

其他轻工制造 II

东方金钰 (600086. SH) /24. 93 元

3 月 12 日缅甸公盘可能再度成为催化剂

事 项

近期我们调研了东方金钰

主要观点

1、10 年业绩符合预期

2010 年业绩增长 400%左右，大概 0.17 元（我们预期是 0.18 元）。业绩增长主要是 10 年翡翠原料及产品价格持续上涨；公司与腾冲嘉德利珠宝实业达成债务重组协议，增加债务重组收益 2856 万元（计入营业外收入）。根据过往经验，我们调高公司 10 年收入为 17.1 亿元，黄金饰品收入占比依然维持在 55%左右；珠宝玉石销售占比 45%（约 7.7 亿元销售），其中原石销售 2-3 亿元，5-6 亿元为镶嵌黄金的翡翠（即成品）。这个符合公司一贯的“质差者先出”的策略。即先卖质量差的原石，因为好的原石不断涨价。所以这个产品结构以及销售策略也导致公司毛利率偏低，前三季度毛利率只有 8.77%。公司未来不会改变目前的产品结构。

2、库存增值幅度依然较大

10 年三季度末，公司的存货为 16.7 亿元，其中玉石库存约 12 亿元；根据季度的收入情况来判断，我们估计年底大概有 7-8 亿元的玉石库存，4 季度应该处理了部分原石和成品。根据我们前期对翡翠的价格观察，2000 年到 2009 年，翡翠平均每年涨价幅度大概 18%，而 2010 年开始，翡翠价格大幅提升，增速在 30-50%左右。我们简单按照这个价格走势来判断公司历史以来珠宝玉石库存现在的价值。由于库存和产品销售是动态的变化，我们只能进行静态测算。我们以 2006 年为基点，当年的珠宝玉石库存为 2.05 亿元，2007-2009 年每年增值 18%，2010 年增值 40%，那目前的价值应该为 4.71 亿元；其余每年（2007-2009 年）增加的珠宝玉石库存也分别按照 18%和 40%的增值率去计算，2010 年以来的库存增加值则简单按照 20%增值率去测算，那么公司目前库存的珠宝玉石实际价值为 12.78 亿元，较账面价值大概增值了 59%。

3、缅甸公盘预期价格继续上扬

10 年 11 月 29 日，缅甸内比都首届珠宝交易会成交额破 10 亿欧元（缅甸公盘），成交金额创历史新高，公司在交易会上也买了一亿多元的原石，该次公盘总体价格上涨了约 30%，中高档翡翠毛料价格较 6 月份公盘价格大幅上升 50-60%，这意味着新一批翡翠玉石成品价格还会上涨。2003 年之后，翡翠价格每年上一个台阶，时隔 7 年，品质上佳原料日益稀缺，但成交额却达到 7 年前的几十倍；11 年 3 月 12 日，缅甸珠宝交易会如期举行，我们预期总体价格依然可能继续上涨 30%，中高档原石涨幅会更大，主要还是资金推动以及抗通胀等因素。我们认为公司依然是一个通胀背景下较好的趋势投资品。

证券分析师：区志航

执业编号：S0850209050634

Tel: 0755-82828559

Email: ouzhihang@hczq.com

投资评级

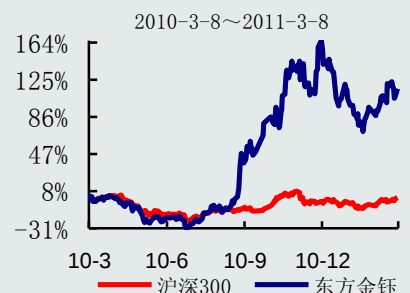
投资评级：推荐

评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	35228
流通 A 股/B 股(万股)	17834/0
资产负债率(%)	76.05
每股净资产(元)	1.15
市盈率(倍)	273.20
市净率(倍)	21.68
12 个月内最高/最低价	32.77/7.6

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《东方金钰调研简报：亚运主题起航》

2010-03-09

《东方金钰中报点评：翡翠涨价受益者》

2010-08-30

4、未来发展模式思考——掌握上游拓展下游

我们认为珠宝行业尤其是玉石子行业的价值链应该也符合“微笑曲线”理论，两头的价值最大，也就是说玉石公司应该掌握上游原料市场以及掌握下游渠道。随着原料尤其是高档原料不断稀缺，资源价值凸显，东方金钰此类公司应该更重视掌握原料，10年4月份大股东以7.8元的价格转让1800万股给中信信托，其实也有出于借用中信信托资金优势以更大程度掌握上游资源。大股东目前在云南腾冲还在建原料交易市场，我们认为出于将上市公司做大做强或者股东利益最大化的考虑，大股东应该将此交易市场放在上市公司；另外，公司一直对渠道拓展也相对重视，2009年10月份珠宝展开始就推出全国加盟连锁业务，计划3年达到360家店的规模。目前大概100多家门店。所以后续依然继续拓展门店。

