

业绩符合预期，业绩亮丽反映经销商乐观预期

——老凤祥 (600612.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆1-3Q2019 公司营收同比增长 15.41%，归母净利润同比增长 18.10%

1-3Q2019 实现营业收入 421.29 亿元，同比增长 15.41%；实现归母净利润 11.66 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 2.23 元，同比增长 18.01%；实现扣非归母净利润 11.25 亿元，同比增长 18.10%，业绩符合预期。

单季度拆分来看，3Q2019 实现营业收入 140.24 亿元，同比增长 24.59%；实现归母净利润 4.27 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.82 元，同比增长 26.26%；实现扣非归母净利润 4.02 亿元，同比增长 23.87%。

◆综合毛利率上升 0.48 个百分点，期间费用率下降 0.02 个百分点

1-3Q2019 公司综合毛利率为 8.48%，同比上升 0.48 个百分点。

1-3Q2019 公司期间费用率为 2.95%，同比下降 0.02 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 1.66%/0.82%/0.44%，同比分别变化 0.03/-0.03/-0.02 个百分点。

◆渠道持续拓展，业绩亮丽反映经销商乐观预期

截至报告期末公司营销网点数量达到 3722 家（含海外银楼 19 家），较 1H2019 净增 133 家。公司三季度业绩情况良好，反映了金价上行环境下批发端经销商对未来销售情况的乐观预期。但从近期社消增速中黄金珠宝类表现来看，零售端与批发端呈现一定背离，零售端的相对疲弱或在后期对经销商的备货意愿乃至公司业绩表现形成拖累。然而总体而言，在宏观经济形势不确定性犹存的大环境下，公司预计将持续受益。

◆维持盈利预测，维持“买入”评级

公司渠道规模领先，预计持续受益于避险需求上行带来的素金制品需求提升。我们维持对公司 19-21 年全面摊薄 EPS 分别为 2.71/ 3.14/ 3.46 的预测，维持“买入”评级。

◆风险提示：

金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	39,810	43,784	48,998	53,829	58,701
营业收入增长率	13.86%	9.98%	11.91%	9.86%	9.05%
净利润（百万元）	1,136	1,205	1,419	1,643	1,811
净利润增长率	7.44%	6.02%	17.80%	15.76%	10.22%
EPS（元）	2.17	2.30	2.71	3.14	3.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.26%	19.46%	20.17%	19.71%	18.57%
P/E	24	22	19	16	15
P/B	4.8	4.3	3.8	3.2	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

买入（维持）

当前价：51.35 元

分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

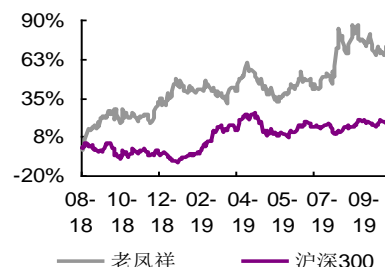
总股本(亿股)：5.23

总市值(亿元)：268.62

一年最低/最高(元)：34.46/56.19

近 3 月换手率：34.63%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.56	14.50	17.81
绝对	3.01	15.49	40.59

资料来源：Wind

相关研报

业绩略超预期，持续受益于避险需求上行
——老凤祥 (600612.SH) 2019 年中报点评

.....2019-08-27

18 年业绩基本符合快报，关注收入端变化趋势——老凤祥 (600612.SH) 2018 年报及 2019 年一季报点评

.....2019-04-25

图表 1：公司 2019Q3 归母净利润同增 26.26%，扣非归母净利润同增 23.87%

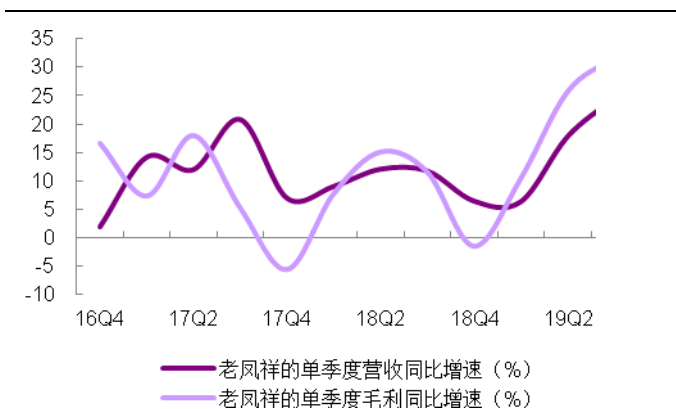
	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
2Q2017	27173.15	-3.49	0.52	26938.62	18.57	0.51	234.53
3Q2017	31428.45	12.09	0.60	28766.32	7.35	0.55	2662.13
4Q2017	23931.90	-5.86	0.46	18257.62	-22.19	0.35	5674.28
1Q2018	33392.31	7.42	0.64	31926.80	12.47	0.61	1465.51
2Q2018	31596.46	16.28	0.60	30921.49	14.78	0.59	674.97
3Q2018	33791.37	7.52	0.65	32431.10	12.74	0.62	1360.26
4Q2018	21673.77	-9.44	0.41	12983.27	-28.89	0.25	8690.50
1Q2019	37379.70	11.94	0.71	34792.77	8.98	0.67	2586.93
2Q2019	36531.80	15.62	0.70	37562.73	21.48	0.72	-1030.93
3Q2019	42663.74	26.26	0.82	40173.97	23.87	0.77	2489.76
TTM	138249.01	12.66	2.64	125512.75	10.55	2.40	12736.26

资料来源：公司公告

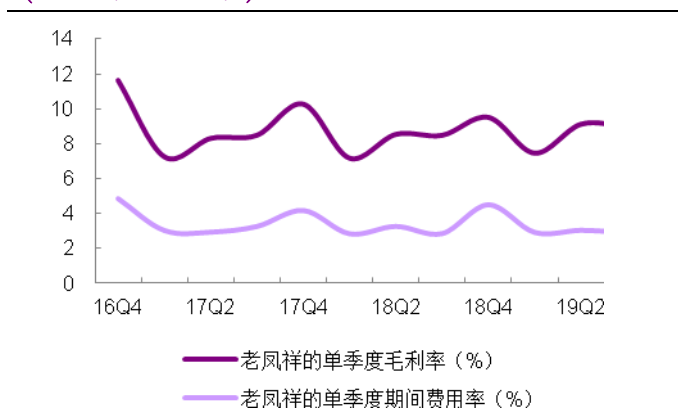
图表 2：公司 2019Q3 毛利率较上年同期上升 0.49 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期变动 (百分点)
2Q2017	992920.49	11.95	8.30	0.43	2.93	2.74	-0.44
3Q2017	1007486.19	20.83	8.48	-1.25	3.25	3.12	-0.24
4Q2017	684320.25	6.90	10.26	-1.35	4.16	3.50	-0.47
1Q2018	1412522.64	8.97	7.18	-0.08	2.84	2.36	-0.03
2Q2018	1112392.62	12.03	8.53	0.23	3.26	2.84	0.10
3Q2018	1125570.00	11.72	8.48	-0.01	2.85	3.00	-0.12
4Q2018	727962.08	6.38	9.50	-0.76	4.48	2.98	-0.52
1Q2019	1500542.02	6.23	7.46	0.28	2.92	2.49	0.13
2Q2019	1309961.00	17.76	9.11	0.58	3.03	2.79	-0.05
3Q2019	1402377.29	24.59	8.97	0.49	2.91	3.04	0.04
TTM	4940842.39	13.98	8.63	0.28	3.18	2.80	-0.03

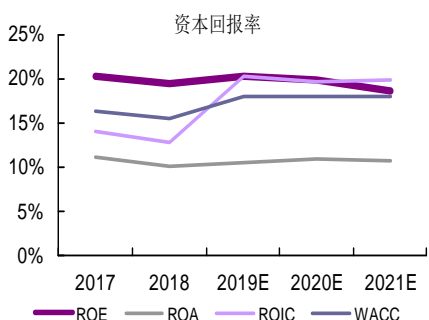
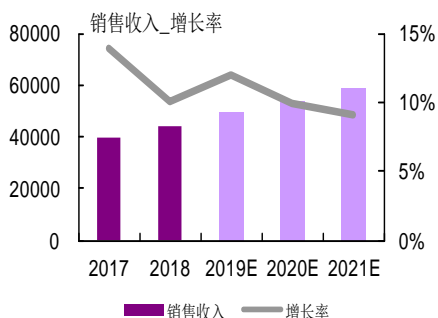
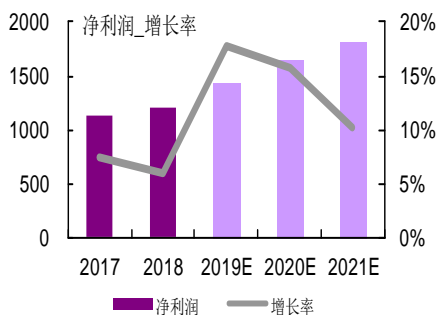
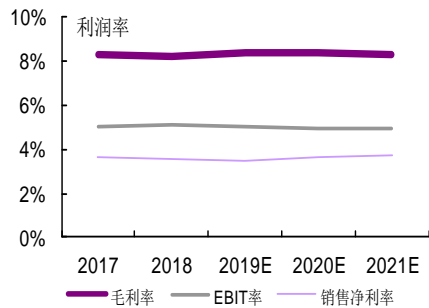
资料来源：公司公告

图表 3：公司单季度营收和毛利增速 (2016Q4-2019Q3)


资料来源：公司公告

图表 4：公司单季度毛利率和期间费用率 (2016Q4-2019Q3)


资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	39,810	43,784	48,998	53,829	58,701
营业成本	36,488	40,175	44,876	49,327	53,805
折旧和摊销	84	85	77	86	96
营业税费	175	191	245	269	294
销售费用	661	710	857	942	998
管理费用	457	470	549	619	675
财务费用	170	210	192	23	4
公允价值变动损益	0	-115	0	0	0
投资收益	1	94	0	0	0
营业利润	1,920	2,109	2,292	2,643	2,921
利润总额	1,965	2,150	2,292	2,643	2,921
少数股东损益	334	359	300	340	380
归属母公司净利润	1,136	1,205	1,419	1,643	1,811

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	13,424	15,486	16,375	18,456	20,682
流动资产	12,411	14,617	15,666	17,774	20,036
货币资金	4,358	4,750	5,467	6,576	7,833
交易型金融资产	80	110	100	100	100
应收帐款	683	443	684	751	819
应收票据	0	344	59	65	70
其他应收款	45	0	0	0	0
存货	7,210	8,901	8,965	9,855	10,751
可供出售投资	113	5	5	5	5
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	374	346	328	301	265
无形资产	100	98	93	89	84
总负债	6,710	8,102	7,847	8,289	8,721
无息负债	2,777	2,394	6,817	7,260	7,691
有息负债	3,934	5,708	1,029	1,029	1,029
股东权益	6,714	7,385	8,528	10,167	11,961
股本	523	523	523	523	523
公积金	846	847	847	847	847
未分配利润	4,162	4,817	5,661	6,960	8,374
少数股东权益	1,106	1,193	1,493	1,833	2,213

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,248	-371	6,158	1,536	1,717
净利润	1,136	1,205	1,419	1,643	1,811
折旧摊销	84	85	77	86	96
净营运资金增加	705	2,134	-3,648	991	1,012
其他	-676	-3,794	8,311	-1,184	-1,202
投资活动产生现金流	39	-10	4	-60	-60
净资本支出	31	52	60	60	60
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	7	-61	-56	-120	-120
融资活动现金流	-1,769	767	-5,445	-367	-400
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-877	1,774	-4,678	0	0
无息负债变化	-445	-383	4,423	442	431
净现金流	-491	387	717	1,109	1,256

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.86%	9.98%	11.91%	9.86%	9.05%
净利润增长率	7.44%	6.02%	17.80%	15.76%	10.22%
EBITDA 增长率	7.77%	11.17%	10.22%	7.53%	9.71%
EBIT 增长率	8.48%	11.57%	10.97%	7.38%	9.66%
估值指标					
PE	24	22	19	16	15
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	15	15	12	11	10
EV/EBIT	16	15	12	11	10
EV/NOPLAT	21	21	16	15	13
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	8.35%	8.24%	8.41%	8.36%	8.34%
EBITDA 率	5.25%	5.31%	5.23%	5.11%	5.15%
EBIT 率	5.04%	5.11%	5.07%	4.95%	4.98%
税前净利润率	4.94%	4.91%	4.68%	4.91%	4.98%
税后净利润率 (归属母公司)	2.85%	2.75%	2.90%	3.05%	3.08%
ROA	10.95%	10.10%	10.50%	10.74%	10.59%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.26%	19.46%	20.17%	19.71%	18.57%
经营性 ROIC	13.91%	12.61%	20.26%	19.69%	19.70%
偿债能力					
流动比率	1.88	2.09	2.31	2.46	2.62
速动比率	0.79	0.82	0.99	1.10	1.21
归属母公司权益/有息债务	1.43	1.08	6.83	8.10	9.47
有形资产/有息债务	3.35	2.67	15.76	17.79	19.95
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.17	2.30	2.71	3.14	3.46
每股红利	1.05	1.10	0.66	0.76	0.84
每股经营现金流	2.39	-0.71	11.77	2.94	3.28
每股自由现金流(FCFF)	1.67	-0.91	10.54	1.99	2.34
每股净资产	10.72	11.84	13.45	15.93	18.63
每股销售收入	76.10	83.70	93.67	102.90	112.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