

老凤祥 (600612.SH) 批发和零售贸易

业绩基本符合预期，四季度金价下滑致使增速放缓

公司研究简报

◆公告梗概：

公司公告，经初步测算预计2011年度合并报表归属于公司股东的净利润较上年同期增长70%以上，主要原因是公司主营业务黄金珠宝首饰销售收入实现较大幅度增长，并带动盈利水平有效提高。

◆受到金价回调影响，预计四季度单季销售增速有所放缓：

2011 年 4 季度以来，国际金价波动较大，其中 COMEX 黄金连续合约价格从 11 月 7 日的阶段最高价 1799.9 美金/盎司一路下滑到 12 月 30 日的 1567 美金/盎司。受到金价下跌影响，黄金珠宝子行业销售增速出现放缓迹象，2011 年 10 月/11 月/12 月限额以上的金银珠宝首饰销售增速分别为 32.3%/16.2%/35.6%，较前三季度增速明显放缓。

公司1-3Q归属于母公司的净利润已达4.31亿元，同比增长130.92%，而公司测算全年净利润增速仅在70%以上，我们预计公司四季度单季度的销售增速由于受到金价下跌影响，销售增速放缓至20%左右；同时由于金价下滑导致的存货损失将部分体现为毛利率下滑，我们估计公司4Q单季净利润增长为-20%左右。

◆加速拓展“新四类”高毛利产品，未来融资或有诉求：

公司积极开拓“翠、珠、玉、宝”新四大类的市场，新四大类毛利率达30%以上，远高于黄金首饰，未来公司对新四大类的销售比重目标为5%，未来将大大提升产品的盈利水平。而随着公司销售规模不断扩大，尤其近三年黄金价格上涨了70%以后，作为资金密集型黄金珠宝行业，我们认为从目前3Q2011季报66.8%的负债率来看，虽然对于融资进程和方式较难判断时点，但未来公司对于资金量而言是有需求的。

◆维持买入评级，短期催化剂为节假日因素：

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 分别至 1.19/1.58/2.04 元（之前为 1.26/1.61/1.98 元），以 2010 年为基期三年 CAGR 为 44.8%，给予公司六个月目标价 39.75 元，对应 2012 年 25 倍市盈率。老凤祥作为 A 股营业规模最大的黄金珠宝企业，业务较纯且历史品牌知名度较高，因此在未来行业集中度的整合中具有一定先发优势。近期国际金价有所回调，但公司一月批发会销售数据仍较为理想，预计同比增长约 25%-30%，维持买入评级。

◆风险提示：黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	10,850	14,311	20,736	27,308	33,651
营业收入增长率	17.76%	31.89%	44.90%	31.70%	23.22%
净利润（百万元）	130	292	518	688	887
净利润增长率	85.08%	125.11%	77.18%	32.94%	28.90%
EPS（元）	0.30	0.67	1.19	1.58	2.04
ROE（归属母公司）	13.23%	17.64%	23.82%	25.31%	25.94%
P/E	93	41	23	18	14

买入（维持）

当前价/目标价：27.74/39.75 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebcn.com

市场数据

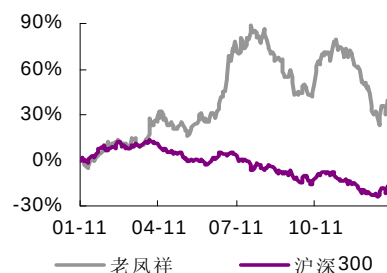
总股本(亿股)：4.36

总市值(亿元)：120.93

一年最低/最高(元)：24.00/38.78

近 3 月换手率：12.43%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-12.23	2.11	56.29
绝对	-8.96	-2.67	39.18

