

2014年08月26日

老凤祥 (600612)

——外延扩张推动收入稳定，品类优化提升盈利能力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

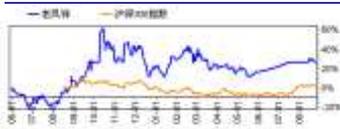
维持

市场数据:	2014年08月25日
收盘价(元)	27.93
一年内最高/最低(元)	33.28/19.56
上证指数/深证成指	2229/7935
市净率	3.9
息率(分红/股价)	3.08
流通A股市值(百万元)	8857

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	7.15
资产负债率%	55.23
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)——中报业绩符合预期，经营优化+国企改革助力百年品牌腾飞》 2014/07/25

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

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
(8621)23297818 × 转
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	32,98	29	890	46	1.70	8.0	26.7	16	8
2014H1	18,35	1	422	8	0.81	8.0	11.3		
2014E	35,29	7	916	3	1.75	8.0	21.5	16	8
2015E	40,58	15	1,052	15	2.01	8.1	19.8	14	7
2016E	47,89	18	1,206	15	2.31	8.2	18.5	12	6

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:

- **公司业绩符合预期。**公司 14H1 实现收入 183.57 亿，同比增长 1.00%；归母净利润 4.22 亿，同比增长 7.78%；扣非后归母净利润 4.00 亿，同比增长 4.37%；EPS 为 0.8 元，符合预期。加权平均 ROE 为 11.92%，同比减少 1.35 个百分点。14Q1、14Q2 收入增速为 11.22%、-9.22%，净利润增速为 11.34%、3.54%。二季度收入、盈利增速显著优于行业。
- **外延扩张+品类优化”助力珠宝首饰收入、盈利稳定。**公司 14H1 实现收入 183.57 亿，同比增长 1.00%，完成年度经营计划 52.45%。其中，珠宝首饰收入 144.42 亿（占比 91.6%），同比增长 1.33%；毛利率 9.29%，同比增加 1.32 个百分点。珠宝首饰增速放缓主因：第一，国际金价区间震荡，占比 80%左右的黄金饰品受去年销售高基数影响增速承压（仍大幅优于行业平均水平）；第二，一、二线城市直营店销售下滑幅度较大；而加盟店下沉三四五线城市需求旺盛，但占比较小。报告期内，公司继续拓展门店网络，通过外延扩张维持收入增长，14H1 网点总数达 2769 家，14H1 新开 145 家。珠宝首饰毛利率提升因品类优化，本期钻石、翡翠、彩宝等高附加值产品占比加大。另外，黄金交易实现收入 13.73 亿（占比 5.77%），同比增长 53.21%；笔类收入 2.10 亿（占比 1.31%），同比增长 3.46%；公司通过多种手段对冲黄金价格波动，稳定收入。
- **员工薪酬上涨致费用率微增，净利润完成计划的 50.60%。**公司 14H1 期间费用率 3.46%，同比增加 0.5 个百分点，其中销售费用率 2.02%，同比增加 0.38 个百分点；管理费用率 0.99%，同比增加 0.18 个百分点；财务费用率 0.46%，同比减少 0.07 个百分点。销售费用率、管理费用率上升系员工工资、装修费摊销上涨所致；财务费用率下降则是因为本期银行手续费减少和利息收入增加。公司 14H1 实现净利率 2.30%，同比增加 0.14 个百分点，完成经营计划的 50.60%。

- **增资美国子公司，加快国际化发展步伐。**公司对老凤祥珠宝美国有限公司增加注册资本 200 万美元。增资后注册资本达 500 万美元，其中：老凤祥股份有限公司占 40%；下属子公司，即上海老凤祥有限公司占 45 %；上海老凤祥钻石加工中心有限公司占 5%；老凤祥珠宝（香港）有限公司占 10 %。公司位于纽约第五大道的第一家海外直营店已进入装修尾声，预计 9 月开业，标志着百年民族品牌正式进军国际珠宝市场。此次增资进一步表明海外扩张的决心和动力。
- **改革“经营调整+国企改革”助力百年品牌腾飞。**公司以”三个结合”为指导思想（文化和技术结合；价格和价值结合；创意和时尚结合）升华品牌力，同时以加盟模式拓展三四线城市及网点、提升发达地区自营占比，全面加强渠道力。此外，国企改革方面进入政策落地阶段。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，有望推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。尽管本期完成经营任务过半，但完工比低于往年，我们认为下半年仍继续承压。**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。**

