



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4月26日

小盘股

研究部

李永喜¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010002

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010044

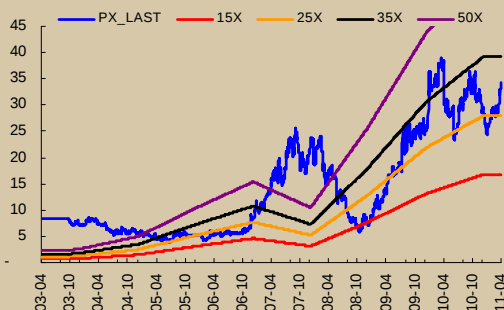
zenglb@cicc.com.cn

推荐

老凤祥(600612.SH)

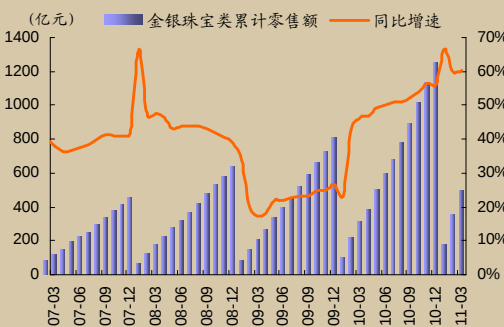
行业高景气, 业绩高增长

图表1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表2: 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

图表3: 分业务业绩

(百万元)	2009	1H10	2H10	YoY	HoH	2010	YoY
收入	11,038	7,852	6,459	24.0%	-17.7%	14,311	29.6%
铅笔业务	278	232	205	91.5%	-11.5%	437	56.9%
珠宝首饰	7,047	5,855	4,387	32.4%	-25.1%	10,241	45.3%
黄金交易	2,514	1,080	760	-25.7%	-29.6%	1,840	-26.8%
其他	1,199	686	1,107	44.9%	61.5%	1,793	49.6%
毛利率	8.0%	7.5%	10.8%	1.8%	3.3%	9.0%	1.0%
铅笔业务	29.6%	30.5%	24.2%	2.8%	-6.3%	27.5%	-2.0%
珠宝首饰	11.4%	8.1%	12.6%	2.4%	4.5%	10.0%	-1.3%
黄金交易	-4.7%	1.4%	-1.6%	-3.5%	-2.9%	0.2%	4.8%
其他	9.6%	4.5%	10.0%	-2.2%	5.5%	7.9%	-1.7%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 胡奕韵, huyiyun@cicc.com.cn

公司动态:

老凤祥公布 2010 年全年及 2011 年一季度业绩: 2010 年共实现营业收入 143.11 亿, 归属于上市公司股东的净利润 2.92 亿元, 同比分别增长 29.6% 和 68.9%。全面摊薄每股收益 0.87 元, 符合预期。公司拟以资本公积每 10 股转增 3 股。2011 年一季度实现营业收入 64.87 亿, 归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元, 同比分别增长 49.0% 和 126.4%, 全面摊薄每股收益 0.42 元, 超出预期。

评论:

金银首饰消费火爆, 重组完成提升盈利。消费升级以及不断攀升的金价促使我国金银首饰消费保持强劲增长。我国金银珠宝消费继续保持强劲增长, 2010 年金银珠宝零售额累计增速达到 56%, 2011 年一季度累计额同比增长 61%。作为行业龙头, 公司收入亦大幅增长。资产注入完成后, 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%, 2011 年 1 季度净利润率更是攀升至 2.2%。收入和净利润率“量价齐升”推动净利润大幅增长。

金价坚挺推升行业景气度, 促消费政策将利好行业发展。美元贬值、通胀预期高涨以及地缘局势紧张等因素继续推动黄金价格一路走高。2010 年黄金均价上涨了 25%, 促进了消费需求。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, 个人所得税起征点的提高以及未来可能的黄金珠宝首饰消费税的取消, 都对公司构成成长利好。

上调盈利预测 7% 和 8%。根据年报以及 1 季报数据, 我们上调了公司金银首饰业务增速以及黄金交易业务的毛利率, 调整后 2011 和 2012 年每股收益预测分别为 1.28 元和 1.61 元。

投资建议:

目前 A 股股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 26.8x 和 21.3x, B 股对应市盈率仅为 15.6x 和 12.4x, 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。

