

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

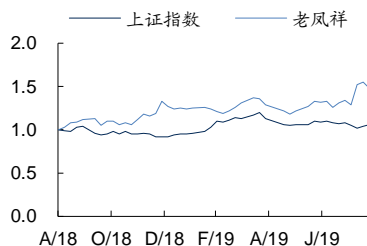
老凤祥(600612)
买入

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 29 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)	27,589/16,724
上证综指/深圳成指	2,894/9,443
12 个月最高/最低(元)	54.68/32.35

相关研究报告:

《老凤祥-600612-2018 年年报+2019 年一季报点评: 经营稳健, 期待深度变革》——2019-04-29

《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

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码: S0980510120027

证券分析师: 刘馨竹

电话:

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519060002

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

受益金价上行, 业绩略超预期

● 受益金价上行, 业绩略超预期

1H19, 公司营业收入 281.05 亿元, 同比增长 11.31%; 归母净利润 7.39 亿元, 同比增长 13.73%; 扣非后归母净利润 7.24 亿元, 同比增长 15.13%。公司董事会预定全年经营目标: 收入 281.05 亿元, 净利润 12.92 亿元。其中, 2Q19 营业收入 131.00 亿元, 同比增长 17.76%; 实现归母净利润 3.65 亿元, 同比增长 15.62%; 实现扣非归母净利润 3.76 亿元, 同比增长 21.48%。

● 毛利率小幅提升

盈利能力方面, 1H2019 公司综合毛利率为 8.23%, 同比上升 0.45pct。期间费用方面, 1H2019 公司期间费用率为 2.97%, 同比维持稳定。2019Q1 公司总费用率 2.89%, 同比上升 0.05pct。净利率 3.46%, 同比提升 0.09pct。

● 稳步展店, 海外业务加速拓展

至 2019 年 6 月底, 在全国的老凤祥银楼网点总数达到 3589 家, 比 2018 年底净增 68 家。其中: 老凤祥自营银楼和自营专柜 160 家, 老凤祥银楼连锁专卖店 1647 家, 老凤祥经销网点达到 1763 家, 海外银楼 19 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, 加快镶嵌等非素金类产品的开发, 2019 年非素金类产品增幅力争不低于 10%。我们还期待混改落地后, 激励机制的完善持续改善经营效益。

● 风险提示

黄金价格大幅波动; 混改进度不及预期。

● 黄金品类龙头, 股改提速, 维持“买入”评级

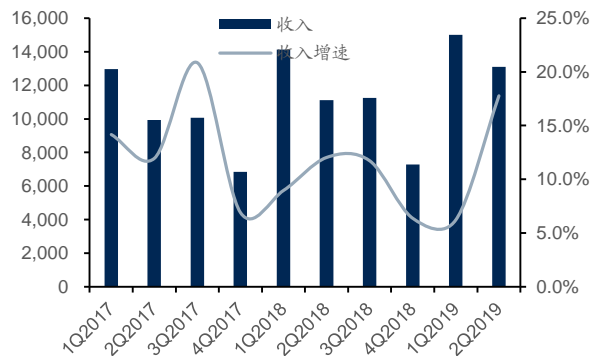
公司是我国黄金珠宝行业龙头企业, 业绩增长稳健, 品牌优势显著。公司子公司股改方案出台, 利于优化股权架构, 改善经营效益。由于金价上行对毛利率产生积极影响, 我们上调盈利预测预计 2019/2020/2021 年公司利润分别为 13.92/15.40/16.88 亿元(原值 13.21/14.91/16.69 亿元), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

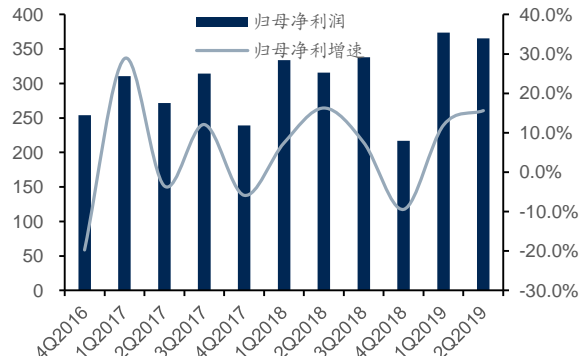
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,810	43,784	48,820	53,946	59,340
(+/-%)	13.9%	10.0%	11.5%	10.5%	10.0%
净利润(百万元)	1136	1205	1392.16	1540.32	1688.87
(+/-%)	7.4%	6.0%	15.6%	10.6%	9.6%
摊薄每股收益(元)	2.17	2.30	2.66	2.94	3.23
EBIT Margin	5.1%	5.1%	5.2%	5.1%	5.1%
净资产收益率(ROE)	20.3%	19.5%	21.8%	23.2%	24.5%
市盈率(PE)	24.3	22.9	19.8	17.9	16.3
EV/EBITDA	16.5	15.6	14.0	13.0	12.1
市净率(PB)	4.92	4.46	4.31	4.16	4.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