第三季度公司资产负债率高达76%，我们判断，公司如果致力掌握上游拓展下游，则有可能通过股权再融资来解决资金问题。

5、建议和盈利预测

我们可以通过佳士得拍卖行的成绩来了解和判断珠宝行业发展趋势。佳士得公布了2010年度全球拍卖总成绩，其全球珠宝销售总额为4.264亿美元，较2009年珠宝销售总额增长56%更打破佳士得于2007年创下的3.95亿美元的年度最高珠宝销售纪录。随着全球通胀时代的来临，我们认为珠宝的抗通胀特质不断会被市场所强化。

考虑到公司和中国黄金的合作以及和上海塔斯的合作将带来收入的提升，我们上调11年盈利预测为0.41元，给予12年业绩为0.71元。维持“推荐”评级，我们认为近期缅甸公盘可能再度成为股价催化剂，公司依然是一个较好的趋势投标的及抗通胀标的。其实公司业绩调节能力很强，具体放多少业绩就看公司是否有动力，公司可以灵活的通过处理库存等方式实现业绩增长。因为大股东股票集中在12年解禁，个人判断12年业绩可能会达到一个高峰。

风险提示

业绩调节能力很强；11年5月底部分股权解禁。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1185	1732	2167	2777
现金	71	825	1212	1785
应收账款	50	60	67	59
其它应收款	22	33	26	27
预付账款	232	114	128	158
存货	811	692	731	745
其他	0	8	3	3
非流动资产	324	321	321	319
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4	4	4	3
无形资产	1	2	2	3
其他	319	316	315	312
资产总计	1509	2053	2488	3096
流动负债	222	504	522	454
短期借款	57	183	154	131
应付账款	60	26	32	39
其他	104	295	336	283
非流动负债	805	993	1255	1671
长期借款	800	987	1249	1665
其他	5	6	6	6
负债合计	1027	1497	1777	2125
少数股东权益	108	118	128	138
股本	352	352	352	352
资本公积金	102	102	102	102
留存收益	-80	-17	128	378
归属母公司股东权益	375	438	582	833
负债和股东权益	1509	2053	2488	3096

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-316	406	189	279
净利润	18	73	154	261
折旧摊销	2	2	2	2
财务费用	36	53	53	60
投资损失	-1	-10	-2	-2
营运资金变动	-369	286	-18	-42
其它	-2	2	-1	-0
投资活动现金流	-1	2	4	-1
资本支出	1	0	0	0
长期投资	0	-2	1	-0
其他	0	0	5	-1
筹资活动现金流	365	346	195	295
短期借款	-166	126	-28	-23
长期借款	800	187	262	416
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-269	34	-39	-98
现金净增加额	18	754	387	573

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1115	1710	2404	3250
营业成本	1025	1527	2084	2754
营业税金及附加	1	2	3	5
营业费用	8	17	26	39
管理费用	22	21	31	45
财务费用	36	53	53	60
资产减值损失	-2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	10	2	2
营业利润	27	100	206	348
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	29	99	206	348
所得税	10	26	51	87
净利润	18	73	154	261
少数股东损益	6	10	10	10
归属母公司净利润	12	63	144	251
EBITDA	66	154	262	410
EPS（元）	0.03	0.18	0.41	0.71

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	52.3%	53.3%	40.6%	35.2%
营业利润	70.4%	263.2%	107.2%	68.7%
归属母公司净利润	113.8%	420.7%	128.1%	73.6%
获利能力				
毛利率	8.1%	10.7%	13.3%	15.3%
净利率	1.1%	3.7%	6.0%	7.7%
ROE	3.2%	14.5%	24.8%	30.1%
ROIC	3.9%	15.3%	25.8%	38.6%
偿债能力				
资产负债率	68.0%	72.9%	71.4%	68.6%
净负债比率	83.49%	84.36%	84.82%	87.64%
流动比率	5.35	3.44	4.15	6.12
速动比率	1.69	2.06	2.75	4.48
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.96	1.06	1.16
应收帐款周转率	16	31	38	51
应付帐款周转率	28.67	35.69	71.89	76.85
每股指标(元)				
每股收益	0.03	0.18	0.41	0.71
每股经营现金	-0.90	1.15	0.54	0.79
每股净资产	1.06	1.24	1.65	2.36
估值比率				
P/E	687.98	132.12	57.93	33.36
P/B	22.33	19.10	14.36	10.04
EV/EBITDA	137	58	34	22

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801