

2019年08月28日

## 金价上涨背景下 Q2 业绩弹性尽现 买入 (维持)

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	43,784	49,032	53,952	58,985
同比 (%)	9.98%	11.99%	10.03%	9.33%
归母净利润 (百万元)	1,205	1,374	1,559	1,737
同比 (%)	6.02%	14.04%	13.49%	11.39%
每股收益 (元/股)	2.30	2.63	2.98	3.31
P/E (倍)	22.5	19.8	17.4	15.6

### 投资要点

■ **事件:** 公司公布 19 中报, 收入同增 11.3% 至 281.1 亿元, 归母净利同增 13.7% 至 7.39 亿元, 经营性现金流净额同增 102% 至 23.6 亿元, 收入和归母净利分别达到董事会预定年度目标的 61% 和 57%; 具体到 Q2, 公司收入同增 17.8% 至 131 亿元, 归母净利同增 15.6% 至 3.65 亿元, 增长较 Q1 有明显加速。

■ **19Q2 金价短时间内经历较大幅度上涨, 带动公司上半年珠宝相关业务收入增速及盈利能力提升。** 纵观公司历史, 由于报表中珠宝首饰相关收入的 80% 来自黄金首饰, 金价上行期间如 2007-2009 年以及 2016 年, 公司珠宝首饰业务毛利率都维持在相对高位 (见附图), 19Q2 以来金价的快速攀升也带来了公司珠宝首饰业务盈利能力的提升。根据公司披露的分部业务拆分, 19H1 公司金银珠宝首饰分部收入同比增长 11.5% 至 279 亿元, 其中对外交易部分收入同比增长 10% 至 267 亿元, 分部毛利率同比提升 0.5pp 达到 7.85%, 带动分部毛利/营业利润增长 20%/13% 达到 21.9/12.1 亿元; 与此同时, 公司工艺品及铅笔分部 19H1 亦表现良好, 营业利润分别增长 120%/192% 达到 0.78/0.47 亿元。

■ **财务表现方面, Q2 相较 Q1 增长明显提速。** Q2 收入同增 17.8% 至 131.0 亿元, 同时毛利率同比升 0.6pp 至 9.1%, 带动毛利润同比增 26%, 期间费用率亦有同比小幅下行, 但由 Q2 公允价值变动亏损 1.04 亿元, 致营业利润增幅小于毛利润, 同增 20.4% 至 6.42 亿元, 同时所得税率略有上升, Q2 归母净利同增 15.6% 至 3.65 亿元。周转来看, 应收账款同比下行 19.5% 至 7.8 亿元, 存货规模同比上升 11.3% 至 76.5 亿元, 周转总体稳定, Q2 单季度经营性现金流达到 36.2 亿元, 同比增长 103.5%。

■ **盈利预测与投资评级:** 作为老牌黄金珠宝龙头老凤祥品牌沉淀超过 170 年, 上市以来业绩表现持续好于行业平均水平, 金价上行背景下业绩弹性逐步显现, 继续看好, 预计 19/20/21 年归母净利同比增长 14.0%/13.5%/11.4% 至 13.7/15.6/17.4 亿元, 对应 PE20/17/16X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 黄金价格意外波动, 零售环境遇冷

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	51.90
一年最低/最高价	32.35/54.68
市净率(倍)	3.92
流通 A 股市值(百万元)	16457.99

