

证券研究报告—动态报告

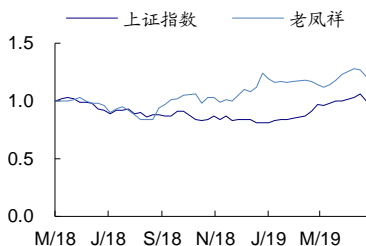
商业贸易

零售

老凤祥(600612)
买入
2018 年年报+2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 28 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)	22,834/13,842
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	49.15/28.38

相关研究报告:

《老凤祥-600612-2018 年业绩快报点评: 营收增长稳健, Q4 净利同比下滑》——2019-03-08

《老凤祥-600612-2018 年中报点评: 业绩稳健, 股改提速》——2018-08-30

《老凤祥-600612-2016 年三季报点评: 业绩略增 0.3%符合预期, 看好未来三四线布局潜力》——2016-10-27

《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

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

经营稳健, 期待深度变革

● 经营稳健, 符合预期

2018 年公司实现营业收入 437.84 亿元, 同比增长 9.98%; 归母净利润 12.05 亿元, 同比增长 6.02%, 基本符合预期。2019Q1, 公司实现营业收入 150.05 亿元, 同比增长 6.23%; 归母净利润 3.74 亿元, 同比增长 11.94%。公司拟每股派发人民币 1.10 元现金红利。其中, 镶嵌首饰、彩宝、珍珠等非黄金类全年累计实现销售 58.49 亿元, 同比增长 4.54%; K 金类首饰实现销售 11.93 亿元, 同比增长 28.29%; 黄金全年销售量 113.68 吨, 同比增长 14.32%。

● 2019Q1 盈利能力小幅提升

盈利能力方面, 2018 年公司销售毛利率为 8.24%, 同比下降 0.10pct。期间费用方面, 2018 年公司总费用率为 3.17%, 同比减少 0.06pct。2019Q1 公司总费用率 2.89%, 同比上升 0.05pct。净利率 3.34%, 同比提升 0.18pct。

● 稳步展店, 海外业务加速拓展

2018 年, 公司共计拥有营销网点达到 3521 家, 全年净增加 347 家。全年新开海外门店 6 家(美国 1 家、香港 5 家)。2019Q1, 公司共有门店 3492 家。

● 渠道+品类加速变革, 激励机制逐步完善

2019 年, 公司计划新增专卖店、经销网点(专柜)120 家; 海外市场预计开设新零售店铺 5-10 家。公司还将持续加速品类调整, 加快镶嵌等非黄金类产品的开发, 2019 年非黄金类产品增幅力争不低于 10%。2018 年 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; 2019 年 1 月 22 日, 完成变更备案并收到该局换发的营业执照。老凤祥有限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 2019/2020/2021 年公司利润分别为 13.21/14.91/16.69 亿元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,810	43,784	48,215	53,278	58,606
(+/-%)	13.9%	10.0%	10.1%	10.5%	10.0%
净利润(百万元)	1136	1205	1321.48	1490.59	1668.94
(+/-%)	7.4%	6.0%	9.7%	12.8%	12.0%
摊薄每股收益(元)	2.17	2.30	2.53	2.85	3.19
EBIT Margin	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%
净资产收益率(ROE)	20.3%	19.5%	20.7%	22.5%	24.3%
市盈率(PE)	20.1	19.0	17.3	15.3	13.7
EV/EBITDA	14.2	13.5	12.8	11.7	10.7
市净率(PB)	4.07	3.69	3.57	3.45	3.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

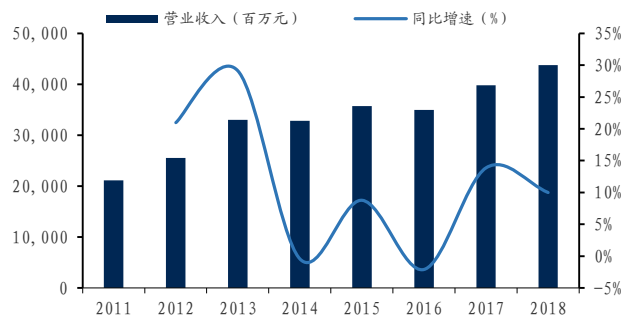
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

