

老凤祥 (600612.SH)

拟全资收购城隍珠宝，意在网点及存货资源

核心观点：

● **拟通过公开竞买及协议转让方式，收购上海城隍珠宝 100%股权**

老凤祥今日公告，拟通过上海联合产权交易所公开竞买的方式，收购农工商房地产集团持有的上海城隍珠宝 56% 股权，并按照上述竞拍成功后确定的交易价格，采取协议转让方式，收购广州亿钻珠宝、赵德华、孟建华持有的上海城隍珠宝剩余 44% 股权。根据公司网站披露，上海城隍珠宝以黄金铂金、珠宝玉石经营为特色，拥有总部三大商场及覆盖上海市各城区以及江浙皖鲁豫五省的 34 家直营网点，同时拥有数十家加盟网点。根据上海联合产权交易所披露，城隍珠宝 2012、2013 和 2014.1-7 月的收入分别为 5.4 亿、6.9 亿和 3.1 亿，净利润分别为 644 万、-309 万和 325 万。

● **收购意在获得优质网点资源及珠宝玉石存货资产**

此次挂牌的上海城隍珠宝 56% 股权竞拍底价 1.16 亿元，整体估值不低于 2.07 亿元。我们认为此次收购对于老凤祥的主要意义在于获得城隍珠宝优质网点资源（其中最有价值的是近城隍庙的丽水路总店）以及珠宝玉石存货资产，因此我们判断公司在收购完成后有较大概率将门店调整为“老凤祥”品牌，并维持与原物业方长期租赁合同。此次收购完成后，将有效加强公司在上海以及江浙皖鲁豫五省的市场份额和竞争力。

● **行业经营风险加大，龙头公司显著受益**

随着金价不确定性加大、金饰需求放缓，中小品牌经营风险陡增，行业集中度有望快速提升，老凤祥、周大福等龙头公司将显著受益。我们看好公司借助资本市场力量，实现品类结构（从黄金转向非黄金）和经营模式（从加盟转向半直营）的转型。维持公司 14-16 年 EPS 为 1.79、2.22 和 2.85 元，目标价 36 元，对应 14 年 20XPE，给予“买入”评级。

● **风险提示：**存在公开竞买竞争激烈，导致最终成交价格较高的风险。

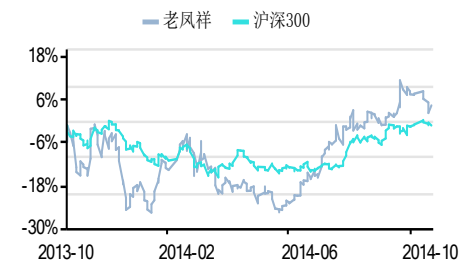
盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,553.40	32,984.66	35,458.51	41,982.88	51,848.85
增长率(%)	20.95%	29.08%	7.50%	18.40%	23.50%
EBITDA(百万元)	1,240.50	1,521.90	1,799.00	2,173.58	2,706.20
净利润(百万元)	611.31	889.85	936.23	1,160.32	1,489.32
增长率(%)	16.90%	45.57%	5.21%	23.94%	28.35%
EPS(元/股)	1.169	1.701	1.790	2.218	2.847
市盈率(P/E)	25.12	17.26	16.40	13.24	10.31
市净率(P/B)	5.56	4.61	3.60	2.83	2.22
EV/EBITDA	12.44	9.59	7.93	6.24	4.78

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	29.36 元
合理价值	36.00 元
前次评级	买入
报告日期	2014-10-20

相对市场表现



分析师： 欧亚菲 S0260511020002
020-87555888-8641
oyf@gf.com.cn
分析师： 洪涛 S0260514050005
021-60750633
hongtao@gf.com.cn

相关研究：

老凤祥 (600612.SH)：逆势 2014-08-26
彰显品牌力，看好品类转型+
模式升级
老凤祥 (600612.SH)：中报 2014-07-25
符合预期，转型良机来临
老凤祥 (600612.SH)：苏皖 2014-07-23
地区经销商调研纪要

