

# 三季报超预期，公司长期竞争力日益凸显



## 核心观点

- 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 15.41% 和 18.01%，扣非后净利润增长 18.10%，其中 19Q3 营业收入与净利润分别增长 24.59% 与 26.26%，扣非后净利润增长 23.87%，三季度收入与盈利增长对比上半年都有明显提速。
- 前三季度公司黄金珠宝业务收入增长 16.05%，其中三季度单季收入增长 22.6%（三季度批发明显提升），核心主业增速加快。前三季度公司综合毛利率同比上升 0.48pct，其中黄金珠宝业务毛利率同比提升 1.85 pct；期间费用率控制较好，同比基本持平；经营活动净现金流净流出 11.27 亿，季度末公司应收账款同比增加 21.9%，存货同比增加 23.11%。
- 由于产品结构侧重黄金饰品，老凤祥在历次黄金牛市中收入与盈利都保持了快速提升，在今年金价持续上涨的背景下，三季度开始经销商拿货节奏加快，金价的持续上涨对老凤祥收入与盈利的弹性开始体现，同时也大幅减轻了经销商存货账面价值与资金压力，有利于老凤祥继续抢占市场。后续公司在金价上涨趋势下有望进一步良性循环，预计这轮黄金上涨将对老凤祥下半年与明年的收入增速起到明显的向上推动作用。
- 公司长期竞争力优异，央地混改进一步增添新活力。公司作为国内珠宝首饰行业的龙头竞争优势明显，近 10 年 ROE 基本保持在 20% 左右的水平，Q3 经营情况与周大福的对比再次证明了这一点。19 年初公司完成主要经营实体老凤祥有限的少数股权转让，央企国新控股通过创立的工艺美术基金入股老凤祥有限，同时 38 位经营骨干通过入股工艺美术基金间接持有老凤祥有限股权，仍保留激励力度。下一步在“双百计划”推动下，公司将继续推动其余子公司少数股权历史遗留问题的解决，借力新股东入股机遇，最大限度放开手脚，通过改革释放业绩动力，另一方面上市公司层面激励机制的完善与覆盖面的扩大预计未来也将提上日程。我们判断公司在行业中强者愈强的发展态势仍将延续。

## 财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们上调公司未来 3 年收入预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.73 元、3.18 元和 3.72 元（原预测 19-21 年每股收益为 2.66 元、3.06 元和 3.52 元），维持公司 19 年 23 倍 PE，对应目标价 62.79 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**黄金、铂金、钻石等原材料价格的大幅波动、宏观经济下行带来的零售压力、国企改革不及预期等。

### 公司主要财务信息

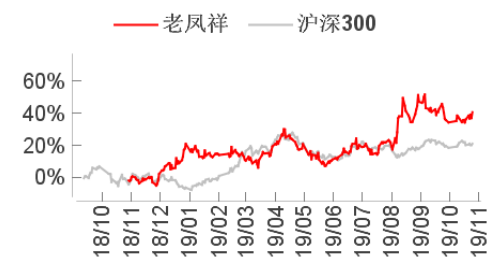
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,810	43,784	50,593	57,610	65,439
同比增长(%)	13.9%	10.0%	15.6%	13.9%	13.6%
营业利润(百万元)	1,920	2,109	2,464	2,883	3,376
同比增长(%)	12.0%	9.8%	16.9%	17.0%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,136	1,205	1,427	1,665	1,947
同比增长(%)	7.4%	6.0%	18.4%	16.7%	16.9%
每股收益(元)	2.17	2.30	2.73	3.18	3.72
毛利率(%)	8.3%	8.2%	8.4%	8.5%	8.6%
净利率(%)	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
净资产收益率(%)	21.3%	20.4%	21.6%	22.1%	22.8%
市盈率	23.6	22.3	18.8	16.1	13.8
市净率	4.8	4.3	3.8	3.4	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月25日)	51.35 元
目标价格	62.79 元
52 周最高价/最低价	55.68/35.28 元
总股本/流通 A 股(万股)	52,312/31,711
A 股市值(百万元)	26,862
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 10 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.4	0.2	13.26	37.04
相对表现	-2.69	0.47	-12.07	-15.05
沪深 300	0.71	0.67	1.19	21.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

