

规模与业绩增长稳健，市场布局更加完善

老凤祥 (600612.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件摘要

2018年上半年公司业务稳健发展，实现营业收入252.49亿元，较上年同期增长10.30%；实现归属净利润6.50亿元，较上年同期增长11.55%；实现归属扣非净利润6.28亿元，较上年同期增长13.60%。经营现金流量净额为11.64亿元，较上年同期增加24.17%。

2. 我们的分析与判断

(一) 营业收入与净利润均实现较快增长

2018年上半年报告期内主营业务222.93亿元，相比去年同期增加13.95亿元，其他业务贡献增量9.62亿元。在主营业务收入中，国内业务增13.24亿元（增速6.41%），国外业务增加0.71亿元（增速28.40%）。归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润相对上年同期增长0.75亿，增长的原因主要营业收入增长带来的利润的增加。

从产品分类角度来看，黄金珠宝/工艺品销售/笔类/其他分别实现营收250.41/9.53/2.51/0.20亿元（其中包括内部抵扣10.16亿元），分别贡献增量22.78亿/3.91亿/-0.24亿/-28.74万元，YOY分别为10.01%/69.57%/-8.73%/-0.00%，公司仍然以黄金珠宝为营收的主要来源（占比99.18%，未扣除内部抵扣部分），且该业务增速较快。

(二) 综合毛利率上升0.08个百分点，期间费用率上升1.28%

公司2018年上半年综合毛利率为8.43%，相较去年同期上升0.08个百分点。黄金珠宝/工艺品销售/笔类/其他分别实现毛利率7.31%/7.83%/22.67%/16.89%，分别上升0.06/-1.40/0.77/-2.28个百分点。作为创造营收主要部分的黄金珠宝业务的利润率稳中有升是总体利润率上升的重要原因。

公司的期间综合费用率为3.02%，相比上年同期上升0.04个百分点，销售/管理/财务费用率同比变动分别为-4.65%/4.50%/21.93%。财务费用较同期增加主要是本公司下属子公司上海老凤祥有限公司利息支出及手续费增加所致。管理费用增加主要系本公司及其下属子公司工资及福利费、社会保险费、仓储租赁费及递延资产摊销增加所致。

分析师

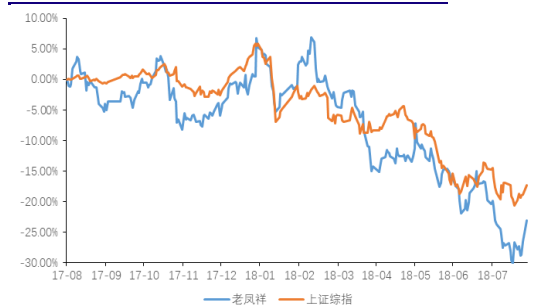
李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

行业数据时间 2018.08.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近期研究

1、【银河零售_李昂】行业点评: 社消增速走低符合淡季规律, CPI回暖利好超市板块_2018.08.14

(三) 市场布局逐渐完善，加强境外市场拓展

上半年老凤祥银楼网点数量比2017年底净增104家，销售网点累计达到3278家。继续加快扩展香港市场网点建设，在上半年又在香港旺角开出老凤祥银楼第三分店后，老凤祥在港银楼数量已达11家。按照公司计划，2018全年将新增自营银楼5-10家，新增专卖店、经销网点（专柜）150家。2018年将以扩大香港市场为重点，继续落实海外布局战略，提升品牌的国际影响力。继续加快北美市场和香港市场开店节奏，年内争取在美国纽约、加拿大温哥华再增开2家银楼，在香港再增设5-10家零售网点，进一步扩大销售份额，降低经营成本，使老凤祥在海外市场的发展趋于稳定成熟。

(四) 人才技艺优势显赫，注重工艺与传承

老凤祥高度重视人才培养及人才队伍建设工作。针对各类不同人才，分层分类实施不同的培养和管理。目前，老凤祥拥有中国工艺美术大师7名、上海市工艺美术大师10名、高级技师55名、高技能人才230名，中高级技术人员在珠宝首饰行业处于领先地位。同时，公司十分注重对年轻和复合型人才的培养，2017年3月起，公司启动人才培养的“凤翔计划”，探索后备干部选拔任用新模式，扩大人才选拔范围。

3. 投资建议

从营收上，公司今年来门店扩张速度有所加快，因此营收在一段时间内有望继续增加。黄金在下行周期中也可以较好的维持自身价值，毛利率相对比较稳定。我们维持预测公司2018/2019/2020年分别实现营业收入445.99/502.41/566.30亿元，归母净利润12.31/13.82/15.61亿，对应PE为11/9/8倍，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