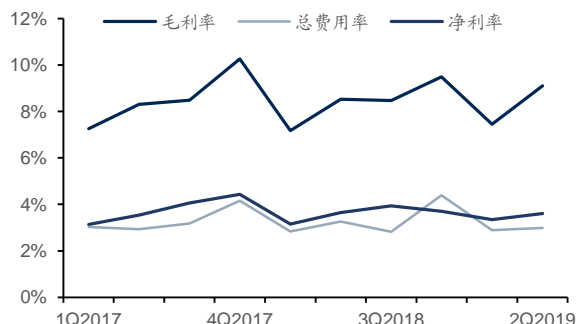
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：公司分季度营业收入及同比增速（百万元，%）


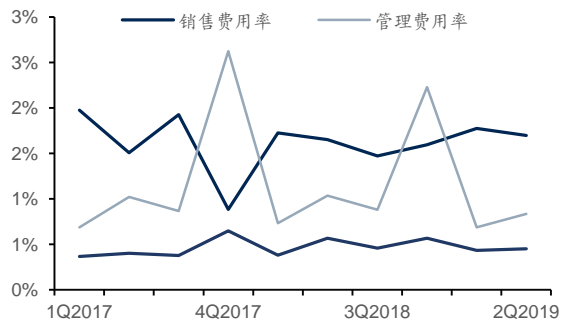
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：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

图 3：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：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

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	9.91	0.15	0.24	0.32	66.07	41.29	30.97	4.75
002867	周大生	买入	21.67	1.11	1.39	1.62	19.58	15.63	13.38	4.11
002419	天虹股份	买入	11.63	0.75	0.83	1.02	15.43	14.01	11.40	2.12
603708	家家悦	买入	24.78	0.71	0.83	0.99	35.02	29.86	25.03	5.61
601828	苏宁易购	买入	10.80	1.43	1.89	0.33	7.55	5.71	32.73	1.23
600612	老凤祥	买入	52.74	2.30	2.66	2.94	22.90	19.83	17.94	4.34

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）	2018	2019E	2020E	2020E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2020E
现金及现金等价物	4750	4720	4586	4662	营业收入	43784	48820	53946	59340
应收款项	819	936	1035	1138	营业成本	40175	44694	49414	54356
存货净额	8901	9223	10197	11217	营业税金及附加	191	215	237	261
其他流动资产	37	49	54	59	销售费用	710	810	895	985
流动资产合计	14617	15038	15982	17186	管理费用	470	570	630	692
固定资产	365	385	404	420	财务费用	210	166	171	194
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	15924	16882	18099	营业利润	2109	2364	2598	2852
短期借款及交易性金融负债	4678	4474	4852	5446	营业外净收支	41	45	45	45
应付款项	629	787	870	957	利润总额	2150	2409	2643	2897
其他流动负债	1683	1897	2097	2307	所得税费用	586	614	661	724
流动负债合计	6990	7158	7819	8710	少数股东损益	359	403	442	484
长期借款及应付债券	1029	1029	1029	1029	归属于母公司净利润	1205	1392	1540	1689
其他长期负债	82	82	82	82					
长期负债合计	1112	1112	1112	1112					
负债合计	8102	8270	8931	9822	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2020E
少数股东权益	1193	1254	1320	1393	净利润	1205	1392	1540	1689
股东权益	6191	6400	6631	6885	资产减值准备	(24)	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	15486	15924	16882	18099	折旧摊销	48	28	31	33
					公允价值变动损失	114	0	0	0
					财务费用	210	166	171	194
					营运资本变动	(2062)	(79)	(794)	(832)
					其它	77	61	66	73
					经营活动现金流	(643)	1402	843	962
					资本开支	108	(45)	(45)	(45)
					其它投资现金流	(31)	0	0	0
					投资活动现金流	77	(45)	(45)	(45)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	1029	0	0	0
					支付股利、利息	(1028)	(1183)	(1309)	(1436)
					其它融资现金流	955	(204)	378	594
					融资活动现金流	958	(1387)	(932)	(841)
					现金净变动	392	(30)	(133)	76
					货币资金的期初余额	4358	4750	4720	4586
					货币资金的期末余额	4750	4720	4586	4662
					企业自由现金流	(278)	1789	1268	1441
					权益自由现金流	1707	1462	1517	1889

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