



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月6日

小盘股

研究部

李永喜

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207120070

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

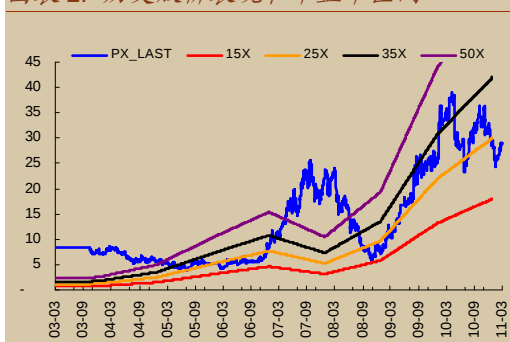
zenglb@cicc.com.cn

推荐

老凤祥(600612.SH)

业绩超出预期, 长期持续看好

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



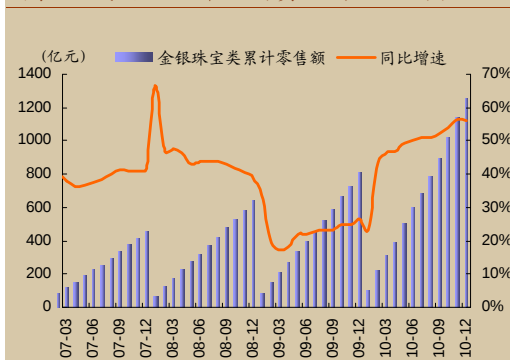
资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 2: 黄金价格近年来一路走高



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 3: 我国金银珠宝消费保持强劲增长



资料来源: CEIC, 中金公司

公司动态:

老凤祥公布 2010 年业绩快报, 预计全年实现营业收入 143.1 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元, 同比分别增长 29.65% 和 68.87%。基本每股收益 0.93 元, 超出预期。

评论:

金银首饰需求火爆, 重组完成提升盈利。随着消费升级以及金价不断攀升, 我国金银首饰消费保持强劲增长。金银首饰子公司老凤祥有限实现收入接近 140 亿, 同比增长 33%, 利润总额增长 54% 达到 4 亿元。公司非公开增发收购控股股东所持有老凤祥有限以及工美公司股权宣告完成, 上市公司持有老凤祥有限股权比例上升至 78.01%, 少数股东损益的大幅减少, 带来净利润率由 1.6% 提升至 2.0%。增发购入资产的收益从 3 季度开始合并, 如果按全年合并测算, 基本每股收益在 1.04 元左右, 全面摊薄每股收益 0.93 元, 超出预期约 15%。

金价坚挺推升行业景气度, 促消费政策将利好行业发展。在美元贬值、通胀预期高涨以及地缘局势紧张等因素影响下, 黄金价格一路走高。2010 年黄金均价上涨了 25%, 推动了消费需求, 我国金银珠宝零售额全年累计增速达到 56%。我们保守估计, 即便 2011 年黄金均价保持稳定 (前两个月均价已经比 2010 年上涨了 12%), 通过金银首饰销量的提升, 行业应能录得 25% 左右的增长。作为行业龙头, 老凤祥的市场份额尚低, 在二三线城市“品牌化”的进程仍将持续, 无论是开拓东北批发市场, 还是与地区经销商合作开设专卖店提升零售业务占比, 都有较大提升空间, 预计金银首饰业务有望保持 30% 以上的快速增长。此外, 正在讨论的提高个人所得税起征点以及未来可能的黄金珠宝首饰消费税的取消, 都对公司构成长期利好。

给出新口径下 2011 和 2012 年盈利预测。根据业绩快报, 按照收购的老凤祥有限 26% 的股权全年并表, 预计合并口径的 2011 年每股收益为 1.20 元, 比原先预计上调 22.4%; 2012 年为 1.49 元。

投资建议:

目前 A 股股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 24x 和 19x, B 股对应市盈率仅为 15x 和 12x, 估值吸引力大增。我们看好金银首饰行业的发展前景和公司的成长空间, 重申“推荐”评级。按照 2011 年 30 倍目标市盈率, 给予 12 个月目标价 36 元, 上涨空间 25%。

风险: 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: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

老凤祥 损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
600612	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
销售收入	6,425	9,214	10,850	14,315	17,650	21,231	行业板块	2%	11%	-10%	-12%	-20%	155%
销售成本及税金	-5,883	-8,649	-10,117	-13,277	-16,275	-19,569	消费品类			二级行业		奢侈品	
营业费用	-147	-184	-215	-258	-335	-393	第一大股东	黄浦区国资委		持股比率			30%
管理费用	-137	-131	-171	-215	-265	-318	总市值(百万元)	9,651		流通市值(百万元)			5,072
EBIT	257	250	348	565	775	951	发行股数(百万股)	335		股票现价 (元)			28.78
EBITDA	287	283	385	604	817	993							
财务费用	-60	-79	-73	-82	-89	-89							
投资收益	1	-5	3	0	0	0							
其他损益项	0	0	0	0	0	0							
所得税	-44	-40	-73	-124	-173	-215							
少数股东损益	-76	-66	-107	-100	-140	-174							
归属于股东的净利润	103	70	130	292	403	498							