### 基础数据

每股净资产(元)	13.25
资产负债率(%)	54.01
总股本(百万股)	523.12
流通 A 股(百万股)	317.11

### 相关研究

1、《老凤祥 (600612): 重视金价上行背景下的老牌珠宝龙头》  
2019-08-07

表：老凤祥主要分部半年度运营情况（单位：亿元）

	2018H1	2019H1	YOY
<b>金银珠宝首饰</b>			
收入	<b>250.41</b>	<b>279.27</b>	<b>11.52%</b>
其中：对外交易	242.58	266.93	10.04%
分部间交易	7.83	12.34	57.57%
营业成本	232.11	257.34	
毛利润	<b>18.31</b>	<b>21.93</b>	<b>19.82%</b>
毛利率	7.31%	7.85%	
销售费用	4.12	4.73	
营业利润	<b>10.74</b>	<b>12.12</b>	<b>12.79%</b>
营业利润率	4.29%	4.34%	
珠宝首饰销售网络总数	<b>3278</b>	<b>3589</b>	<b>9.49%</b>
自营银楼及专柜（含海外）	174	179	2.87%
连锁+经销网点	3104	3410	9.86%
<b>工艺品</b>			
收入	<b>9.53</b>	<b>13.94</b>	<b>46.29%</b>
其中：对外交易	8.23	12.52	52.06%
分部间交易	1.30	1.43	9.73%
营业成本	8.79	12.98	
毛利润	<b>0.75</b>	<b>0.96</b>	<b>29.05%</b>
毛利率	7.83%	6.91%	
销售费用	0.06	0.06	
营业利润	<b>0.35</b>	<b>0.78</b>	<b>120.11%</b>
营业利润率	3.71%	5.59%	
<b>铅笔</b>			
收入	<b>2.51</b>	<b>2.39</b>	<b>-4.66%</b>
其中：对外交易	1.54	1.53	-0.29%
分部间交易	0.98	0.86	-11.54%
营业成本	1.94	1.80	
毛利润	<b>0.57</b>	<b>0.59</b>	<b>4.26%</b>
毛利率	22.67%	24.79%	
销售费用	0.11	0.11	
营业利润	<b>0.16</b>	<b>0.47</b>	<b>192.48%</b>
营业利润率	6.43%	19.72%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：老凤祥珠宝首饰业务毛利率与金价关系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：老凤祥单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	18H1	19H1
<b>利润表</b>								
营业收入	14125.23	11123.93	11255.7	7279.62	15005.42	13099.61	25249.16	28105.03
YOY	8.97%	12.03%	11.72%	6.37%	6.23%	17.76%	10.30%	11.31%
营业成本	13111.43	10174.54	10301.24	6587.92	13885.96	11906.1	23285.97	25792.06
<b>毛利润</b>	<b>1013.8</b>	<b>949.39</b>	<b>954.46</b>	<b>691.7</b>	<b>1119.46</b>	<b>1193.51</b>	<b>1963.19</b>	<b>2312.97</b>
YOY	7.79%	15.14%	11.65%	-1.52%	10.42%	25.71%	11.23%	17.82%
毛利率	7.18%	8.53%	8.48%	9.50%	7.46%	9.11%	7.78%	8.23%
营业税金及附加	46.52	46.32	58.73	39.44	61.45	37.43	92.84	98.88
<b>期间费用</b>	<b>401.09</b>	<b>362.33</b>	<b>320.96</b>	<b>326.02</b>	<b>437.6</b>	<b>397.48</b>	<b>763.42</b>	<b>835.08</b>
YOY	2.24%	24.40%	0.40%	14.62%	9.10%	9.70%	11.68%	9.39%
期间费用率	2.84%	3.26%	2.85%	4.48%	2.92%	3.03%	3.02%	2.97%
<b>销售费用</b>	<b>243.59</b>	<b>183.88</b>	<b>165.94</b>	<b>116.29</b>	<b>266.2</b>	<b>222.33</b>	<b>427.47</b>	<b>488.53</b>
销售费用率	1.72%	1.65%	1.47%	1.60%	1.77%	1.70%	1.69%	1.74%
<b>管理费用</b>	<b>100.19</b>	<b>111.91</b>	<b>99.08</b>	<b>162.24</b>	<b>102.99</b>	<b>109.53</b>	<b>212.105</b>	<b>212.52</b>
管理费用率	0.71%	1.01%	0.88%	2.23%	0.69%	0.84%	0.84%	0.76%
<b>研发费用</b>	<b>3.61</b>	<b>3.34</b>	<b>4.2</b>	<b>6.25</b>	<b>3.32</b>	<b>6.66</b>	<b>6.945</b>	<b>9.98</b>
研发费用率	0.03%	0.03%	0.04%	0.09%	0.02%	0.05%	0.03%	0.04%
<b>财务费用</b>	<b>53.7</b>	<b>63.2</b>	<b>51.74</b>	<b>41.24</b>	<b>65.09</b>	<b>58.96</b>	<b>116.9</b>	<b>124.05</b>
财务费用率	0.38%	0.57%	0.46%	0.57%	0.43%	0.45%	0.46%	0.44%
资产减值损失	0.00	14.97	-0.02	-16.32	0.00	23.75	14.97	23.75
其他收益	0.18	2.82	6.58	110.79	0.47	6.71	3.00	7.18
投资净收益	7.13	10.57	28.08	47.85	-29.3	-2.15	17.7	-31.45
YOY	-45.78%	1821.82%	131.68%	-289.50%	-510.94%	-120.34%	29.20%	-277.68%
公允价值变动净收益	8.59	-6.17	-18.52	-99.01	61.28	-104.38	2.42	-43.1
资产处置收益	0	0.05	0.01	0.31	0.4	6.58	0.05	6.98

