

其他轻工制造 II

东方金钰 (600086. SH) / 26.30 元

业绩并非关键看点, 翡翠趋势和库存决定股价

事项

2011 年 3 月 26 日, 东方金钰披露 10 年年报, 收入 15.70 亿元, 同比增长 40.76%; 公司实现营业利润 6478 万元, 同比增长 136.35%; 归属于母公司所有者净利润 5747 万元, 同比增长 372.80%。每股收益 0.16 元。

主要观点

1、净利润基本符合预期

10 年收入 15.7 亿元、净利润 5747 万元, 每股收益 0.16 元, 基本符合预期。我们认为公司业绩增长主要是 10 年翡翠原料及产品价格持续上涨, 公司在翡翠尤其是镶嵌黄金的翡翠饰品上的销售大幅提升 136.78%至 6.43 亿元。全年综合毛利率提升 3.79 个百分点至 11.92%, 其中珠宝玉石毛利率为 21.36%, 提升 0.58 个百分点; 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 (10 年营业外收入 2875 万元, 同比增长 1549%)。

2、翡翠价格上升去趋势依然明显

11 年 3 月 10 日至 22 日, 缅甸内比都第二次举办珠宝交易会, 暨缅甸第 48 届珠宝交易会。交易会展出的玉石将达 1 万 8 千多堆, 是上一届的两倍; 成交超过 200 亿元人民币 (共成交 13608 堆), 环比大概翻番, 初步估计成交价格涨幅 50% (高端顶级翡翠毛料价格可能翻番), 价格上升幅度超出我们的预期, 主要是贵的毛料成交较多。目前, 缅甸未再发现新的玉石矿坑, 未来十年内将面临越来越少的趋势。我们认为翡翠价格依然保持上升势头, 拥有良好的抗通胀能力; 3 月 24 日晚缅甸东北部地区发生里氏 7.2 级地震 (北纬 20° 8', 东经 99° 8'), 云南西双版纳有震感。缅甸翡翠矿区位于北部克钦邦西端密支那市的帕敢地区 (北纬 25° 42' 东经 96° 16')。理论上地震将影响矿山开采以及陆路运输到云南, 但矿山开采周期较长, 且目前海运占比较大, 所以估计不会对翡翠供应造成太大影响, 但可能短期刺激翡翠价格继续走高。

3、珠宝玉石库存超预期

在 3 月 8 日《东方金钰调研简报: 3 月 12 日缅甸公盘可能再度成为催化剂》中, 我们估计公司 10 年底大概有 7-8 亿元的玉石库存, 但实际上, 公司拥有 12.20 亿元的珠宝玉石库存, 较 3 季度末略有增加。根据我们的测算方法, 公司目前库存的珠宝玉石实际价值为 17.83 亿元, 较账面价值大概增值了 46.10%。

4、建议和盈利预测

我们认为业绩并非东方金钰关键看点, 业绩只会在公司不同诉求阶段进行不同的调节; 翡翠价格趋势以及公司库存价值决定了股价, 所以在趋势向上的背景下, 公司股价依然是有较强的支撑。我们维持 11-13 年盈利预测为 0.41、0.71

证券分析师: 区志航

执业编号: S0850209050634

Tel: 0755-82828559

Email: ouzhihang@hczq.com

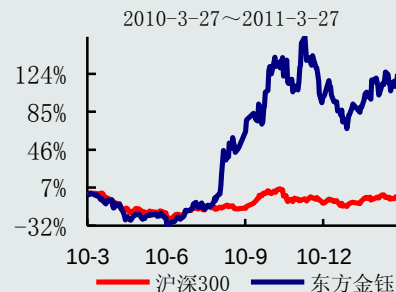
投资评级

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(%)	78.45
每股净资产(元)	1.23
市盈率(倍)	161.20
市净率(倍)	21.45
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