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：分季度业绩

(百万元)	季度数据													1Q11		2009A	2010A	YoY
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	YoY	QoQ			
营业收入	3,472.6	1,928.0	2,125.8	1,687.4	3,228.8	2,601.2	2,998.8	2,095.5	4,353.2	3,498.7	3,342.4	3,116.5	6,487.0	49.0%	108.1%	11,038.1	14,310.9	29.6%
营业成本	3,230.9	1,767.0	1,966.0	1,596.8	3,009.4	2,412.1	2,760.5	1,893.9	4,016.6	3,244.8	2,978.3	2,781.4	6,014.9	49.8%	116.3%	10,157.5	13,021.1	28.2%
营业税金及附加	27.3	19.3	19.7	21.7	25.9	20.0	15.6	24.2	25.7	23.5	25.1	29.6	39.9	54.9%	34.9%	86.6	103.9	20.0%
主营业务利润	214.4	141.8	140.1	69.0	193.4	169.1	222.7	177.4	310.9	230.4	339.0	305.6	432.2	39.0%	41.4%	794.0	1,185.9	49.4%
营业费用	55.7	49.1	47.5	31.6	55.2	43.7	71.6	55.0	79.9	75.8	95.0	81.9	92.6	15.8%	13.1%	230.3	332.6	44.4%
管理费用	36.3	32.6	36.0	25.9	38.0	34.2	62.6	49.8	76.2	23.9	74.0	54.5	59.0	-22.5%	8.2%	194.9	228.6	17.3%
财务费用	28.5	6.7	17.8	25.8	17.2	21.4	14.2	20.4	22.6	24.4	25.8	28.8	41.0	81.3%	42.4%	74.5	101.7	36.4%
公允价值变动收益	-7.5	-6.6	0.4	-3.8	5.8	2.9	-2.5	2.6	0.4	-6.1	3.7	24.4	-8.6	-2165.4%	-135.2%	16.5	22.5	36.4%
投资收益	0.3	2.4	0.3	1.2	-3.1	4.3	2.5	3.8	0.1	1.2	2.9	0.0	0.4	180.9%	631.5%	20.4	4.3	-79.1%
营业利润	86.7	49.2	39.5	-21.9	85.9	73.5	74.3	70.2	135.7	101.3	150.8	152.6	231.4	70.5%	51.6%	339.6	540.4	59.1%
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	74.3	63.8	135.2	106.2	144.2	128.1	239.6	77.2%	87.0%	302.7	513.7	69.7%
营业外收入	4.5	3.9	9.0	10.1	2.9	4.4	4.1	14.2	6.8	8.4	5.0	6.1	11.0	61.5%	79.6%	26.4	26.4	-0.2%
营业外支出	0.1	1.4	0.7	2.7	0.0	1.0	0.4	0.5	0.7	1.0	0.7	1.3	0.1	-90.9%	-95.3%	2.0	3.6	80.4%
利润总额	91.1	51.7	47.9	-14.5	88.7	76.8	78.0	83.9	141.9	108.8	155.1	157.4	242.3	70.8%	53.9%	364.0	563.2	54.7%
所得税	20.6	10.5	11.3	-2.6	19.8	14.5	22.4	21.0	34.6	20.1	55.2	26.5	60.3	74.1%	127.3%	86.7	136.5	57.4%
少数股东损益	36.8	20.2	18.4	-9.1	32.5	22.5	25.6	25.6	44.8	44.2	20.2	25.3	40.7	-9.3%	60.4%	104.3	134.5	28.9%
净利润	33.7	21.1	18.2	-2.8	36.5	39.8	30.1	37.3	62.5	44.5	79.7	105.6	141.4	126.4%	34.0%	173.0	292.2	68.9%
每股收益(元)	0.10	0.06	0.05	-0.01	0.11	0.12	0.09	0.11	0.19	0.13	0.24	0.31	0.42	126.4%	34.0%	0.52	0.87	68.9%
毛利率	7.0%	8.4%	7.5%	5.4%	6.8%	7.3%	7.9%	9.6%	7.7%	7.3%	10.9%	10.8%	7.3%	-0.5%	-3.5%	8.0%	9.0%	1.0%
营业费用率	1.6%	2.5%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	2.4%	2.6%	1.8%	2.2%	2.8%	2.6%	1.4%	-0.4%	-1.2%	2.1%	2.3%	0.2%
管理费用率	1.0%	1.7%	1.7%	1.5%	1.2%	1.3%	2.1%	2.4%	1.7%	0.7%	2.2%	1.7%	0.9%	-0.8%	-0.8%	1.8%	1.6%	-0.2%
营业利润率	2.5%	2.5%	1.9%	-1.3%	2.7%	2.8%	2.5%	3.3%	3.1%	2.9%	4.5%	4.9%	3.6%	0.4%	-1.3%	3.1%	3.8%	0.7%
净利润率	1.0%	1.1%	0.9%	-0.2%	1.1%	1.5%	1.0%	1.8%	1.4%	1.3%	2.4%	3.4%	2.2%	0.7%	-1.2%	1.6%	2.0%	0.5%
有效税率	22.7%	20.2%	23.6%	18.1%	22.3%	18.9%	28.7%	25.0%	24.4%	18.5%	35.6%	16.8%	24.9%	0.5%	8.0%	23.8%	24.2%	0.4%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5: 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	2010A	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
销售收入	6,425	9,214	11,038	14,311	18,089	22,521	行业板块	消费品		二级行业		奢侈品	
销售成本及税金	-5,883	-8,649	-10,244	-13,125	-16,583	-20,668	第一大股东	黄浦区国资委		持股比例			30%
营业费用	-147	-184	-230	-333	-348	-422	总市值(百万元)	11,522		流通市值(百万元)			5,868
管理费用	-137	-131	-195	-229	-271	-337	发行股数(百万股)	335		股票现价 (元)			34.36
EBIT	257	250	369	625	887	1,094							
EBITDA	287	283	412	670	933	1,141							
财务费用	-60	-79	-75	-102	-120	-116							
投资收益	1	-5	8	-9	0	0							
其他损益项	0	0	0	0	0	0							
所得税	-44	-40	-87	-136	-193	-244							
少数股东损益	-76	-66	-104	-135	-174	-220							
归属于股东的净利润	103	70	173	292	430	540							