<b>营业利润</b>	<b>582.09</b>	<b>533.04</b>	<b>590.93</b>	<b>402.5</b>	<b>653.26</b>	<b>641.61</b>	<b>1115.13</b>	<b>1294.87</b>
YOY	14.98%	16.33%	13.96%	-7.80%	12.23%	20.37%	15.62%	16.12%
营业利润率	4.12%	4.79%	5.25%	5.53%	4.35%	4.90%	4.42%	4.61%
加：营业外收入	10.61	8.95	10.86	14.39	10.99	6.63	19.56	17.62
减：营业外支出	0.09	0.47	0.34	2.66	0.61	1.85	0.56	2.46
<b>利润总额</b>	<b>592.61</b>	<b>541.52</b>	<b>601.45</b>	<b>414.23</b>	<b>663.64</b>	<b>646.39</b>	<b>1134.13</b>	<b>1310.03</b>
YOY	9.15%	14.65%	10.41%	2.24%	11.99%	19.37%	11.71%	15.51%
减：所得税	146.78	135.99	158.79	144.46	162.36	174.58	282.77	336.94
所得税率	24.77%	25.11%	26.40%	34.87%	24.47%	27.01%	24.93%	25.72%
<b>净利润</b>	<b>445.83</b>	<b>405.53</b>	<b>442.66</b>	<b>269.77</b>	<b>501.28</b>	<b>471.82</b>	<b>851.36</b>	<b>973.1</b>
YOY	9.81%	15.39%	8.15%	-11.13%	12.44%	16.35%	12.40%	14.30%
净利率	3.16%	3.65%	3.93%	3.71%	3.34%	3.60%	3.37%	3.46%
减：少数股东损益	111.9	89.56	104.75	53.03	127.49	106.5	201.46	233.99
<b>归母净利润</b>	<b>333.92</b>	<b>315.96</b>	<b>337.91</b>	<b>216.74</b>	<b>373.8</b>	<b>365.32</b>	<b>649.88</b>	<b>739.12</b>
YOY	7.42%	16.28%	7.52%	-9.44%	11.94%	15.62%	11.55%	13.73%
<b>资产负债表</b>								
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>857.84</b>	<b>971.38</b>	<b>3349.66</b>	<b>787.57</b>	<b>1132.88</b>	<b>781.88</b>	<b>971.38</b>	<b>781.88</b>
YOY	14.66%	41.60%	14.63%	15.34%	32.06%	-19.51%	41.60%	-19.51%
<b>存货</b>	<b>8243.21</b>	<b>6873.58</b>	<b>6626.31</b>	<b>8900.85</b>	<b>10167.85</b>	<b>7652.62</b>	<b>6873.58</b>	<b>7652.62</b>
YOY	19.09%	7.27%	10.39%	23.45%	23.35%	11.33%	7.27%	11.33%
<b>现金流量表</b>								
<b>经营性现金流量净额</b>	<b>-612.93</b>	<b>1777.31</b>	<b>-984.8</b>	<b>-550.21</b>	<b>-1260.69</b>	<b>3616.52</b>	<b>1164.38</b>	<b>2355.83</b>
/净利润	-137.48%	438.27%	-222.47%	-203.96%	-251.49%	766.50%	136.77%	242.10%
投资性现金流量净额	-37.76	-6.15	12.6	21.56	-77.71	15.04	-43.91	-62.67
筹资性现金流量净额	609.87	182.28	-64.85	39.31	2102.27	-1166.44	792.15	935.83
<b>现金及等价物净增加额</b>	<b>-45.58</b>	<b>1951.54</b>	<b>-1036.82</b>	<b>-482.53</b>	<b>769.08</b>	<b>2458.86</b>	<b>1905.96</b>	<b>3227.94</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

