

证券研究报告—动态报告

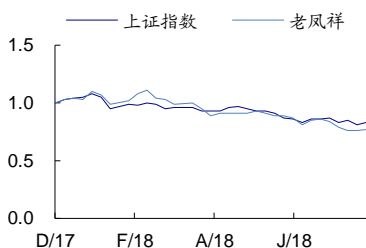
商业贸易

零售

老凤祥(600612)
买入
2018 年中报点评

(维持评级)

2018 年 08 月 30 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)	17,927/10,867
上证综指/深圳成指	2,769/8,678
12 个月最高/最低(元)	45.40/28.38

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@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

业绩稳健, 股改提速

● 营收利润稳健, Q2 增长提速

2018 年上半年, 公司实现营业收入 252.49 亿元, 同比增长 10.30%; 归母净利润 6.50 亿元, 同比增长 11.55%; 扣非后归母净利润 6.28 亿元, 同比增长 13.60%, EPS 为 1.24 元。2018 年 Q2 收入 111.24 亿元, 同比增长 12.03%; 归母净利润 3.16 亿元, 同比增加 16.28%。

● 盈利能力小幅提升

18 年上半年公司毛利率为 7.78%, 同比提升 0.06pct; 总费用率为 3.02%, 同比提升 0.04pct。18 年 Q2, 公司毛利率提升至 8.53%, 同比优化 0.23pct; 公司净利率提升至 3.65%, 同比优化 0.11pct。

● 门店净增 104 家, 全产业链建设完善

截至 18 年 6 月, 公司共有门店 3278 家, 较 17 年底门店净增加 104 家, 其中自营银楼减少 5 家, 连锁专卖店/经销网点/海外店分别增加 53 家/55 家/1 家。公司加强全产业链打造, 继续完善东莞生产基地。18H1 镶嵌生产基地实现收入 6523 万元, 利润总额 303 万元; 素金生产基地总出货量 24.32 吨, 同比增 9.60%, 营业收入 8273 万, 同比增 15.98%; 利润 2604 万元, 同比增长 23.35%。

● 股改提速, 激励机制逐步完善

8 月 22 日, 公司公告《上海老凤祥有限公司非国有股权转让框架协议》的签署, 拟对老凤祥有限公司非国有股权进行转让, 公司职工持股会、公司高管石力华、辛志宏等拟受让国新张创(上股权投资持有股份)。老凤祥有限公司是公司核心业务的重要板块, 此次股权转让, 利于优化股权结构, 改善经营效益。

● 风险提示

黄金珠宝消费增速放缓; 混改进度不及预期。

● 黄金品类龙头, 股改提速, 维持“买入”评级

公司是我国黄金珠宝行业龙头企业, 业绩增长稳健, 品牌优势显著。公司子公司股改方案出台, 利于优化股权结构, 改善经营效益。预计 18/19/20 年公司 EPS 为 2.48/2.80/2.14 元, 当前股价对应 18 年 EPS 估值仅为 13.8 倍, 维持“买入”评级。

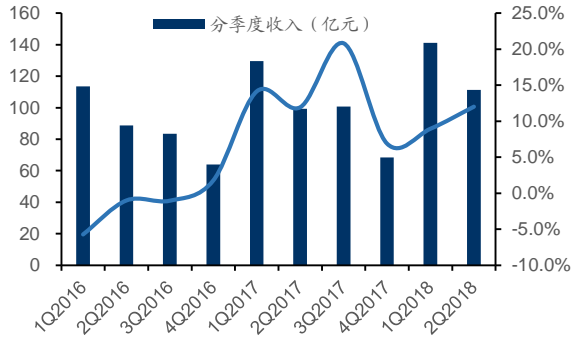
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	34,964	39,810	44,389	49,271	54,198
(+/-%)	-2.1%	13.9%	11.5%	11.0%	10.0%
净利润(百万元)	1,057	1136	1298.26	1465.79	1640.16
(+/-%)	-5.4%	7.4%	14.3%	12.9%	11.9%
摊薄每股收益(元)	2.02	2.17	2.48	2.80	3.14
EBIT Margin	5.6%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%
净资产收益率(ROE)	20.9%	20.3%	22.4%	24.3%	26.2%
市盈率(PE)	16.0	15.8	13.8	12.2	10.9
EV/EBITDA	12.6	11.9	10.9	10.6	9.6
市净率(PB)	3.9	3.20	3.09	2.98	2.86

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

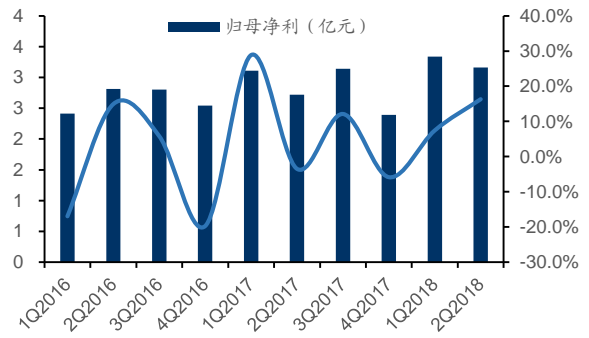
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 18 年上半年公司分季度营业收入及增速 (亿元、%)