经营稳健，符合预期

2018 年公司实现营业收入 437.84 亿元，同比增长 9.98%，主要系本公司下属子公司上海老凤祥有限公司珠宝首饰收入增加；归母净利润 12.05 亿元，同比增长 6.02%；扣非后归母净利润 10.83 亿元，同比增加 5.78%，收入利润均超额完成董事会经营目标，基本符合预期。2018Q4 营业收入 72.80 亿元，同比增长 6.37%；归母净利润 2.17 亿元，同比减少 9.44%，扣非后归母净利润 1.30 亿元，同比减少 28.89%。

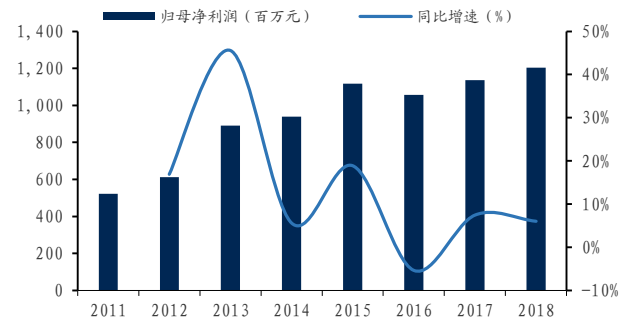
2019Q1，公司实现营业收入 150.05 亿元，同比增长 6.23%；归母净利润 3.74 亿元，同比增长 11.94%；扣非后归母净利润 3.48 亿元，同比增长 8.98%。公司拟每股派发人民币 1.10 元现金红利，对应最新收盘价（43.65），股息率 2.52%。

图 1：公司近年营业收入及同比增速（百万元，%）



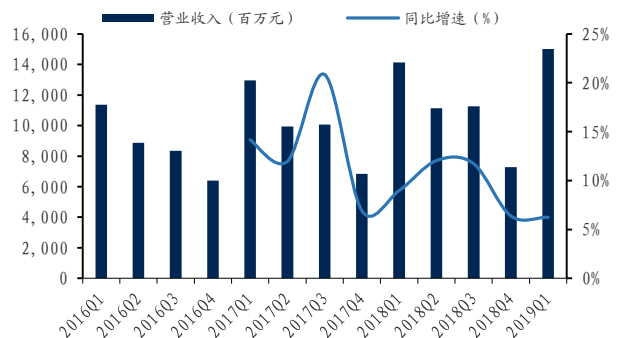
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司近年归母净利润及同比增速（百万元，%）



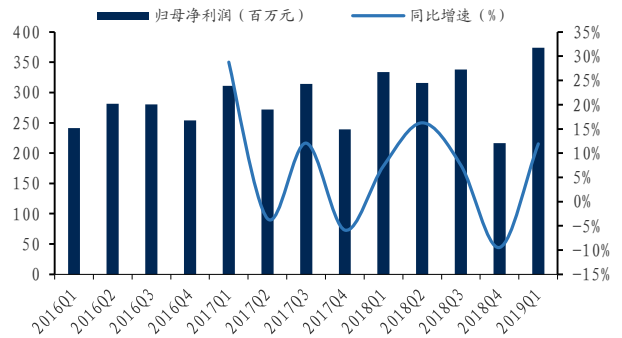
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度营业收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度归母净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品构成来看，2018 年公司珠宝首饰营业收入 338.03 亿元，收入同比增长 14.20%，占营业总收入 77.20%，同比提升 2.85pct；黄金交易营业收入 57.05 亿元，占营业总收入 13.13%，同比下降 1.68pct。其中，镶嵌首饰、彩宝、珍珠等非黄金类全年累计实现销售 58.49 亿元，同比增长 4.54%；K 金类首饰实现销售 11.93 亿元，同比增长 28.29%；黄金全年销售量 113.68 吨，同比增长 14.32%。

分渠道看，全年公司直营零售业务（含专柜和海外零售）实现销售 35.25 亿元，同比增长 10.91%；批发业务实现销售 302.78 亿元，同比增长 14.59%