老凤祥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>14,617</b>	<b>17,191</b>	<b>19,649</b>	<b>22,479</b>	<b>营业收入</b>	<b>43,784</b>	<b>49,032</b>	<b>53,952</b>	<b>58,985</b>
现金	4,750	5,954	7,243	8,569	营业成本	40,175	44,808	49,233	53,737
应收账款	443	477	536	571	营业税金及附加	191	245	270	295
存货	8,901	10,167	11,239	12,644	销售费用	710	810	913	1,029
其他流动资产	523	593	631	694	管理费用	470	557	642	731
<b>非流动资产</b>	<b>869</b>	<b>833</b>	<b>789</b>	<b>744</b>	财务费用	171	160	127	103
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	94	10	10	10
固定资产	346	335	321	307	其他	-135	52	57	69
无形资产	<b>98</b>	<b>96</b>	<b>94</b>	<b>92</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,109</b>	<b>2,388</b>	<b>2,701</b>	<b>3,012</b>
其他非流动资产	425	402	374	346	营业外净收支	41	36	41	41
<b>资产总计</b>	<b>15,486</b>	<b>18,024</b>	<b>20,437</b>	<b>23,223</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,150</b>	<b>2,424</b>	<b>2,742</b>	<b>3,053</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,990</b>	<b>6,386</b>	<b>6,522</b>	<b>6,696</b>	所得税费用	586	630	713	794
短期借款	4,678	4,000	4,000	4,000	少数股东损益	363	328	333	338
应付账款	<b>629</b>	<b>750</b>	<b>765</b>	<b>889</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,205</b>	<b>1,374</b>	<b>1,559</b>	<b>1,737</b>
其他流动负债	1,683	1,636	1,758	1,808	EBIT	2,429	2,856	3,165	3,489
<b>非流动负债</b>	<b>1,112</b>	<b>1,100</b>	<b>1,091</b>	<b>1,091</b>	EBITDA	2,477	2,883	3,192	3,516
长期借款	1,029	1,000	1,000	1,000					
其他非流动负债	82	100	91	91					
<b>负债合计</b>	<b>8,102</b>	<b>7,486</b>	<b>7,614</b>	<b>7,787</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	1,193	1,614	2,083	2,606	每股收益(元)	2.30	2.63	2.98	3.31
归属母公司股东权益	6,191	8,924	10,741	12,830	每股净资产(元)	11.84	17.06	20.53	24.48
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,486</b>	<b>18,024</b>	<b>20,437</b>	<b>23,223</b>	发行在外股份(百万股)	523.1	523.1	523.1	524.1
					ROIC(%)	14.85%	15.18%	14.88%	14.48%
					ROE(%)	22.18%	20.02%	17.37%	15.99%
					毛利率(%)	8.24%	8.61%	8.75%	8.90%
					EBIT Margin(%)	5.55%	5.83%	5.87%	5.91%
					销售净利率(%)	2.75%	2.80%	2.89%	2.94%
					资产负债率(%)	52.31%	41.54%	37.25%	33.53%
					收入增长率(%)	9.98%	11.99%	10.03%	9.33%
					净利润增长率(%)	6.02%	14.04%	13.49%	11.39%
					P/E	22.5	19.8	17.4	15.6
					P/B	4.4	3.0	2.5	2.1

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