宏观经济走向变化风险，国际金价变化风险。

附：

1. 盈利预测和估值对比

表1：盈利预测

单位：百万元

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	35712.37	34963.78	39810	44598.62	50240.82	56630.02
增长率(%)	8.76%	-2.10%	13.86%	12.03%	12.65%	12.72%
归属母公司股东净利润	1117.35	1057.49	1136.00	1230.98	1381.93	1561.20
增长率(%)	18.83%	-5.36%	7.42%	8.36%	12.26%	12.97%
每股收益(EPS)	2.14	2.02	2.17	2.35	2.64	2.98
销售毛利率	9.15%	9.83%	9.10%	9.10%	9.10%	9.10%
净资产收益率(ROE)	28.27%	23.85%	23.91%	22.61%	21.19%	20.49%
市盈率(P/E)	15	14	14	11	9	8
市净率(P/B)	3.88	3.07	3.33	2.16	1.84	1.59
市销率(P/S)	0.21	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测

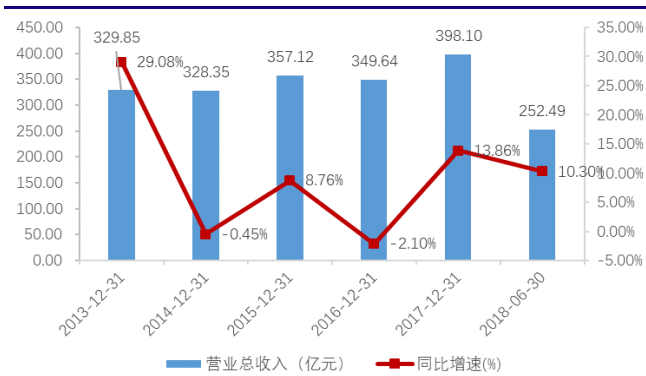
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	周大生	莱绅通灵	潮宏基	明牌珠宝	萃华珠宝	均值	中位数
PE	21	22	20	31	39	27	22
PB	3.97	2.90	1.67	0.88	1.88	2.26	1.67
PS	3.92	3.64	1.85	0.67	0.83	2.18	1.85
境外可比公司							
	周大福	六福集团	周生生	蒂凡尼	西格内特珠宝	均值	中位数
PE	17	12	10	39	(43)	7	12
PB	2.12	1.58	0.89	5.04	1.99	2.32	1.99
PS	1.19	1.09	0.53	3.81	0.60	1.44	1.09

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

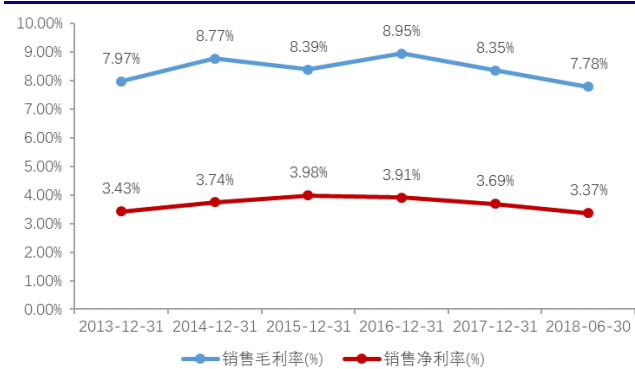
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2013-2018H1 营业收入(亿元)及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

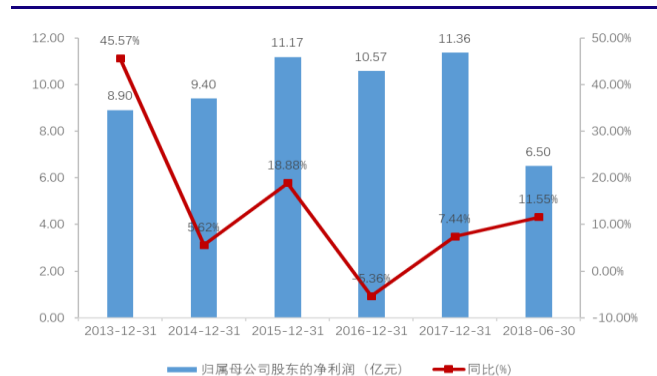
图 3：2013-2018H1 销售毛利率和净利率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