相关研报

老凤祥：业绩持续超预期，受益金价上涨的行业龙头---3Q2011 季报点评

.....2011-10-28

老凤祥：业绩超预期，并表因素贡献较多利润---1H2011 中报点评

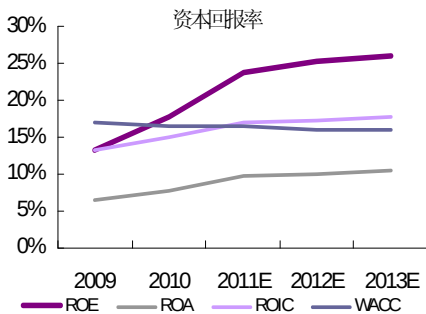
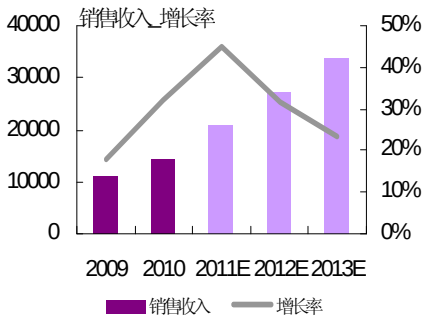
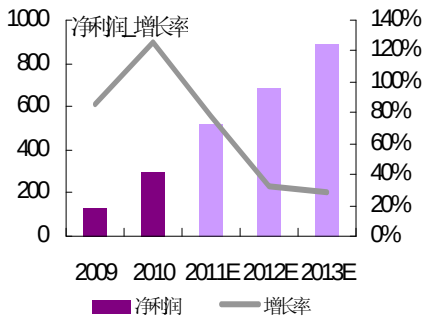
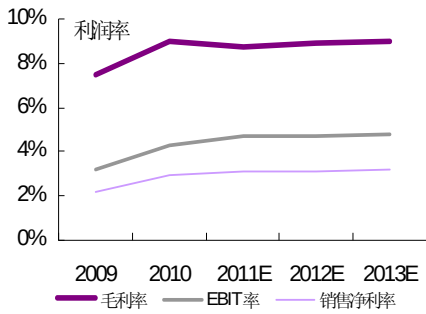
.....2011-08-26

老凤祥：业绩符合预期，尽享行业景气盛宴---1H2011 中报业绩预增点评

.....2011-07-12

相关报告

2010-08-23 业绩符合预期，业务向零售渠道倾斜-1H2010 老凤祥中报简评
2010-10-27 业绩符合预期，未来业绩增厚可期---老凤祥 2010 年 3 季报点评
2011-04-13 老凤祥：业绩超预期，业务量价齐升及新增股权并表是主因---1Q2011 业绩预增公告点评
2011-04-26 老凤祥：业绩远超预期，量价齐升下的高成长---2010 年报及 1Q2011 季报点评
2011-06-08 黄金珠宝行业深度报告：熠熠生辉之朝阳行业，渠道和品牌优势者胜出
2011-07-12 老凤祥：业绩符合预期，尽享行业景气盛宴---1H2011 中报业绩预增点评
2011-08-26 老凤祥：业绩超预期，并表因素贡献较多利润---1H2011 中报点评
2011-10-28 老凤祥：业绩持续超预期，受益金价上涨的行业龙头---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,850	14,311	20,736	27,308	33,651
营业成本	10,035	13,021	18,917	24,880	30,638
折旧和摊销	4	33	41	45	49
营业税费	81	104	151	199	246
销售费用	37	46	415	546	673
管理费用	171	229	290	396	488
财务费用	73	102	121	156	183
公允价值变动损益	8	22	0	0	0
投资收益	6	4	0	0	0
营业利润	292	540	864	1,131	1,423
利润总额	310	563	864	1,131	1,423
少数股东损益	107	135	130	160	180
归属母公司净利润	129.80	292.19	517.70	688.22	887.13

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,650	5,483	6,688	8,500	10,245
流动资产	2,818	4,532	5,719	7,526	9,270
货币资金	552	903	1,244	1,639	2,019
交易型金融资产	16	79	16	16	16
应收账款	112	210	311	410	505
应收票据	5	0	25	33	40
其他应收款	9	14	207	273	337
存货	2,042	3,201	3,763	4,956	6,108
可供出售投资	300	173	200	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	12	10	10	10	10
固定资产	253	345	371	390	403
无形资产	14	98	96	93	91
总负债	2,309	3,597	4,154	5,260	6,125
无息负债	1,181	1,884	1,905	2,485	3,044
有息负债	1,128	1,713	2,249	2,774	3,081
股东权益	1,342	1,887	2,534	3,240	4,121
股本	277	335	436	436	436
公积金	457	831	883	910	910
未分配利润	247	490	855	1,374	2,074
少数股东权益	361	230	360	520	700