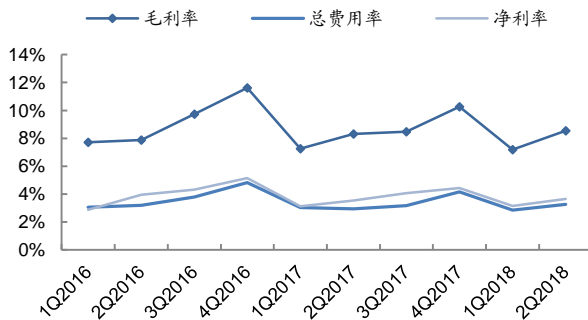
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 18 年上半年公司分季度净利润及增速 (亿元、%)



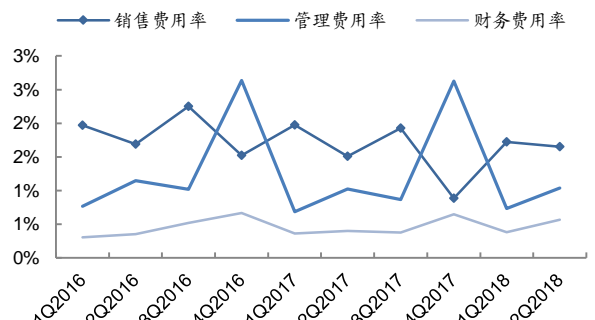
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 18 年上半年公司分季度毛利率、费用率和净利率 (%)



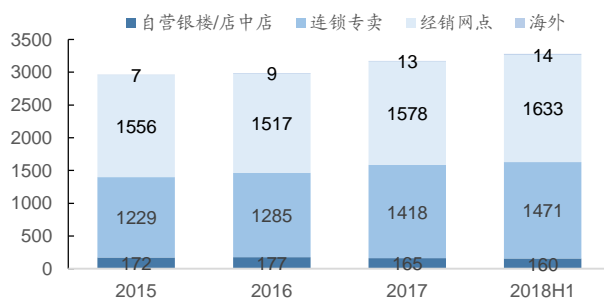
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 18 年上半年公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司历年门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4358	4643	6187	5874	营业收入	39810	44389	49271	54198
应收款项	728	851	945	1039	营业成本	36488	40660	45108	49592
存货净额	7210	7606	8439	9278	营业税金及附加	175	195	217	238
其他流动资产	36	44	49	54	销售费用	661	737	818	900
流动资产合计	12411	13225	15699	16325	管理费用	457	510	566	622
固定资产	377	389	399	408	财务费用	170	93	81	64
无形资产及其他	100	96	92	88	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	535	535	535	535	资产减值及公允价值变动	(24)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	83	0	0	0
资产总计	13424	14245	16726	17356	营业利润	1920	2193	2482	2783
短期借款及交易性金融负债	3934	4199	4201	3998	营业外净收支	46	45	45	45
应付款项	643	716	794	873	利润总额	1965	2238	2527	2828
其他流动负债	2041	2272	4387	4824	所得税费用	495	560	632	707
流动负债合计	6617	7187	9383	9695	少数股东损益	334	381	430	481
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1136	1298	1466	1640
其他长期负债	93	93	93	93					
长期负债合计	93	93	93	93	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6710	7280	9476	9788	净利润	1136	1298	1466	1640
少数股东权益	1106	1163	1228	1300	资产减值准备	26	1	0	0
股东权益	5607	5802	6022	6268	折旧摊销	47	31	33	35
负债和股东权益总计	13424	14245	16726	17356	公允价值变动损失	24	0	0	0
					财务费用	170	93	81	64
关键财务与估值指标					营运资本变动	(315)	(223)	1264	(423)
每股收益	2.17	2.48	2.80	3.14	其它	25	56	64	72
每股红利	1.84	2.11	2.38	2.67	经营活动现金流	942	1164	2827	1325
每股净资产	10.72	11.09	11.51	11.98	资本开支	(24)	(40)	(40)	(40)
ROIC	14%	16%	18%	21%	其它投资现金流	18	0	0	0
ROE	20%	22%	24%	26%	投资活动现金流	(6)	(40)	(40)	(40)
毛利率	8%	8%	8%	8%	权益性融资	71	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(963)	(1104)	(1246)	(1394)
收入增长	14%	12%	11%	10%	其它融资现金流	433	265	2	(203)
净利润增长率	7%	14%	13%	12%	融资活动现金流	(1422)	(838)	(1244)	(1597)
资产负债率	58%	59%	64%	64%	现金净变动	(486)	285	1544	(312)
息率	5.4%	6.2%	6.9%	7.8%	货币资金的期初余额	4844	4358	4643	6187
P/E	15.8	13.8	12.2	10.9	货币资金的期末余额	4358	4643	6187	5874
P/B	3.2	3.1	3.0	2.9	企业自由现金流	1226	1483	3179	1708
EV/EBITDA	11.9	10.9	10.6	9.6	权益自由现金流	1658	1679	3121	1457

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032