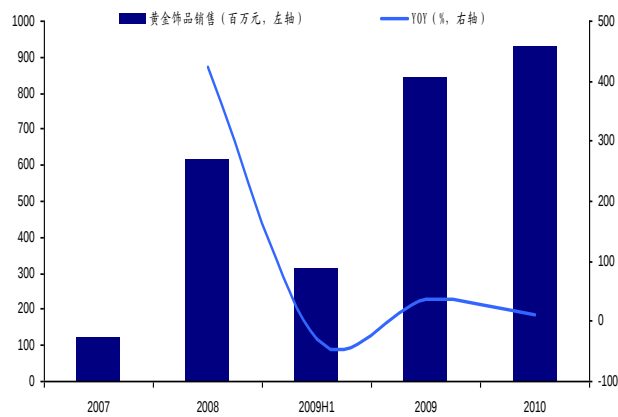
《东方金钰调研简报: 3 月 12 日缅甸公盘可能再度成为催化剂》	2011-03-08
《东方金钰中报点评: 翡翠涨价受益者》	2010-08-30
《东方金钰调研简报: 亚运主题起航》	2010.03.09

和 0.88 元，维持“推荐”评级。

风险提示

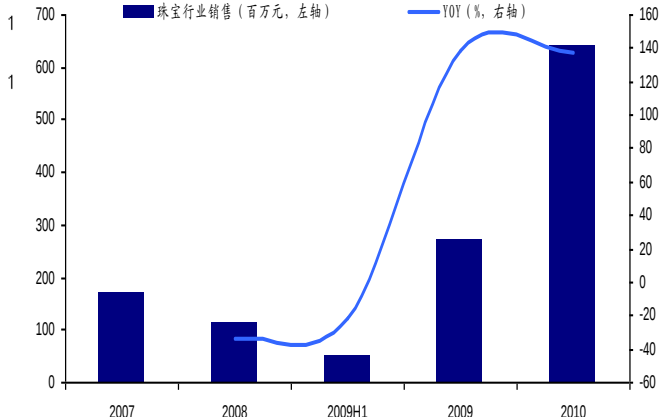
资产负债率高达 78.45%；11 年 5 月 29 日大非小非约 1600 万股解禁；12 年 5 月 29 日全流通。

