



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年7月4日

小盘股

研究部

李永喜

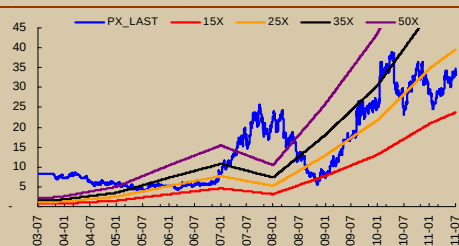
分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010002
liyongxi@cicc.com.cn

推荐

老凤祥 (600612.SH)

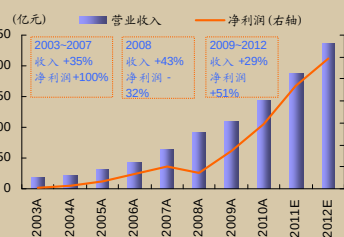
百年老店, 打造全国品牌

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: 老凤祥的快速成长之路



资料来源: 公司年报, 中金公司

图表 3: 盈利预测调整

	2011E			2012E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
营业收入	18,089	18,723	3.5%	22,521	23,627	4.9%
金银首饰	15,810	16,444	4.0%	20,185	21,291	5.5%
毛利率	9.3%	9.8%	0.5%	9.2%	9.7%	0.4%
金银首饰	8.9%	9.4%	0.5%	8.8%	9.3%	0.5%
三项费用率	7.0%	7.0%	0.0%	7.0%	7.0%	0.0%
净利润	430	467	9%	540	595	10%
EPS	1.28	1.39	9%	1.61	1.77	10%

资料来源: 公司年报, 中金公司

图表 4: 2011EPS 对金价和销量的敏感性

	2011						
	金价变动						
EPS变动	-10%	0%	5%	15%	20%	25%	30%
5%	-32%	-24%	-20%	-13%	-9%	-5%	-1%
10%	-28%	-20%	-16%	-8%	-4%	0%	4%
15%	-25%	-17%	-13%	-4%	0%	4%	8%
20%	-22%	-13%	-9%	0%	4%	9%	13%
25%	-19%	-9%	-5%	4%	9%	13%	18%
30%	-15%	-6%	-1%	8%	13%	18%	23%
35%	-12%	-2%	3%	13%	17%	22%	27%

资料来源: WIND, 中金公司研究部

投资提示:

重组完成后老凤祥将进入新一轮可持续健康发展, 拥有 160 多年历史百年老店有望借助上市公司平台由区域品牌打造成全国品牌。充分受益我国珠宝首饰行业的快速增长, 未来两年收入和净利润分别复合增长 29% 和 43%。上调盈利预测并提高六个月目标价至 41.76 元, 上涨空间 20%。

理由:

行业景气依旧, 业绩增长有望再超预期。金银珠宝类消费品零售额增速尽管在 5 月份淡季有所下滑, 但 1-5 月份累计仍然保持了 51% 的高速增长。预计今年上半年老凤祥金银首饰业务销售收入将超过 100 亿元, 利润总额 4 个亿, 接近去年全年水平, 比去年同期增长超过 50%。

推进自营旗舰店建设, 提升零售业务占比。黄金市场的火爆使得公司批发业务在二三线城市开展的如火如荼, 批发收入占比超过 80%。在保持全年新开 100 家加盟专卖店的的同时, 公司亦将加大力度推进自营银楼布局作为“十二五”规划的重要内容。沈阳、北京的精品旗舰店今年将开业。同时, 与经销商成立合资公司在当地开设零售门店的“河南模式”也将在其他地区逐步试行。业务结构逐步向“自营: 专卖: 经销 = 3: 3: 4”的目标改善, 整体毛利率水平也会随之提升。

新四类产品销售快速增长, 成未来亮点。新四类产品“翠、珠、玉、宝”虽然规模仍小, 2010 年收入占比不足 3%。但其增速 (2010 年同比增长超过 60%) 要远高于“金、银、铂、钻”老四类产品 (+45%)。老凤祥于上海国际珠宝展展出的几款价格上亿的精品翡翠首饰展示了公司出色的产品开发和设计能力, 为将来把少数产品打造成奢侈品牌奠定了基础。

上调盈利预测 9%。根据行业零售数据和公司近期经营情况, 我们分别上调公司 2011 和 2012 年每股收益预测 9% 和 10% 至 1.39 元和 1.77 元。

估值与建议

基于调整后的盈利预测, 目前公司 A 股股价对应 2011 和 2012 年的市盈率分别为 25.0x 和 19.6x, B 股股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 13.8x 和 10.9x, 估值便宜。目前股价已接近前期目标价 36 元, 我们给予 2011 年 30x 目标市盈率, 上调目标价至 41.76 元, 重申“推荐”评级。