老凤祥 资产负债表 (人民币百万)							成长性分析						
600612	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
现金	420	655	552	688	985	1,177	销售收入	50%	43%	18%	32%	23%	20%
应收帐款	111	214	112	196	242	291	销售毛利	38%	4%	30%	41%	33%	21%
预付帐款	43	64	81	106	130	156	EBITDA	48%	-1%	36%	57%	35%	22%
存货	1,140	1,321	2,042	2,672	3,275	3,938	EBIT	58%	-3%	39%	63%	37%	23%
其他流动资产	1	0	1	-	-	-	净利润	48%	-32%	85%	125%	38%	24%
流动资产	1,779	2,287	2,818	3,680	4,652	5,584							
固定资产	256	278	267	247	230	213							
长期投资	222	216	218	218	218	218							
其他长期资产	-	-	-	-	-	-							
长期资产	985	674	832	1,636	1,620	1,603							
资产总额	2,764	2,960	3,650	5,317	6,272	7,186							
短期借款	877	997	1,128	1,228	1,328	1,228							
各项应付款	335	532	635	867	1,063	1,278							
应交税费	7	-4	-108	-142	-174	-209							
应付职工薪酬	12	13	14	18	22	26							
其他流动负债	205	380	591	780	961	1,157							
流动负债	1,425	1,905	2,246	2,733	3,179	3,454							
长期借款	-	-	-	-	-	-							
其他长期负债	-	-	-	-	-	-							
长期负债	-	-	-	-	-	-							
负债总额	1,494	1,928	2,309	2,796	3,241	3,517							
少数股东权益	239	277	361	461	601	775							
股本	277	277	277	335	335	335							
公积金及未分配利润	754	478	704	904	1,274	1,739							
股东权益	1,031	755	981	1,240	1,609	2,074							
负债及股东权益	2,764	2,960	4,470	5,317	6,272	7,186							

老凤祥 现金流量表 (人民币百万)							偿债能力分析						
600612	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
净利润	103	70	130	292	403	498	流动比率	1.25	1.20	1.25	1.35	1.46	1.62
折旧/摊销	29	33	37	39	42	42	速动比率	0.45	0.51	0.35	0.37	0.43	0.48
运营资本变化	-32	72	-420	-355	-329	-365	现金比率	15%	22%	15%	13%	16%	16%
其他项	100	141	149	183	230	264	资产负债率	54%	65%	63%	53%	52%	49%
经营活动现金流	200	316	-104	160	345	440	债务/权益	145%	255%	235%	226%	201%	170%
固定资产投资	-75	-38	-35	-7	-7	-7	净债务/权益	42%	44%	57%	44%	21%	2%
其他投资活动	14	5	12	-0	-18	-18	利息覆盖倍数	4.8	3.6	5.3	7.3	9.1	11.1
投资活动现金流	-61	-33	-23	-7	-25	-25							
股权融资	-	-	-	-	-	-							
借款变动	87	98	113	100	100	-100							
其他融资活动	-82	-145	-89	-116	-123	-123							
融资活动现金流	4	-46	24	-16	-23	-223							
现金(等价物)变化	143	235	-103	136	297	191							

每股指标分析							杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
摊薄每股收益	0.31	0.21	0.39	0.87	1.20	1.49	税后利润/EBIT	40%	28%	37%	52%	52%	52%
每股经营性现金	0.60	0.94	-0.31	0.48	1.03	1.31	×EBIT利润率	4.0%	2.7%	3.2%	3.9%	4.4%	4.5%
每股股息	0.21	0.08	0.08	0.10	0.10	0.10	= 销售净利润率	1.6%	0.8%	1.2%	2.0%	2.3%	2.3%
每股净资产	3.07	2.25	2.93	3.70	4.80	6.18	×资产周转率	2.32	3.11	2.97	2.69	2.81	2.95
							= 总资产收益率	3.7%	2.4%	3.6%	5.5%	6.4%	6.9%
							×总资产/净资产	2.68	3.92	3.72	4.29	3.90	3.47
							=净资产收益率	10.0%	9.3%	13.2%	23.6%	25.0%	24.0%

回报率分析							估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		
投入资本回报率	7.7%	6.6%	9.2%	11.3%	13.0%	13.4%	市盈率	137.6	74.4	33.0	23.9	19.4	
平均资本回报率	12.7%	7.9%	15.0%	26.3%	28.3%	27.1%	市净率	12.8	9.8	7.8	6.0	4.7	
							股价/每股经营性现金流	30.6	-93.0	60.5	28.0	21.9	
							红利收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
							目标市盈率				30		
							目标价				36		

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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