分地区来看，2018 年公司在国内地区的营收实现 396.05 亿元，占营业总收入

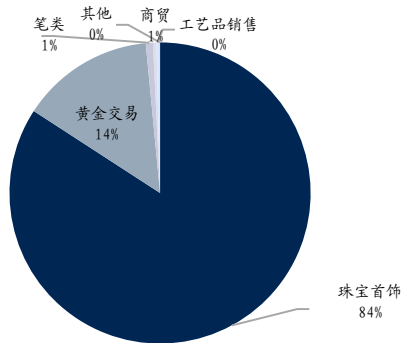
的 90.45%，同比提升 1.11pct；在国外地区的营收 5.60 亿元，占营业总收入的 1.28%，同比下降 0.16pct。

表 1: 公司主营收入分产品、分地区构成 (亿元, %)

分产品	2018			2017			同比变动		
	营业收入 (亿元)	毛利 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利 (亿元)	毛利率 (%)	营收比上年增 减 (%)	毛利比上年增 减 (%)	毛利率比上年 增减 (%)
珠宝首饰	338.03	34.35	10.16%	296.00	31.39	10.60%	14.20%	9.42%	-0.44%
黄金交易	57.50	-0.58	-1.01%	58.97	-0.50	-0.85%	-2.49%	16.20%	-0.16%
笔类	3.07	1.02	33.42%	3.61	1.12	31.12%	-14.97%	-8.68%	2.30%
商贸	1.52	0.05	3.09%	0.41	0.03	8.37%	271.50%	37.18%	-5.28%
工艺品销售	1.21	0.13	10.47%	2.11	0.04	2.00%	-42.32%	201.80%	8.47%
其他	0.32	0.13	40.88%	0.32	0.16	49.53%	1.28%	-16.40%	-8.65%
合计	401.65	35.09	8.74%	361.41	32.24	8.92%	11.13%	8.84%	-0.18%
分地区									
国内	396.05	34.05	8.60%	355.70	31.34	8.81%	11.34%	8.63%	-0.21%
国外	5.60	1.04	18.64%	5.71	0.90	15.75%	-1.92%	16.12%	2.89%
合计	401.65	35.09	8.74%	361.41	32.24	8.92%	11.13%	8.84%	-0.18%

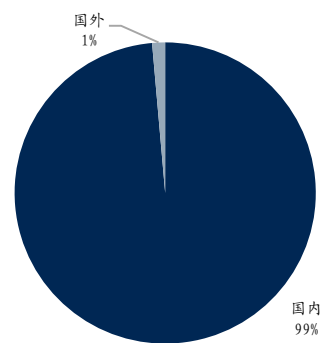
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 2018 年公司主营收入分产品构成 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2018 年公司主营收入分地区构成 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

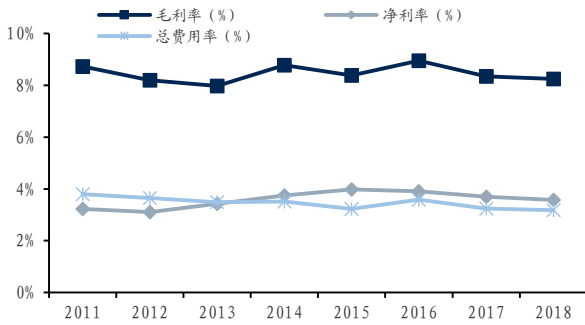
2019Q1 盈利能力小幅提升

盈利能力方面, 2018 年公司销售毛利率为 8.24%, 同比下降 0.10pct。分产品来看, 珠宝首饰毛利率 10.16%, 同比下降 0.44pct, 黄金交易毛利率-1.01%, 同比下降 0.16pct。2019Q1 公司毛利率 7.46%, 同比提升 0.28pct。

期间费用方面, 2018 年公司总费用率为 3.17%, 同比减少 0.06pct。其中销售费用率 1.62%, 同比下降 0.04pct; 管理费用率 1.07%, 同比下降 0.07pct, 财务费用率为 0.48%, 同比增加 0.05pct。由于毛利率下降, 公司净利率下降 0.12pct 至 3.57%。

