181	197	179	157	148	153
資產減值損失	11	9	29	10	5	5
投資收益	0	13	8	39	50	50
營業利潤	1004	1264	1519	1667	1830	1980
稅前利潤	1067	1477	1641	1901	1925	2070
所得稅	273	347	413	480	481	517
少數股東權益	182	240	288	304	308	331
淨利潤	611	890	940	1117	1135	1221

附二: 合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
貨幣資金	1878	2788	4632	4728	5055	5163
存貨	5277	5020	5136	4914	5160	5418
應收帳款	260	170	267	456	479	503
流動資產合計	7717	8188	10230	10329	11394	11784
長期投資淨額	6	6	0	0	0	0
固定資產合計	1168	1149	1342	1231	1293	1358
在建工程	65	31	7	3	3	3
無形資產及其他資產合計	139	137	135	108	113	119
資產總計	8885	9337	11572	11560	13700	14161
流動負債合計	5357	5320	6760	5977	6973	6205
長期負債合計	351	149	182	157	165	173
負債合計	5708	5469	6942	6133	7138	6378
少數股東權益	416	535	683	884	928	975
股東權益合計	3177	3868	4629	5427	6562	7783
負債和股東權益總計	8885	9337	11572	11560	13700	14161

附三: 合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
經營活動產生的現金流量淨額	751	1522	2579	957	765	459
投資活動產生的現金流量淨額	(54)	(90)	(101)	(21)	(17)	(13)
籌資活動產生的現金流量淨額	66	(522)	(631)	(844)	(422)	(338)
現金及現金等價物淨增加額	762	909	1845	96	327	108

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券; @持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券; @。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。