表 1：主营业务分行业、分产品、分地区情况（万元）

分类	项目	本期收入	占比	上期收入	占比	收入同比
分行业	笔类	21080.9845	1.30%	20375.37854	1.31%	3.46%
	物业管理	15.931365	0.00%	13.4711	0.00%	18.26%
	铅笔机械	116.616375	0.01%	155.549098	0.01%	-25.03%
	化工原料	1410.93225	0.09%	1208.674374	0.08%	16.73%
	珠宝首饰	1442371.974	88.85%	1423458.491	91.60%	1.33%
	黄金交易	137336.0958	8.46%	89639.45926	5.77%	53.21%
	工艺品销售	18190.27092	1.12%	15924.14579	1.02%	14.23%
	拍卖佣金	421.8529	0.03%	302.0114	0.02%	39.68%
	商贸	2364.05651	0.15%	2993.377686	0.19%	-21.02%
	分产品	笔类	21080.9845	1.30%	20375.37854	1.31%
珠宝首饰		1442371.974	88.85%	1423458.491	91.60%	1.33%
黄金交易		137336.0958	8.46%	89639.45926	5.77%	53.21%
工艺品销售		18190.27092	1.12%	15924.14579	1.02%	14.23%
其他		1965.33289	0.12%	1679.705972	0.11%	17.00%
商贸		2364.05651	0.15%	2993.377686	0.19%	-21.02%
分地区	国内销售	1608387.63	99.08%	1531716	98.56%	5.01%
	国外销售	14921.08496	0.92%	22354.55797	1.44%	-33.25%
合计		1623308.71	100.00%	1554070.56	100.00%	4.46%

资料来源:公司公告, 申万研究

表 2: 销售费用 (万元)

项目	本期发生	占比	上期发生	占比	同比增长
销售折让	31.593331	0.00%	20.413023	0.00%	54.77%
差旅费	477.3825	0.03%	278.046396	0.02%	71.69%
工资及福利费	12889.53538	0.79%	9743.145304	0.63%	32.29%
折旧费	226.128394	0.01%	180.178121	0.01%	25.50%
办公费	748.320837	0.05%	1137.654756	0.07%	-34.22%
交际应酬费	172.53052	0.01%	296.8149	0.02%	-41.87%
租赁费	3470.123398	0.21%	3037.279165	0.20%	14.25%
运输费	347.798321	0.02%	332.862041	0.02%	4.49%
广告费	2982.303576	0.18%	4263.992409	0.27%	-30.06%
水电费	385.471922	0.02%	384.951261	0.02%	0.14%
包装物	434.482574	0.03%	520.346468	0.03%	-16.50%
装修费	1837.164567	0.11%	777.487182	0.05%	136.30%
检测费	407.871517	0.03%	47.577609	0.00%	757.28%
管理费	330.30148	0.02%	456.022501	0.03%	-27.57%
销售服务费	423.779068	0.03%	16.22453	0.00%	2511.97%
会务费	242.478284	0.01%	190.7858	0.01%	27.09%
促销费	433.806088	0.03%	532.542683	0.03%	-18.54%
修理费	123.820782	0.01%	164.858581	0.01%	-24.89%
社会保险费	1134.692761	0.07%	888.7177	0.06%	27.68%
保安报警费	560.454227	0.03%	429.634513	0.03%	30.45%
税金	135.991366	0.01%	115.09532	0.01%	18.16%
提纯工费	53.615237	0.00%	73.59618	0.00%	-27.15%
劳务费	6906.484596	0.43%	3420.461727	0.22%	101.92%
回焯费	133.603009	0.01%	88.894963	0.01%	50.29%
出口费用	267.812839	0.02%	309.351501	0.02%	-13.43%
打假专项费用	2.83554	0.00%	6.67391	0.00%	-57.51%
展览费	193.327802	0.01%	168.822803	0.01%	14.52%
物料消耗	0.954172	0.00%	91.059582	0.01%	-98.95%
销售佣金	264.578561	0.02%	220.648714	0.01%	19.91%
商检费	112.180658	0.01%	286.378336	0.02%	-60.83%
印刷费	102.9	0.01%	21.28	0.00%	383.55%
门市费用	8.843188	0.00%	0.0324	0.00%	27193.79%
中介费	10.12075	0.00%	48.8115	0.00%	-79.27%
保险费	1.064548	0.00%	1.475935	0.00%	-27.87%
交易手续费	39.534127	0.00%	31.282767	0.00%	26.38%
其他	1186.405111	0.07%	1166.417877	0.08%	1.71%
合计	37080.29	2.28%	29749.82	1.91%	24.64%