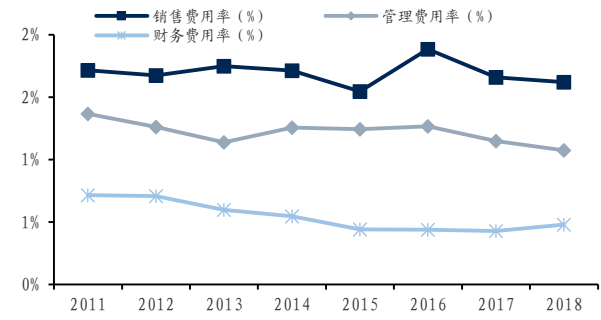
2019Q1 公司总费用率 2.89%, 同比上升 0.05pct, 其中销售费用率 1.77%, 同比增加 0.05pct; 管理费用率 0.69%, 同比减少 0.05pct, 财务费用率为 0.43%, 同比增加 0.05pct。由于毛利率上升总费用率基本不变, 公司净利率 3.34%, 同比提升 0.18pct。

图 5: 公司历年毛利率、费用率和净利率 (%)



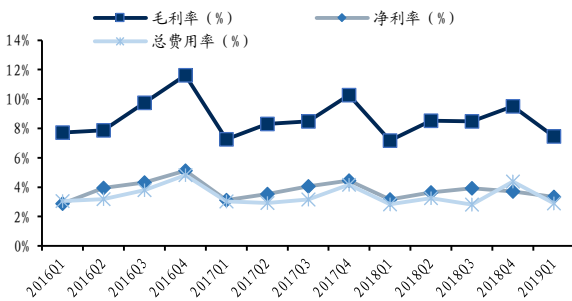
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)



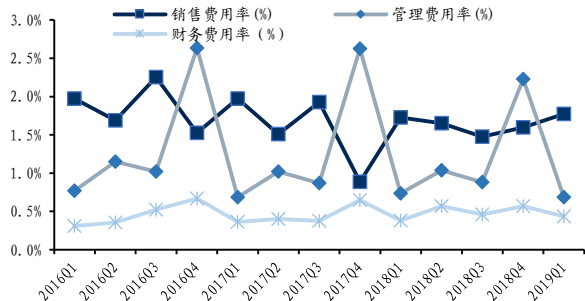
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 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 10: 公司分季度销售、管理、财务费用率 (%)



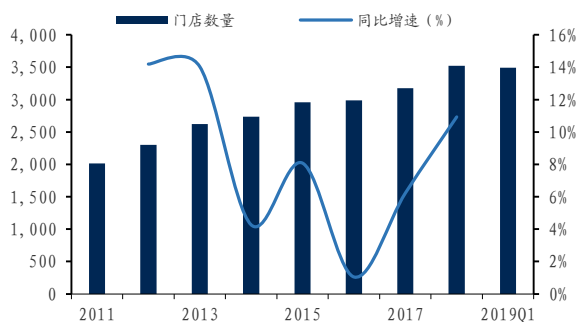
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

稳步展店, 海外业务加速拓展

2018 年, 公司加速营销网络建设, 共计拥有营销网点达到 3521 家 (含海外银楼 19 家), 全年净增加 347 家。其中自营银楼 (网点) 182 家 (含海外 18 家), 净增 5 家, 连锁加盟店 3339 家, 净增 342 家。2019Q1, 公司共有门店 3492 家 (含海外银楼 19 家), 较 18 年底门店净减少 29 家, 其连锁加盟店 3316 家。直营店方面, 2019Q1 公司共有直营店 138 家, 比 18 年末净减少 1 家。

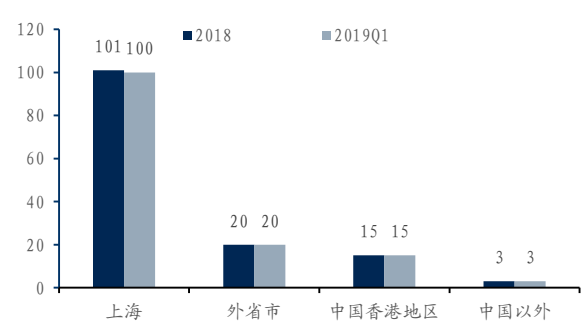
公司还加速海外市场业务发展, 2018 年全年新开海外门店 6 家 (美国 1 家、香港 5 家)。实现年营业收入 3.96 亿元, 同比增长 30.43%, 海外发展的规模效应逐渐显现。

图 11: 公司近年门店数量及同比增速 (家, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司直营网点分地区分布情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

渠道+品类加速变革，激励机制逐步完善

2019年，公司计划新增专卖店、经销网点（专柜）120家，对于两广、湖南、云南等将加快突破；海外市场预计开设新零售店铺5-10家。公司还将持续加速品类调整，加快镶嵌等非素金类产品的开发，并强化销售管理、市场推广，2019年非素金类产品增幅力争不低于10%。