老凤祥 资产负债表 (人民币百万)							成长性分析						
600612	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
现金	420	655	841	903	873	694	销售收入	50%	43%	20%	30%	26%	24%
应收帐款	111	214	119	210	248	309	销售毛利	38%	4%	40%	49%	27%	23%
预付帐款	43	64	109	125	157	196	EBITDA	48%	-1%	45%	63%	39%	22%
存货	1,140	1,321	2,109	3,201	4,032	5,025	EBIT	58%	-3%	47%	69%	42%	23%
其他流动资产	1	0	1	1	-	-	净利润	48%	-32%	147%	69%	47%	26%
流动资产	1,779	2,287	3,214	4,532	5,325	6,239							
固定资产	256	278	370	433	500	566							
长期投资	222	216	216	210	419	629							
其他长期资产	-	-	-	-	-	-							
长期资产	985	674	1,022	951	2,044	2,316							
资产总额	2,764	2,960	4,236	5,483	7,369	8,555							
短期借款	877	997	1,137	1,512	1,512	1,412							
各项应付款	335	532	624	743	935	1,166							
应交税费	7	-4	-99	-130	-163	-204							
应付职工薪酬	12	13	15	12	15	19							
其他流动负债	205	380	769	1,179	1,502	1,856							
流动负债	1,425	1,905	2,431	3,304	3,786	4,230							
长期借款	-	-	1	201	181	162							
其他长期负债	-	-	1	0	0	0							
长期负债	-	-	1	201	181	163							
负债总额	1,494	1,928	2,549	3,597	4,058	4,484							
少数股东权益	239	277	333	230	404	624							
股本	277	277	277	335	335	335							
公积金及未分配利润	754	478	1,076	1,321	1,751	2,291							
股东权益	1,031	755	1,353	1,656	2,086	2,626							
负债及股东权益	2,764	2,960	5,056	6,303	7,369	8,555							

老凤祥 现金流量表 (人民币百万)							盈利能力分析						
600612	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
净利润	103	70	173	292	430	540	毛利率	8.4%	6.1%	7.2%	8.3%	8.3%	8.2%
折旧/摊销	29	33	43	46	46	47	营业费用率	2.3%	2.0%	2.1%	2.3%	1.9%	1.9%
运营资本变化	-32	72	-349	-726	-440	-547	管理费用率	2.1%	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
其他项	100	141	171	182	294	336	EBITDA利润率	4.5%	3.1%	3.7%	4.7%	5.2%	5.1%
经营活动现金流	200	316	37	-207	330	376	EBIT利润率	4.0%	2.7%	3.3%	4.4%	4.9%	4.9%
固定资产投资	-75	-38	-35	-100	-96	-96	净利率	1.6%	0.8%	1.6%	2.0%	2.4%	2.4%
其他投资活动	14	5	106	-39	-143	-222							
投资活动现金流	-61	-33	71	-139	-240	-319							
股权融资	-	-	-	-	-	-							
借款变动	87	98	113	531	-	-120							
其他融资活动	-82	-145	-98	-122	-120	-116							
融资活动现金流	4	-46	15	409	-120	-236							
现金(等价物)变化	143	235	123	62	-30	-179							

每股指标分析						
600612	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.31	0.21	0.52	0.87	1.28	1.61
每股经营性现金	0.60	0.94	0.11	-0.62	0.99	1.12
每股股息	0.21	0.08	0.08	-	-	-
每股净资产	3.07	2.25	4.04	4.94	6.22	7.83

估值分析						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
市盈率	164.3	66.6	39.4	26.8	21.3	
市净率	15.3	8.5	7.0	5.5	4.4	
股价/每股经营性现金流	36.5	310.7	-55.7	34.9	30.7	
红利收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
目标市盈率						
目标价						

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