

2014年7月25日

老凤祥 (600612)

——中报业绩符合预期，经营优化+国企改革助力百年品牌腾飞

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

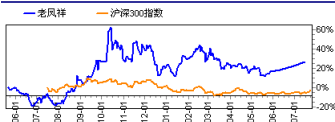
维持

市场数据:	2014年07月24日
收盘价(元)	27.63
一年内最高/最低(元)	33.28/16.14
上证指数/深证成指	2105/7503
市净率	4.1
息率(分红/股价)	3.11
流通A股市值(百万元)	8762

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	6.8
资产负债率%	61.60
总股本/流通A股(百万)	523/317
流通B股/H股(百万)	206/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《老凤祥(600612)——黄金终端消费乏力，拐点未至》 2014/04/25

《中国铅笔(600612)点评：世博金银饰品特许零售商受益明显》 2009/08/07

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297646
maxt@swsresearch.com地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	32,985	29	890	46	1.70	8.0	26.7	16	8
2014Q1	10,110	11	237	11	1.70	8.0	6.7		
2014E	35,294	7	916	3	1.75	8.0	21.5	16	6
2015E	40,588	15	1,052	15	2.01	8.1	19.8	14	5
2016E	47,893	18	1,206	15	2.31	8.2	18.5	12	4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **14H1 业绩快报符合预期。**公司14H1实现收入183.6亿，同比增长1.00%；归母净利润4.2亿，同比增长7.35%；加权平均ROE为11.88%，同比减少1.39个百分点；EPS为0.8元，符合预期。
- **黄金饰品和一二线城市销售承压导致业绩放缓，优于行业。**公司14H1收入利润增速放缓，主要原因是：第一，产品结构，公司13年黄金饰品销售占比达83%，为核心品类，14H1黄金价量齐跌导致收入利润承压；其他品类中，钻石饰品销售实现两位数突破性增长，新七类保持稳定，但占比不足15%，难以对业绩形成支撑。第二，区域，一二线城市销售大幅下滑，公司上海及周边发达地区直营店受影响较大；三四线城市空间大，需求较旺，但目前占比小，未能贡献有效增量。尽管如此，公司销售仍优于行业平均水平，体现较强品牌力和渠道控制力，根据中华商业信息网数据，百家重点零售企业14H1金银珠宝类商品零售额同比下降16.9%，较同期减少46个百分点。公司14Q2收入为82.5亿，同比下降9.1%；归母净利润1.83亿，同比增长2.8%。13Q2中国大妈抢金潮推高消费基数导致14Q2收入下降、利润增速放缓；我们判断黄金消费基数高点已过，未来黄金增长压力放缓。
- **“经营调整+国企改革”助力百年品牌腾飞。**经营调整方面，第一，优化产品结构，提升毛利率。公司将提升钻石镶嵌类和新七类占比，预计三年内占比达15%，5年内提高至20%以上；第二，深耕三四线市场。公司14H1新开店145家，总网点数达2769家，渠道网络继续扩张，未来将以专卖店形式拓展三四线城市及乡镇；第三，提升直营占比。公司将在发达地区采取加盟转自营，加强品牌维护和渠道控制；第四，设计研发。公司设计研发能力强劲，人才储备丰富，为品牌国际化战略提供重要战略支撑。国企改革方面，第一，老凤祥品牌灵魂人物石力华担任上市公司董事长，有望带领公司做大做强；第二，少数股权和B股问题有望借力国企改革获得有效解决；第三，未来有望借力资本市

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

场打通融资通道，进行行业整合。我们判断，公司在经营优化和国企改革双重推动下，有望带动百年品牌再创辉煌。

- **维持盈利预测，维持增持。**公司是中国黄金珠宝行业龙头，品牌力、渠道力优势突出，具备行业整合能力，未来有望借力经营调整和国企改革推动百年品牌腾飞，我们看好公司中长期发展。**我们维持盈利预测，预计14-16年EPS为1.75、2.01、2.31元，对应当前股价PE为16、14、12倍，维持“增持”评级。**

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,553	32,985	35,294	40,588	47,893
营业总成本	24,560	31,735	33,873	38,904	45,941
营业成本	23,460	30,356	32,470	37,300	43,966
营业税金及附加	158	221	237	272	321
销售费用	428	577	600	690	814
管理费用	323	375	371	426	575
财务费用	181	197	204	203	253
资产减值损失	11	9	(9)	12	11
公允价值变动损益	11	2	(10)	1	(2)
投资收益	0	13	6	0	0
营业利润	1,004	1,264	1,417	1,685	1,950
营业外收支	62	213	105	66	58
利润总额	1,067	1,477	1,522	1,751	2,008
所得税	273	347	359	415	476
净利润	794	1,130	1,163	1,336	1,532
少数股东损益	182	240	247	284	326
归属于母公司所有者的净利润	611	890	916	1,052	1,206

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为

本公司的商标、服务标记及标记。