2018年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。2019年1月22日，老凤祥有限在上海市黄浦区市场监督管理局完成了老凤祥有限出资股东及董事会组成人员变更备案。并收到该局换发的营业执照。老凤祥有限是公司核心业务的重要板块，此次股权转让，利于优化股权架构，改善经营效益。

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，利于优化股权架构，改善经营效益。预计2019/2020/2021年公司利润分别为13.21/14.91/16.69亿元，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601933	永辉超市	买入	9.27	0.15	0.24	0.32	61.80	38.63	28.97	4.32
002867	周大生	买入	33.50	1.66	2.08	2.43	20.18	16.11	13.79	4.11
002419	家家悦	买入	25.60	0.92	0.99	1.14	27.83	25.86	22.46	4.40
603708	美凯龙	买入	11.80	1.26	1.43	1.60	9.37	8.25	7.38	0.95
601828	苏宁易购	买入	12.96	1.43	1.86	0.33	9.06	6.97	39.27	1.49
600612	老凤祥	买入	43.65	2.30	2.53	2.85	18.96	17.28	15.32	3.48

数据来源：wind、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	4750	4786	4586	4662	营业收入	43784	48215	53278	58606
应收款项	819	925	1022	1124	营业成本	40175	44233	48856	53683
存货净额	8901	9128	10082	11078	营业税金及附加	191	212	234	258
其他流动资产	37	48	53	59	销售费用	710	800	884	973
流动资产合计	14617	14996	15853	17033	管理费用	470	563	622	684
固定资产	365	385	404	420	财务费用	210	165	169	190
无形资产及其他	98	94	90	86	投资收益	94	0	0	0
投资性房地产	407	407	407	407	资产减值及公允价值变动	(114)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	100	0	0	0
资产总计	15486	15882	16753	17945	营业利润	2109	2242	2512	2818
短期借款及交易性金融负债	4678	4474	4780	5360	营业外净收支	41	45	45	45
应付款项	629	779	860	945	利润总额	2150	2287	2557	2863
其他流动负债	1683	1877	2073	2278	所得税费用	586	583	639	716
流动负债合计	6990	7130	7713	8583	少数股东损益	359	382	427	478
长期借款及应付债券	1029	1029	1029	1029	归属于母公司净利润	1205	1321	1491	1669
其他长期负债	82	82	82	82					
长期负债合计	1112	1112	1112	1112	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8102	8242	8825	9695	净利润	1205	1321	1491	1669
少数股东权益	1193	1251	1315	1386	资产减值准备	(24)	(0)	(0)	(0)
股东权益	6191	6390	6613	6864	折旧摊销	48	28	31	33
负债和股东权益总计	15486	15882	16753	17945	公允价值变动损失	114	0	0	0
					财务费用	210	165	169	190
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2062)	1	(779)	(814)
	2017	2018E	2019E	2020E	其它	77	57	64	72
每股收益	2.30	2.53	2.85	3.19	经营活动现金流	(643)	1408	807	960
每股红利	1.97	2.15	2.42	2.71	资本开支	108	(45)	(45)	(45)
每股净资产	11.84	12.21	12.64	13.12	其它投资现金流	(31)	0	0	0
ROIC	14%	14%	15%	16%	投资活动现金流	77	(45)	(45)	(45)
ROE	19%	21%	23%	24%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	8%	8%	8%	8%	负债净变化	1029	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(1028)	(1123)	(1267)	(1419)
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	其它融资现金流	955	(204)	306	580
收入增长	10%	10%	11%	10%	融资活动现金流	958	(1327)	(961)	(839)
净利润增长率	6%	10%	13%	12%	现金净变动	392	36	(199)	76
资产负债率	60%	60%	61%	62%	货币资金的期初余额	4358	4750	4786	4586
息率	4.5%	4.9%	5.5%	6.2%	货币资金的期末余额	4750	4786	4586	4662
P/E	19.0	17.3	15.3	13.7	企业自由现金流	(278)	1777	1218	1430
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3	权益自由现金流	1707	1450	1397	1868
EV/EBITDA	13.5	12.8	11.7	10.7					

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