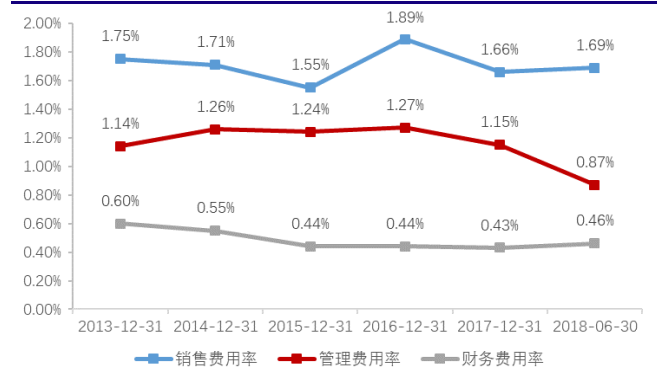
图 5：2013-2018H1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况

图 2：2013-2018H1 归母净利润(亿元)及同比增速

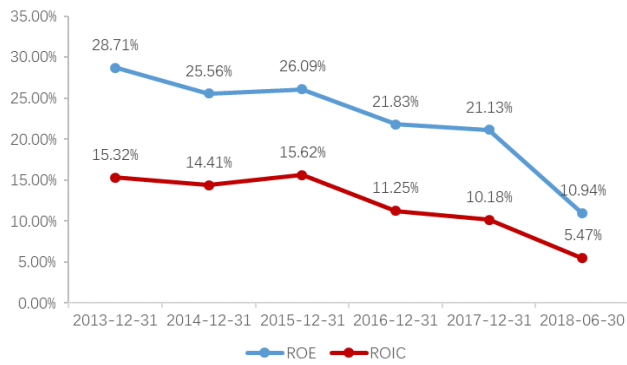


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：2013-2018H1 期间三项费用率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：老凤祥营业收入和成本构成

	2018/6/30				2017/6/30			
	营业收入 (元)	占比	营业成本 (元)	占比	营业收入 (元)	占比	营业成本 (元)	占比
黄金珠宝	25,041,169,826.25	99.18%	23,210,513,112.11	99.68%	22,762,790,647.03	99.44%	21,111,691,699.08	99.93%
工艺品销售	953,131,762.13	3.77%	878,519,018.73	3.77%	561,701,435.19	2.45%	509,851,373.25	2.41%
笔类	251,162,574.41	0.99%	194,222,031.18	0.83%	274,975,068.44	1.20%	214,749,967.80	1.02%
其他	19,837,257.50	0.08%	16,486,620.89	0.07%	20,124,618.25	0.09%	16,267,282.90	0.08%
内部抵消	-1,016,148,785.98	-4.02%	-1,013,767,833.48	-4.35%	-727,679,416.43	-3.18%	-725,708,191.28	-3.44%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：老凤祥主营项目毛利率

	2018/6/30	2017/6/30
黄金珠宝	7.31%	7.25%
工艺品销售	7.83%	9.23%
笔类	22.67%	21.90%
其他	16.89%	19.17%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5：老凤祥 2018 年上半年重大事项

事件类型	内容
非国有股权转让框架协议	国新张创（上海）股权投资基金管理有限公司负责组建专项基金受让上海老凤祥公司职工持股会和自然人石力华、辛志宏、张盛康持有的全部上海老凤祥有限公司股权。转让价格以上海老凤祥有限公司年度净利润为基数，参考行业水平，拟以 10 倍左右的市盈率估值。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司前十大股东情况跟踪

表 6：老凤祥前十大股东情况（更新自 2018 年半年报）

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	-	220,171,793		42.09		A 股流通股
2	Golden China Master Fund	-	15,593,813		2.98		B 股流通股

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

3	GREENWOODS CHINA ALPHA MASTER FUND	-	10,121,529		1.93		B 股流通股
4	GUOTAI JUNAN SECURITIES(HONGKONG) LIMITED	比上期增加	8,435,882	836,197	1.61	0.16	B 股流通股
5	SHENWAN HONGYUAN NOMINEES (H.K.) LIMITED	比上期减少	7,242,443	-247,153	1.38	-0.05	B 股流通股
6	招商证券香港有限公司	比上期减少	4,945,500	-20,067	0.95	0.00	B 股流通股
7	全国社保基金一一五组合	-	4,688,207		0.90		A 股流通股
8	中国农业银行股份有限公司-安信消费医药主题股票型证券投资基金	新进	4,349,959		0.83		A 股流通股
9	中国平安人寿保险股份有限公司-东证资管-平安人寿委托投资 1 号定向资产管理计划	比上期减少	4,004,483	-4,950,000	0.77	-0.94	A 股流通股
10	东方证券股份有限公司	比上期减少	3,872,070	-1,012,385	0.74	-0.19	A 股流通股
	合 计	-	283,425,679		54.18		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

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。

李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

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，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。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接受任何形式的补偿。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 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
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
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 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn