



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010 年 4 月 23 日

小盘股

研究部

李永喜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120070

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

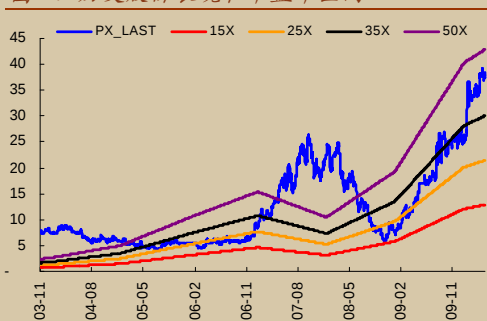
zenglb@cicc.com.cn

推荐

老凤祥(600612.CH)

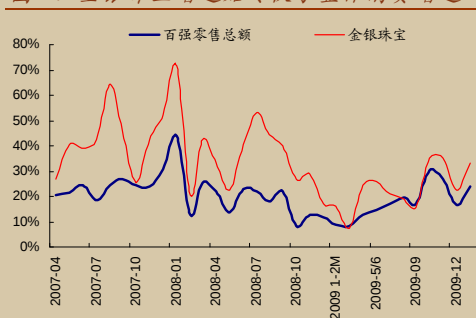
有业绩支撑的世博受益股

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



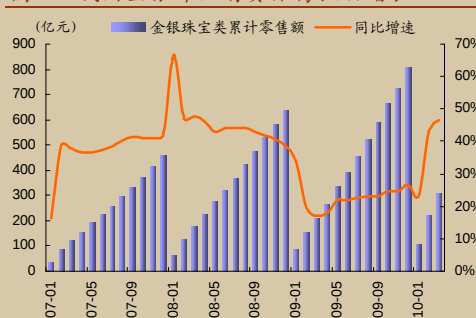
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 2: 金银珠宝增速始终快于整体消费增速



资料来源: 中国商业联合会、中金公司研究部

图 3: 我国金银珠宝消费保持强劲增长



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

公司近况:

老凤祥公布 2010 年 1 季度业绩, 实现营业收入 44 亿, 归属于上市公司股东的净利润 5414 万元, 同比分别增长 36.4% 和 48.5%。每股收益 0.20 元, 略高于预期。

评论:

金银首饰业务持续增长, 铅笔业务盈利继续恢复。金银首饰业务依然保持较高增速, 1 季度实现收入 42 亿元, 同比增长 35.8%。而铅笔出口业务继续好转, 由于去年基数较低, 今年 1 季度收入增长 65.5%。年初以来金价整体平稳, 黄金交易未有大幅亏损, 所以公司整体毛利率稳重有升。1 季度盈利增长几乎全部来自公司主业, 未受非经常性损益干扰, 盈利质量提高。

批发业务将保持高增长, 零售业务可望突破。从此次公司春季订货会了解到, 公司目前批发业务依然保持强劲增速。两天订货会共取得约 4.5 吨, 11 亿元的销售。今年公司最大的一个创新是与河南经销商合资成立老凤祥河南分公司, 通过分公司更快的提高老凤祥在河南地区的市场份额, 同时将尝试通过分公司在当地开设专卖店, 全面参与毛利率更高的零售业务。

世博会效应带来业绩增长。随着世博会的临近, 世博金条等特许产品销售逐步升温。不仅上海本地银楼, 全国的经销商都对世博产品兴趣浓厚, 订货会上多款世博产品脱销。我们预计世博会相关产品销售已经达到 2 亿元, 随着世博会的召开, 相关产品预计全年将实现 10 亿元销售收入, 且存在超预期的可能。世博产品销售将增厚公司收入至少 10%, 公司是有业绩支撑的世博受益股。

投资建议:

维持 2010 和 2011 年每股收益预测 0.81 元和 0.98 元 (假设增发上半年完成, 全年并表)。目前 A 股股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 48x 和 39x, 短期估值较高。B 股对应市盈率分别为 18x 和 15x, 估值合理, 公司作为金银首饰行业龙头, 未来成长空间大, 近期受益世博会, 业绩增长快。我们维持“推荐”的投资评级, 建议长线投资者介入估值便宜的 B 股。

风险因素:

定向增发迟迟无法完成; 金价大幅波动导致黄金交易业务出现大额浮亏; 大盘下跌导致估值水平下移。

图表 4：分季度业绩

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	QoQ
营业收入	3,472.6	1,928.0	2,125.8	1,687.4	3,228.8	2,601.2	2,853.1	2,167.1	4,404.4	36.4%	103.2%
营业成本	3,230.9	1,767.0	1,966.0	1,596.8	3,009.4	2,412.1	2,631.9	1,981.8	4,088.3	35.8%	106.3%
营业税金及附加	27.3	19.3	19.7	21.7	25.9	20.0	15.1	20.5	25.3	-2.4%	23.7%
主营业务利润	214.4	141.8	140.1	69.0	193.4	169.1	206.2	164.9	290.8	50.3%	76.4%
营业费用	55.7	49.1	47.5	31.6	55.2	43.7	65.5	50.9	76.2	38.1%	49.5%
管理费用	36.3	32.6	36.0	25.9	38.0	34.2	54.2	44.3	69.6	83.3%	57.2%
财务费用	28.5	6.7	17.8	25.8	17.2	21.4	13.7	20.6	22.1	28.5%	7.2%
公允价值变动收益	-7.5	-6.6	0.4	-3.8	5.8	2.9	-2.5	2.0	0.4	-92.8%	-78.9%
投资收益	0.3	2.4	0.3	1.2	-3.1	4.3	2.5	2.5	0.0	100.7%	-99.2%
营业利润	86.7	49.2	39.5	-21.9	85.9	73.5	72.9	59.6	126.4	47.2%	112.0%
营业利润-剔除投资收益及公允价值变动损益	94.0	53.3	38.8	-19.3	83.1	66.3	72.9	55.2	125.9	51.5%	128.4%
营业外收入	4.5	3.9	9.0	10.1	2.9	4.4	4.1	8.2	6.7	132.0%	-18.7%
营业外支出	0.1	1.4	0.7	2.7	0.0	1.0	0.2	0.5	0.7	3881.9%	39.0%
利润总额	91.1	51.7	47.9	-14.5	88.7	76.8	76.8	67.4	132.4	49.2%	96.6%
所得税	20.6	10.5	11.3	-2.6	19.8	14.5	21.2	17.6	32.2	63.1%	83.0%
少数股东损益	36.8	20.2	18.4	-9.1	32.5	22.5	28.1	23.7	46.0	41.6%	94.6%
净利润	33.7	21.1	18.2	-2.8	36.5	39.8	27.5	26.1	54.1	48.5%	107.5%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.07	-0.01	0.13	0.14	0.10	0.09	0.20	48.5%	107.5%
毛利率	7.0%	8.4%	7.5%	5.4%	6.8%	7.3%	7.8%	8.6%	7.2%	0.4%	-1.4%
营业费用率	1.6%	2.5%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	2.3%	2.4%	1.7%	0.0%	-0.6%
管理费用率	1.0%	1.7%	1.7%	1.5%	1.2%	1.3%	1.9%	2.0%	1.6%	0.4%	-0.5%
营业利润率	2.5%	2.5%	1.9%	-1.3%	2.7%	2.8%	2.6%	2.8%	2.9%	0.2%	0.1%
净利润率	1.0%	1.1%	0.9%	-0.2%	1.1%	1.5%	1.0%	1.2%	1.2%	0.1%	0.0%
有效税率	22.7%	20.2%	23.6%	18.1%	22.3%	18.9%	27.6%	26.2%	24.4%	2.1%	-1.8%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

老凤祥 600612 损益表 (人民币百万)						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	4,278	6,425	9,214	10,850	13,060	14,966
销售成本及税金	-3,887	-5,883	-8,649	-10,117	-12,124	-13,844
营业费用	-110	-147	-184	-215	-235	-284
管理费用	-119	-137	-131	-171	-196	-224
EBIT	163	257	250	348	505	613
EBITDA	193	287	283	385	544	655
财务费用	-43	-60	-79	-73	-82	-89
投资收益	-2	1	-5	3	3	3
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-30	-44	-40	-73	-110	-135
少数股东损益	-47	-76	-66	-107	-82	-102
归属于股东的净利润	70	103	70	130	270	327

老凤祥 600612 资产负债表 (人民币百万)						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	277	420	655	552	775	1,098
应收帐款	112	111	214	112	179	205
预付帐款	30	43	64	81	97	110
存货	822	1,140	1,321	2,042	2,440	2,786
其他流动资产	1	1	0	1	-	-
流动资产	1,297	1,779	2,287	2,818	3,508	4,218
固定资产	218	256	278	267	247	230
长期投资	242	222	216	218	218	218
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	512	985	674	832	1,636	1,620
资产总额	1,809	2,764	2,960	3,650	5,144	5,838
短期借款	774	877	997	1,128	1,228	1,328
各项应付款	134	335	532	635	792	904
应交税费	-18	7	-4	-108	-129	-148
应付职工薪酬	15	12	13	14	16	18
其他流动负债	134	205	380	591	711	815
流动负债	1,024	1,425	1,905	2,246	2,602	2,899
长期借款	-	-	-	-	-	-
其他长期负债	-	-	-	-	-	-
长期负债	-	-	-	-	-	-
负债总额	1,026	1,494	1,928	2,309	2,664	2,962
少数股东权益	194	239	277	361	443	545
股本	252	277	277	277	335	335
公积金及未分配利润	337	754	478	704	882	1,176
股东权益	589	1,031	755	981	1,217	1,511
负债及股东权益	1,809	2,764	2,960	4,470	5,144	5,838

老凤祥 600612 现金流量表 (人民币百万)						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	70	103	70	130	270	327
折旧/摊销	31	29	33	37	39	42
运营资本变化	-106	-32	72	-420	-227	-190
其他项	84	100	141	149	162	189
经营活动现金流	78	200	316	-104	244	369
固定资产投资	-63	-75	-38	-35	-7	-7
其他投资活动	19	14	5	12	2	-15
投资活动现金流	-43	-61	-33	-23	-5	-23
股权融资	39	-	-	-	-	-
借款变动	32	87	98	113	100	100
其他融资活动	-43	-82	-145	-89	-116	-123
融资活动现金流	27	4	-46	24	-16	-23
现金(等价物)变化	62	143	235	-103	223	323

历史股价表现						
(%)	2%	12%	15%	51%	173%	140%
行业板块	消费品		二级行业		奢侈品	
第一大股东	黄浦区国资委		持股比例		30%	
总市值(百万元)	10,641		流通市值(百万元)		5,449	
发行股数(百万股)	277		股票现价(元)		38.42	

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	41%	50%	43%	18%	20%	15%
销售毛利	25%	38%	4%	30%	28%	20%
EBITDA	36%	48%	-1%	36%	41%	20%
EBIT	47%	58%	-3%	39%	45%	21%
净利润	108%	48%	-32%	85%	108%	21%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	9.2%	8.4%	6.1%	6.8%	7.2%	7.5%
营业费用率	2.6%	2.3%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9%
管理费用率	2.8%	2.1%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%
EBITDA利润率	4.5%	4.5%	3.1%	3.5%	4.2%	4.4%
EBIT利润率	3.8%	4.0%	2.7%	3.2%	3.9%	4.1%
净利润率	1.6%	1.6%	0.8%	1.2%	2.1%	2.2%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	1.27	1.25	1.20	1.25	1.35	1.45
速动比率	0.46	0.45	0.51	0.35	0.41	0.49
现金比率	15%	15%	22%	15%	15%	19%
资产负债率	57%	54%	65%	63%	52%	51%
债务/权益	174%	145%	255%	235%	219%	196%
净债务/权益	81%	42%	44%	57%	37%	15%
利息覆盖倍数	4.5	4.8	3.6	5.3	6.6	7.3

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后利润/EBIT	43%	40%	28%	37%	53%	53%
×EBIT利润率	3.8%	4.0%	2.7%	3.2%	3.9%	4.1%
= 销售净利润率	1.6%	1.6%	0.8%	1.2%	2.1%	2.2%
×资产周转率	2.36	2.32	3.11	2.97	2.54	2.56
= 总资产收益率	3.8%	3.7%	2.4%	3.6%	5.2%	5.6%
×总资产/净资产	3.07	2.68	3.92	3.72	4.23	3.86
=净资产收益率	11.8%	10.0%	9.3%	13.2%	22.2%	21.6%

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投入资本回报率	8.9%	7.7%	6.6%	9.2%	10.6%	11.1%
平均资本回报率	12.7%	12.7%	7.9%	15.0%	24.6%	24.0%

每股指标分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.21	0.31	0.21	0.39	0.81	0.98
每股经营性现金	0.23	0.60	0.94	-0.31	0.73	1.10
每股股息	0.07	0.21	0.08	0.08	0.10	0.10
每股净资产	1.76	3.07	2.25	2.93	3.63	4.51

估值分析						
	2008A		2009A		2010E	
市盈率	183.7		99.3		47.7	
市净率	17.1		13.1		10.6	
股价/每股经营性现金流	40.8		-124.1		52.9	
红利收益率	0.2%		0.2%		0.3%	
DCF估值(RMB)						
目标股价(RMB)						
目标市盈率						
目标市净率						

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。