资料来源:公司公告, 申万研究

表 3: 管理费用 (万元)

项目	本期发生额	占比	上期发生额	占比	同比增长
管理部门工资	5283.727005	0.33%	2617.442468	0.17%	101.87%
职工福利基金	276.635091	0.02%	388.458236	0.02%	-28.79%
折旧费	881.171188	0.05%	855.817688	0.06%	2.96%
修理费	188.375274	0.01%	177.552045	0.01%	6.10%
物料消耗	49.817403	0.00%	136.894201	0.01%	-63.61%
低值易耗品	37.020722	0.00%	24.512536	0.00%	51.03%
办公费用	228.209396	0.01%	442.128992	0.03%	-48.38%
差旅会务费	285.884083	0.02%	535.195514	0.03%	-46.58%
运输费	98.66735	0.01%	206.325004	0.01%	-52.18%
劳动保护费	155.183001	0.01%	113.366101	0.01%	36.89%
上下班交通费	280.520132	0.02%	198.221782	0.01%	41.52%
质量认证费用	9.02468	0.00%	5.307547	0.00%	70.03%
检验检疫费	11.228235	0.00%	6.268966	0.00%	79.11%
职工教育经费	50.933658	0.00%	12.791249	0.00%	298.19%
工会经费	115.460062	0.01%	103.933661	0.01%	11.09%
失业保险费	78.613569	0.00%	88.889536	0.01%	-11.56%
劳动保险费	144.736773	0.01%	120.848037	0.01%	19.77%
养老统筹基金	1936.692386	0.12%	1973.885533	0.13%	-1.88%
工伤保险	33.637782	0.00%	36.820433	0.00%	-8.64%
住房公积金	415.825563	0.03%	386.6044	0.02%	7.56%
生育保险	59.873342	0.00%	47.953575	0.00%	24.86%
咨询中介费	168.20916	0.01%	195.655844	0.01%	-14.03%
诉讼律师费	11.50015	0.00%	30.610377	0.00%	-62.43%
业务招待费	153.399397	0.01%	264.089947	0.02%	-41.91%
房产税	180.42037	0.01%	203.887727	0.01%	-11.51%
车船使用税	4.834944	0.00%	0.6821	0.00%	608.83%
土地使用税	88.278788	0.01%	65.281378	0.00%	35.23%
印花税	100.48173	0.01%	67.315837	0.00%	49.27%
河道城建税	204.679529	0.01%	150.592138	0.01%	35.92%
土地使用费	5.137428	0.00%	46.073924	0.00%	-88.85%
无形资产摊销	188.548752	0.01%	181.063507	0.01%	4.13%
递延资产摊销	579.43524	0.04%	214.54074	0.01%	170.08%
研究开发费	1183.44748	0.07%	976.997288	0.06%	21.13%
商标专利费	3.70361	0.00%	6.213227	0.00%	-40.39%
出国人员经费	1.6471	0.00%	2.6787	0.00%	-38.51%
保险费	144.74797	0.01%	168.39363	0.01%	-14.04%
排污排水费	1.86654	0.00%	8.082876	0.00%	-76.91%
清洁卫生费	38.7878	0.00%	25.0243	0.00%	55.00%
水电费	368.69381	0.02%	348.554485	0.02%	5.78%
董事会费	7.1592	0.00%	7.3633	0.00%	-2.77%
上市公司费用	3.3028	0.00%	2.5	0.00%	32.11%