风险

金价大幅波动

图表5：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

老凤祥							历史股价表现						
损益表(人民币百万)							1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
600612	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	2%	10%	22%	17%	43%	102%
销售收入	6,425	9,214	11,038	14,311	18,723	23,627	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	-17,079	-21,582	第一大股东	黄浦区国资委		持股比例			30%
营业费用	-147	-184	-230	-333	-360	-443	总市值(百万元)	11,649		流通市值(百万元)			5,812
管理费用	-137	-131	-195	-229	-280	-354	发行股数(百万股)	335		股票现价(元)			34.74
EBIT	257	250	369	625	1,003	1,249	成长性分析						
EBITDA	287	283	412	670	1,049	1,296	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
财务费用	-60	-79	-75	-102	-120	-116	销售收入	50%	43%	20%	30%	31%	26%
投资收益	1	-5	8	-9	0	0	销售毛利	38%	4%	40%	49%	39%	24%
其他损益项	0	0	0	0	0	0	EBITDA	48%	-1%	45%	63%	56%	24%
所得税	-44	-40	-87	-136	-222	-283	EBIT	58%	-3%	47%	69%	61%	24%
少数股东损益	-76	-66	-104	-135	-200	-255	净利润	48%	-32%	147%	69%	60%	27%
归属于股东的净利润	103	70	173	292	467	595	盈利能力分析						
							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
老凤祥	资产负债表(人民币百万)						毛利率	8.4%	6.1%	7.2%	8.3%	8.8%	8.7%
600612	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	营业费用率	2.3%	2.0%	2.1%	2.3%	1.9%	1.9%
现金	420	655	841	903	875	730	管理费用率	2.1%	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
应收帐款	111	214	119	210	256	324	EBITDA利润率	4.5%	3.1%	3.7%	4.7%	5.6%	5.5%
预付帐款	43	64	109	125	162	205	EBIT利润率	4.0%	2.7%	3.3%	4.4%	5.4%	5.3%
存货	1,140	1,321	2,109	3,201	4,152	5,247	净利润率	1.6%	0.8%	1.6%	2.0%	2.5%	2.5%
其他流动资产	1	0	1	1	-	-	偿债能力分析						
流动资产	1,779	2,287	3,214	4,532	5,460	6,521	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
固定资产	256	278	370	433	500	566	流动比率	1.25	1.20	1.32	1.37	1.42	1.50
长期投资	222	216	216	210	419	629	速动比率	0.45	0.51	0.45	0.40	0.34	0.29
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	现金比率	15%	22%	20%	16%	12%	8%
长期资产	985	674	1,022	951	2,044	2,316	资产负债率	54%	65%	60%	66%	55%	52%
资产总额	2,764	2,960	4,236	5,483	7,504	8,836	债务/权益	145%	255%	188%	217%	195%	170%
短期借款	877	997	1,137	1,512	1,512	1,412	净债务/权益	42%	44%	21%	44%	39%	32%
各项应付款	335	532	624	743	963	1,217	利息覆盖倍数	4.8	3.6	5.5	6.6	8.7	11.1
应交税费	7	-4	-99	-130	-168	-213	杜邦分析						
应付职工薪酬	12	13	15	12	16	20	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
其他流动负债	205	380	769	1,179	1,551	1,942	税后利润/EBIT	40%	28%	47%	47%	47%	48%
流动负债	1,425	1,905	2,431	3,304	3,858	4,359	xEBIT利润率	4.0%	2.7%	3.3%	4.4%	5.4%	5.3%
长期借款	-	-	1	201	181	162	=销售净利润率	1.6%	0.8%	1.6%	2.0%	2.5%	2.5%
其他长期负债	-	-	1	0	0	0	x资产周转率	2.32	3.11	2.61	2.61	2.50	2.67
长期负债	-	-	1	201	181	163	=总资产收益率	3.7%	2.4%	4.1%	5.3%	6.2%	6.7%
负债总额	1,494	1,928	2,549	3,597	4,130	4,613	x总资产/净资产	2.68	3.92	3.13	3.31	3.53	3.25
少数股东权益	239	277	333	230	430	685	=净资产收益率	10.0%	9.3%	12.8%	17.6%	22.0%	21.9%
股本	277	277	277	335	335	335	回报率分析						
公积金及未分配利润	754	478	1,076	1,321	1,788	2,382	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
股东权益	1,031	755	1,353	1,656	2,123	2,718	投入资本回报率	7.7%	6.6%	9.6%	13.4%	12.8%	13.3%
负债及股东权益	2,764	2,960	5,056	6,303	7,504	8,836	平均资本回报率	12.7%	7.9%	16.4%	19.4%	24.7%	24.6%
							每股指标分析						
老凤祥	现金流量表(人民币百万)						2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
600612	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	摊薄每股收益	0.31	0.21	0.52	0.87	1.39	1.77
净利润	103	70	173	292	467	595	每股经营性现金	0.60	0.94	0.11	-0.62	0.99	1.22
折旧/摊销	29	33	43	46	46	47	每股股息	0.21	0.08	0.08	-	-	-
运营资本变化	-32	72	-349	-726	-502	-602	每股净资产	3.07	2.25	4.04	4.94	6.33	8.10
其他项	100	141	171	182	320	371	估值分析						
经营活动现金流	200	316	37	-207	331	410	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
固定资产投资	-75	-38	-35	-100	-96	-96	市盈率	166.1	67.3	39.9	25.0	19.6	
其他投资活动	14	5	106	-39	-143	-222	市净率	15.4	8.6	7.0	5.5	4.3	
投资活动现金流	-61	-33	71	-139	-240	-319	股价/每股经营性现金流	36.9	314.1	-56.3	35.1	28.4	
股权融资	-	-	-	-	-	-	红利收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
借款变动	87	98	113	531	-	-120	目标市盈率				30		
其他融资活动	-82	-145	-98	-122	-120	-116	目标价				41.76		
融资活动现金流	4	-46	15	409	-120	-236							
现金(等价物)变化	143	235	123	62	-29	-145							

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/或机构投资者提供。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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