### 证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

### 证券分析师

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

### 联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

### 联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

### 相关报告

二季度收入与盈利增速明显提升，未来有望继续受益金价的持续上涨 2019-08-28

黄金珠宝主业保持稳步向上，期待国企改革 2019-05-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,358	4,750	6,577	7,489	8,507	营业收入	39,810	43,784	50,593	57,610	65,439
应收票据及应收账款	683	788	1,003	1,238	1,548	营业成本	36,488	40,175	46,361	52,711	59,783
预付账款	34	31	51	29	33	营业税金及附加	175	191	223	253	288
存货	7,210	8,901	10,199	12,124	14,348	营业费用	661	710	785	872	969
其他	126	147	173	180	190	管理费用及研发费用	457	491	538	597	663
<b>流动资产合计</b>	<b>12,411</b>	<b>14,617</b>	<b>18,002</b>	<b>21,060</b>	<b>24,626</b>	财务费用	170	210	297	360	424
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	23	(1)	25	32	36
固定资产	374	346	426	507	576	公允价值变动收益	(0)	(115)	0	0	0
在建工程	4	18	40	47	50	投资净收益	1	94	0	0	0
无形资产	100	98	94	90	85	其他	83	121	100	100	100
其他	535	407	274	255	255	<b>营业利润</b>	<b>1,920</b>	<b>2,109</b>	<b>2,464</b>	<b>2,883</b>	<b>3,376</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,013</b>	<b>869</b>	<b>835</b>	<b>899</b>	<b>966</b>	营业外收入	50	45	45	45	45
<b>资产总计</b>	<b>13,424</b>	<b>15,486</b>	<b>18,837</b>	<b>21,959</b>	<b>25,592</b>	营业外支出	5	4	5	5	5
短期借款	3,922	4,678	6,389	7,495	9,131	<b>利润总额</b>	<b>1,965</b>	<b>2,150</b>	<b>2,504</b>	<b>2,923</b>	<b>3,416</b>
应付票据及应付账款	643	629	835	1,054	1,196	所得税	495	586	651	760	888
其他	2,053	1,683	1,922	2,268	2,429	<b>净利润</b>	<b>1,470</b>	<b>1,564</b>	<b>1,853</b>	<b>2,163</b>	<b>2,528</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,617</b>	<b>6,990</b>	<b>9,146</b>	<b>10,818</b>	<b>12,755</b>	少数股东损益	334	359	426	497	581
长期借款	0	1,029	1,029	1,029	1,029	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,136</b>	<b>1,205</b>	<b>1,427</b>	<b>1,665</b>	<b>1,947</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.17	2.30	2.73	3.18	3.72
其他	93	82	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>93</b>	<b>1,112</b>	<b>1,029</b>	<b>1,029</b>	<b>1,029</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,710</b>	<b>8,102</b>	<b>10,175</b>	<b>11,847</b>	<b>13,785</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,106	1,193	1,619	2,117	2,698	<b>成长能力</b>					
股本	523	523	523	523	523	营业收入	13.9%	10.0%	15.6%	13.9%	13.6%
资本公积	511	512	512	512	512	营业利润	12.0%	9.8%	16.9%	17.0%	17.1%
留存收益	4,497	5,153	6,004	6,956	8,070	归属于母公司净利润	7.4%	6.0%	18.4%	16.7%	16.9%
其他	76	4	4	4	4	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,714</b>	<b>7,385</b>	<b>8,662</b>	<b>10,111</b>	<b>11,807</b>	毛利率	8.3%	8.2%	8.4%	8.5%	8.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,424</b>	<b>15,486</b>	<b>18,837</b>	<b>21,959</b>	<b>25,592</b>	净利率	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
						ROE	21.3%	20.4%	21.6%	22.1%	22.8%
						ROIC	14.6%	14.2%	14.0%	13.8%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	50.0%	52.3%	54.0%	54.0%	53.9%
净利润	1,470	1,564	1,853	2,163	2,528	净负债率	0.0%	13.0%	9.9%	10.4%	14.1%
折旧摊销	55	67	63	48	35	流动比率	1.88	2.09	1.97	1.95	1.93
财务费用	170	210	297	360	424	速动比率	0.79	0.82	0.85	0.82	0.80
投资损失	(1)	(94)	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(299)	(1,774)	(1,152)	(1,611)	(2,282)	应收账款周转率	64.1	70.3	70.1	55.7	52.6
其它	(147)	(343)	36	32	36	存货周转率	5.0	5.0	4.9	4.7	4.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,248</b>	<b>(371)</b>	<b>1,097</b>	<b>992</b>	<b>741</b>	总资产周转率	2.9	3.0	2.9	2.8	2.8
资本支出	17	1	(123)	(113)	(103)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	115	121	0	0	0	每股收益	2.17	2.30	2.73	3.18	3.72
其他	(93)	(132)	5	0	0	每股经营现金流	2.39	-0.71	2.10	1.90	1.42
<b>投资活动现金流</b>	<b>39</b>	<b>(10)</b>	<b>(118)</b>	<b>(113)</b>	<b>(103)</b>	每股净资产	10.72	11.84	13.46	15.28	17.41
债权融资	10	1,022	10	0	1	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	23.6	22.3	18.8	16.1	13.8
其他	(1,780)	(256)	838	32	379	市净率	4.8	4.3	3.8	3.4	2.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,769)</b>	<b>767</b>	<b>848</b>	<b>33</b>	<b>380</b>	EV/EBITDA	11.7	10.5	8.9	7.6	6.5
汇率变动影响	(9)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.0	10.8	9.1	7.7	6.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(491)</b>	<b>387</b>	<b>1,827</b>	<b>912</b>	<b>1,018</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥(600612) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