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	7717	8188	11987	14114	16960
货币资金	1878	2788	3926	4617	5263
应收及预付	516	329	456	516	630
存货	5277	5020	7556	8931	11018
其他流动资产	45	52	50	50	50
非流动资产	1168	1149	1068	1009	949
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	451	450	439	416	396
在建工程	65	31	-2	-36	-70
无形资产	169	187	174	169	162
其他长期资产	477	475	452	453	455
资产总计	8885	9337	13055	15123	17909
流动负债	5357	5320	7836	8403	9277
短期借款	2649	2779	3579	3579	3579
应付及预收	2646	2518	4240	4806	5679
其他流动负债	61	23	16	19	19
非流动负债	351	149	165	188	215
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	351	149	165	188	215
负债合计	5708	5469	8001	8591	9492
股本	523	523	523	523	523
资本公积	622	618	618	618	618
留存收益	1616	2192	3129	4289	5778
归属母公司股东权	2761	3333	4270	5430	6919
少数股东权益	416	535	784	1102	1498
负债和股东权益	8885	9337	13055	15123	17909

利润表

单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	25553	32985	35459	41983	51849
营业成本	23460	30356	32445	38351	47312
营业税金及附加	158	221	230	273	337
销售费用	428	577	638	756	959
管理费用	323	375	390	474	581
财务费用	181	197	209	194	187
资产减值损失	11	9	9	8	8
公允价值变动收益	11	2	0	0	0
投资净收益	0	13	0	4	3
营业利润	1004	1264	1537	1931	2468
营业外收入	66	267	70	70	70
营业外支出	4	54	37	43	41
利润总额	1067	1477	1570	1958	2497
所得税	273	347	385	480	612
净利润	794	1130	1185	1478	1885
少数股东损益	182	240	249	318	396
归属母公司净利润	611	890	936	1160	1489
EBITDA	1240	1522	1799	2174	2706
EPS (元)	1.17	1.70	1.79	2.22	2.85

现金流量表

单位：百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	751	1522	566	852	799
净利润	794	1130	1185	1478	1885
折旧摊销	55	67	44	45	46
营运资金变动	-255	139	-952	-876	-1335
其它	157	186	289	206	203
投资活动现金流	-54	-90	47	47	47
资本支出	-63	-101	47	42	44
投资变动	6	11	0	4	3
其他	4	0	0	0	0
筹资活动现金流	66	-523	525	-208	-200
银行借款	3182	4796	800	0	0
债券融资	-2800	-4716	-51	0	0
股权融资	3	13	0	0	0
其他	-320	-616	-224	-208	-200
现金净增加额	762	909	1138	691	645
期初现金余额	1116	1878	2788	3926	4617
期末现金余额	1878	2788	3926	4617	5263

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	21.0	29.1	7.5	18.4	23.5
营业利润增长	18.9	25.9	21.6	25.6	27.8
归属母公司净利润增长	16.9	45.6	5.2	23.9	28.4
获利能力(%)					
毛利率	8.2	8.0	8.5	8.7	8.8
净利率	3.1	3.4	3.3	3.5	3.6
ROE	22.1	26.7	21.9	21.4	21.5
ROIC	24.4	32.1	30.2	31.0	31.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.2	58.6	61.3	56.8	53.0
净负债比率	0.2	-	-0.1	-0.2	-0.2
流动比率	1.44	1.54	1.53	1.68	1.83
速动比率	0.44	0.58	0.55	0.60	0.62
营运能力					
总资产周转率	3.16	3.62	3.17	2.98	3.14
应收账款周转率	91.96	153.12	112.56	118.60	120.98
存货周转率	4.80	5.90	4.29	4.29	4.29
每股指标(元)					
每股收益	1.17	1.70	1.79	2.22	2.85
每股经营现金流	1.43	2.91	1.08	1.63	1.53
每股净资产	5.28	6.37	8.16	10.38	13.23
估值比率					
P/E	25.1	17.3	16.4	13.2	10.3
P/B	5.6	4.6	3.6	2.8	2.2
EV/EBITDA	12.4	9.6	7.9	6.2	4.8

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心。2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 智健：研究助理，哥伦比亚大学运筹学硕士，浙江大学金融学、自动化双学士，2013年进入广发证券发展研究中心。2013年度新财富批零行业第二名(团队)，金牛分析师第二名(团队)，水晶球奖第一名(团队)，第一财经分析师第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号 安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。