租赁仓储费	797.89232	0.05%	618.017229	0.04%	29.11%
警卫保安费	136.734817	0.01%	119.597917	0.01%	14.33%
治安承包费	9.3492	0.00%	7.8446	0.00%	19.18%
绿化消防费	75.851678	0.00%	23.560465	0.00%	221.94%
环保检测费	5.292078	0.00%	2.5517	0.00%	107.39%
审计费	206.582415	0.01%	102.79664	0.01%	100.96%
临时工工资	9.95616	0.00%	75.34325	0.00%	-86.79%
聘退工资	1274.637524	0.08%	706.835742	0.05%	80.33%
外来劳动力费用	172.573859	0.01%	349.001338	0.02%	-50.55%
广告材料费	3.8325	0.00%	11.435	0.00%	-66.48%
技术服务费	73.728313	0.00%	62.059581	0.00%	18.80%
装修费	198.087909	0.01%	106.869903	0.01%	85.35%
其他	1063.379608	0.07%	939.749701	0.06%	13.16%
合计	18087.42	1.11%	14570.48	0.94%	24.14%

资料来源:公司公告, 申万研究

表 4: 公司各季度收入表 (单位: 百万元)

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	3,229	2,601	2,853	2,167	10,850
2010	4,404	3,447	3,130	3,117	14,098
2011	6,487	5,191	5,329	4,119	21,126
2012	7,196	6,257	7,387	4,714	25,553
2013	9,090	9,085	9,028	5,781	32,985
2014	10,110	8,247			

资料来源:公司公告, 申万研究

表:5 公司各季度收入增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009					
2010	36.4%	32.5%	9.7%	43.8%	29.9%
2011	47.3%	50.6%	70.3%	32.2%	49.9%
2012	10.9%	20.5%	38.6%	14.4%	21.0%
2013	26.3%	45.2%	22.2%	22.7%	29.1%
2014	11.2%	-9.2%			

资料来源:公司公告, 申万研究

表 6: 公司各季度净利润表 (单位: 百万元)

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	36	40	27	26	130
2010	54	53	64	106	276

2011	141	141	149	92	523
2012	168	145	200	98	611
2013	213	178	241	257	890
2014	237	185			

资料来源：公司公告，申万研究

表 7： 公司各季度净利润增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009					
2010	48.5%	32.9%	131.7%	304.7%	112.8%
2011	161.2%	166.0%	134.0%	-12.9%	89.3%
2012	19.0%	3.4%	34.1%	6.6%	16.9%
2013	26.6%	22.8%	20.8%	162.4%	45.6%
2014	11.3%	3.5%			

资料来源：公司公告，申万研究

表 8： 公司期间费用率变化表

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减 (%)
综合毛利率	8.02%	7.33%	增加 0.69 个百分点
销售费用率	2.02%	1.64%	增加 0.38 个百分点
管理费用率	0.99%	0.80%	增加 0.18 个百分点
财务费用率	0.46%	0.52%	减少 0.07 个百分点
期间费用率合计	3.46%	2.96%	增加 0.5 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

表 9： 公司关键财务指标表（单位：百万元）

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长 (%)
销售费用	371	297	24.64%
管理费用	181	146	24.14%
财务费用	84	95	-11.58%
期间费用	636	538	18.11%
营业收入	18,357	18,175	1.00%
营业成本	16,886	16,843	0.25%
营业税金及附加	113	128	-11.82%
毛利率	8.02%	7.33%	0.69%
净利润	422	391	7.78%
净利率	2.30%	2.15%	0.14%

资料来源：公司公告，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。