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-104	-207	-61	217	494
净利润	130	292	518	688	887
折旧摊销	4	33	41	45	49
净营运资金增加	518	834	1,182	1,227	1,186
其他	-756	-1,366	-1,801	-1,743	-1,628
投资活动产生现金流	-23	-139	-14	-50	-50
净资本支出	34	93	50	50	50
长期投资变化	12	10	0	0	0
其他资产变化	-69	-242	-64	-100	-100
融资活动现金流	24	409	415	227	-63
股本变化	0	58	101	0	0
债务净变化	131	585	536	526	306
无息负债变化	249	704	21	580	559
净现金流	-103	62	341	394	381

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.76%	31.89%	44.90%	31.70%	23.22%
净利润增长率	85.08%	125.11%	77.18%	32.94%	28.90%
EBITDA 增长率	39.15%	70.62%	9.60%	29.91%	24.23%
EBIT 增长率	42.66%	75.69%	9.12%	30.73%	24.78%
估值指标					
PE	93	41	23	18	14
PB	12	7	6	4	4
EV/EBITDA	17	12	14	12	10
EV/EBIT	17	12	15	12	10
EV/NOPLAT	34	24	20	16	13
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	4	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	7.51%	9.01%	8.77%	8.89%	8.95%
EBITDA 率	3.57%	4.62%	4.94%	4.88%	4.92%
EBIT 率	3.23%	4.30%	4.75%	4.71%	4.77%
税前净利润率	2.85%	3.94%	4.16%	4.14%	4.23%
税后净利润率 (归属母公	1.20%	2.04%	2.50%	2.52%	2.64%
ROA	6.48%	7.78%	9.68%	9.98%	10.42%
ROE (归属母公司) (摊	13.23%	17.64%	23.82%	25.31%	25.94%
经营性 ROIC	13.15%	15.07%	16.94%	17.27%	17.77%
偿债能力					
流动比率	1.25	1.37	1.45	1.49	1.56
速动比率	0.35	0.40	0.49	0.51	0.53
归属母公司权益/有息债务	0.87	0.97	0.97	0.98	1.11
有形资产/有息债务	3.19	3.12	2.92	3.02	3.29
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.30	0.67	1.19	1.58	2.04
每股红利	0.13	0.00	0.33	0.43	0.54
每股经营现金流	-0.24	-0.47	-0.14	0.50	1.13
每股自由现金流(FCFF)	-0.57	-0.93	-1.09	-0.61	0.04
每股净资产	2.25	3.80	4.99	6.24	7.85
每股销售收入	24.89	32.83	47.57	62.64	77.19

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

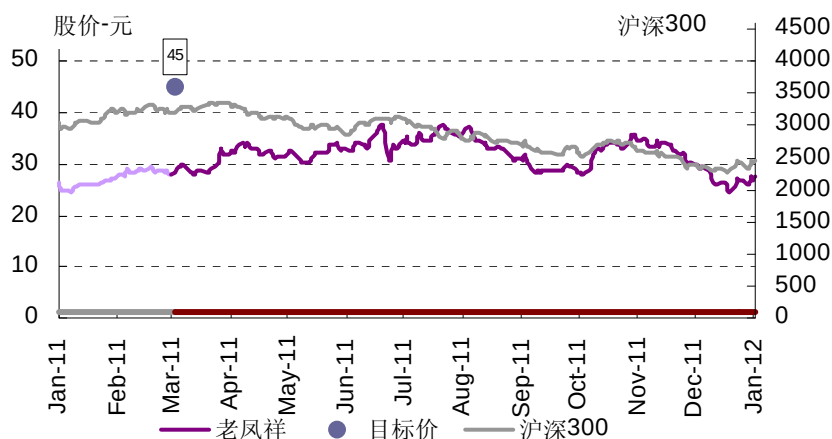
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿,毕业于德国波恩大学国民经济学,获得 CFA CAIA FRM 证书,现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名,“金牛奖”第五名,2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

老凤祥 (600612)



日期	股价	目标价	评级
2011-03-20	27.79	45.00	买入
2011-03-27	29.79	43.40	买入
2011-04-13	29.40	43.40	买入
2011-04-26	34.36	45.00	买入
2011-06-08	32.16	45.00	买入
2011-07-12	30.68	39.00	买入
2011-08-26	34.84	39.00	买入
2011-10-28	32.24	40.25	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：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；证券资产管理；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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	梁晨	010-56513153	13901184256	liangchen@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
企业客户	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebscn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebscn.com