图表 1 黄金饰品销售略增 10.36%



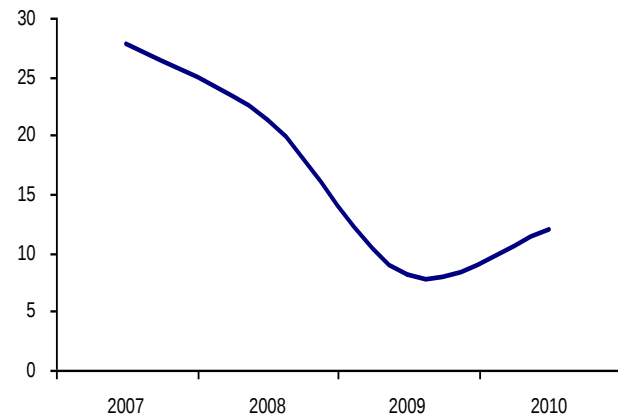
资料来源：华创证券

图表 2 珠宝玉石销售大增 136.78%



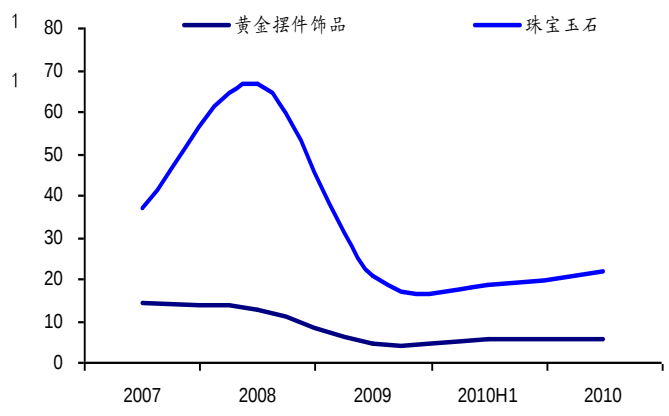
资料来源：华创证券

图表 3 综合毛利率提升 3.79 个百分点



资料来源：华创证券

图表 4 分产品毛利率



资料来源：华创证券

图表 5 历届缅甸珠宝交易会成交情况

	40 届	41 届	42 届	43 届	44 届	45 届	47 届	48 届
缅甸珠宝交易会	2332 万美元	8400 万欧元	1.48 亿欧元	2.92 亿美元	4 亿欧元	7 亿多欧元	10 亿欧元	200 亿元 RMB 以上

资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2217	2249	2904	3678
现金	80	883	1365	1997
应收账款	64	68	60	64
其它应收款	34	27	28	29
预付账款	64	111	136	104
存货	1958	1153	1307	1473
其他	18	6	8	11
非流动资产	367	335	336	338
长期投资	40	13	18	24
固定资产	21	20	19	18
无形资产	1	2	2	3
其他	304	300	297	294
资产总计	2584	2584	3240	4016
流动负债	1252	905	976	1267
短期借款	352	211	207	257
应付账款	207	93	120	140
其他	692	602	649	870
非流动负债	775	966	1285	1445
长期借款	770	960	1280	1440
其他	5	6	5	5
负债合计	2027	1871	2261	2712
少数股东权益	125	135	150	165
股本	352	352	352	352
资本公积金	102	102	102	102
留存收益	-23	123	374	684
归属母公司股东权益	432	578	829	1139
负债和股东权益	2584	2584	3240	4016

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-342	882	275	478
净利润	74	156	266	325
折旧摊销	2	3	3	3
财务费用	67	60	53	53
投资损失	13	-10	-2	-2
营运资金变动	-497	671	-45	99
其它	-1	2	-1	-0
投资活动现金流	-64	46	-7	-8
资本支出	6	0	0	0
长期投资	-40	-26	4	6
其他	-97	20	-2	-3
筹资活动现金流	395	-124	214	162
短期借款	295	-141	-4	50
长期借款	-30	190	320	160
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	130	-173	-102	-47
现金净增加额	-11	804	482	632

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1570	2237	3051	3474
营业成本	1383	1939	2590	2925
营业税金及附加	1	2	3	3
营业费用	13	20	31	38
管理费用	20	29	43	49
财务费用	67	60	53	53
资产减值损失	3	2	1	1
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	-13	10	2	2
营业利润	65	195	333	407
营业外收入	29	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	94	195	333	406
所得税	19	39	67	81
净利润	74	156	266	325
少数股东损益	17	10	15	15
归属母公司净利润	57	146	251	310
EBITDA	134	258	390	463
EPS（元）	0.16	0.41	0.71	0.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.8%	42.5%	36.4%	13.9%
营业利润	136.4%	201.3%	70.8%	22.0%
归属母公司净利润	372.8%	153.6%	72.4%	23.3%
获利能力				
毛利率	11.9%	13.3%	15.1%	15.8%
净利率	3.7%	6.5%	8.2%	8.9%
ROE	13.3%	25.2%	30.3%	27.2%
ROIC	6.6%	22.8%	33.0%	44.1%
偿债能力				
资产负债率	78.5%	72.4%	69.8%	67.5%
净负债比率	55.37%	66.49%	66.84%	63.76%
流动比率	1.77	2.48	2.98	2.90
速动比率	0.21	1.21	1.64	1.74
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.87	1.05	0.96
应收账款周转率	28	34	47	56
应付账款周转率	10.35	12.92	24.32	22.48
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.41	0.71	0.88
每股经营现金	-0.97	2.50	0.78	1.36
每股净资产	1.23	1.64	2.35	3.23
估值比率				
P/E	161.20	63.56	36.86	29.89
P/B	21.45	16.04	11.17	8.13
EV/EBITDA	78	40	27	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