

央地混改加速推进，振兴行业龙头

——老凤祥（600612）事件点评

2018年11月30日

推荐/首次

老凤祥

事件点评

事件：

11/29 晚公告称，公司放弃子公司老凤祥有限 21.99%非国有股股权转让优先购买权。同意其子公司老凤祥有限公司 21.99%非国企股权转让给央地融合工艺美术基金。同时，石力华等 38 名老凤祥有限公司经营技术骨干，拟合计出资 4.74 亿元认购工艺美术基金 15.8%份额。

主要观点：

1. 核心板块股改，新股东实力雄厚。

此次国企改革为老凤祥有限公司，是上市公司核心板块。销售额和利润约占上市公司销售额及利润总额 90%。核心板块的改革有望提质整体经营效益。此次引入的新战略投资方为央地融合工艺美术投资基金，该基金由国新张中国创投资基金于 2017 年发起设立，并由其担任基金管理人和执行事务合伙人等。国新张创投资基金母公司为中国国新控股有限责任公司，是国有资本市场化运作专业平台，目前公司资产总额 3400 亿元。新股东资本实力雄厚有望为企业注入新活力。

2. 股改超速推进，有望提升企业经营效益。

9 月 12 日公司发布《关于上海老凤祥有限公司之部分股权转让协议》后股改超速推进。股权转让速度超市场预期，凸显了中央对国企改革“双百行动”的重视。此次，股权转让总价款为 27.045 亿元，对应 PE9.17X，与前期公司公告基本一致。股权变更后，老凤祥股份公司仍持有 78.01%股权；工艺美术基金持股 21.99%，其中 38 名技术骨干间接持有老凤祥有限公司 3.47%股权。股权变更，一方面新股东的入驻为企业，打破原固化股权结构，释放经营活力；另一方面通过经营技术骨干通过认购基金的激励方式，核心骨干利益与企业经营效益挂钩，为企业提升经营效益奠定基础。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52 周股价区间 (元)	36.55-40.49
总市值 (亿元)	191.2
流通市值 (亿元)	115.9
总股本/流通 A 股 (万股)	52312/31711
流通 B 股/H 股 (万股)	20601/
52 周日均换手率	0.34

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

结论：

公司是黄金珠宝龙头企业利用品牌和渠道优势，享受行业消费升级红利，乘国企改革之风，企业经营效益有望提升。预计公司 2018 年每股收益(EPS)为 2.46 元, 2019 年 2.77 元, 2020 年 3.15 元; 给与公司 2018-2020 年 PE 依次为 14.85、13.22 和 11.62 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：居民消费持续承压、行业竞争加剧。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	12921	12411	13756	19767	21940	营业收入	34964	39810	44389	49404	54839
货币资金	4844	4358	4777	9788	10881	营业成本	31834	36488	40749	45343	50309
应收账款	463	683	761	847	941	营业税金及附加	181	175	195	217	241
其他应收款	56	45	50	56	62	营业费用	659	661	737	820	910
预付款项	52	34	34	34	34	管理费用	443	457	510	469	411
存货	7406	7210	8052	8960	9941	财务费用	153	170	208	347	493
其他流动资产	3	2	2	2	2	资产减值损失	-2.56	23.12	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	1135	1013	876	846	812	公允价值变动收益	-19.76	-0.40	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	37.94	0.56	0.00	0.00	0.00
固定资产	393.50	373.76	324.03	311.30	325.31	营业利润	1715	1920	1987	2205	2471
无形资产	104	100	95	89	84	营业外收入	111.07	50.20	134.61	98.62	94.48
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.92	4.67	0.00	0.00	0.00
资产总计	14056	13424	14632	20612	22753	利润总额	1822	1965	2122	2303	2566
流动负债合计	7905	6617	7377	12912	14574	所得税	456	495	534	557	620
短期借款	4811	3922	4535	9500	10422	净利润	1365	1470	1588	1746	1945
应付账款	505	643	673	748	830	少数股东损益	308	334	300	300	300
预收款项	635	398	754	1248	1906	归属母公司净利润	1057	1136	1288	1446	1645
一年内到期的非	0	12	12	12	12	EBITDA	2014	2232	2239	2595	3007
非流动负债合计	127	93	45	45	45	EPS (元)	2.02	2.17	2.46	2.77	3.15
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	8032	6710	7422	12957	14619	成长能力					
少数股东权益	962	1106	1406	1706	2006	营业收入增长	-2.10%	13.86%	11.50%	11.30%	11.00%
实收资本(或股	523	523	523	523	523	营业利润增长	2.88%	11.95%	3.53%	10.94%	12.09%
资本公积	511	511	511	511	511	归属于母公司净利润	13.33%	12.33%	13.33%	12.33%	13.76%
未分配利润	3549	4162	3978	3771	3536	获利能力					
归属母公司股东	5061	5607	5727	5948	6198	毛利率(%)	8.95%	8.35%	8.20%	8.22%	8.26%
负债和所有者权	14056	13424	14632	20686	22899	净利率(%)	3.91%	3.69%	3.58%	3.53%	3.55%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	20.89%	20.26%	22.48%	24.32%	26.55%	
经营活动现金流	-979	1248	1128	1716	2149	偿债能力					
净利润	1365	1470	1588	1746	1945	资产负债率(%)	57%	50%	51%	63%	64%
折旧摊销	146.35	143.16	0.00	33.96	33.96	流动比率	1.63	1.88	1.86	1.53	1.51
财务费用	153	170	208	347	493	速动比率	0.70	0.79	0.77	0.84	0.82
应收账款减少	0	0	-79	-86	-93	营运能力					
预收帐款增加	0	0	355	494	658	总资产周转率	2.73	2.90	3.16	2.80	2.52
投资活动现金流	3	39	75	-3	-3	应收账款周转率	76	70	61	61	61
公允价值变动收	-20	0	0	0	0	应付账款周转率	29.95	69.39	67.50	69.54	69.47
长期股权投资减	0	0	113	0	0	每股指标(元)					
投资收益	38	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.02	2.17	2.46	2.77	3.15
筹资活动现金流	1089	-1769	-701	3391	-966	每股净现金流(最新	0.22	-0.92	0.96	9.76	2.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.68	10.72	10.95	11.37	11.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.08	16.83	14.85	13.22	11.62
资本公积增加	1	0	0	0	0	P/B	3.78	3.41	3.34	3.21	3.08
现金净增加额	114	-482	501	5104	1180	EV/EBITDA	9.48	8.37	5.07	7.26	6.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。