



批零贸易业/可选消费品

明牌珠宝 (002574)

拥有完整产业链的国内黄金珠宝龙头

——明牌珠宝 (002574) 新股询价定价分析

 刘冰
 021-38676703
 liubing6168@gtjas.com
 S0880511010042

本报告导读:

我们认为公司是全国布点成长性好,在核心市场具有领先优势,并能借助资本市场加速扩张。建议合理的询价区间为 25.3-27.6。

投资要点:

- 截至 2010 年底,公司在 26 个省(市及自治区)近 90 个地级市拥有 296 家专柜和直营店,是国内专业生产、销售珠宝首饰产品的龙头企业之一,拥有黄金、铂金与镶嵌饰品三大产品生产线和集研发、设计、生产、销售于一体的完整产业链。公司的“明”牌黄金、铂金、镶嵌饰品销售均位于全国前列,特别是公司铂金业务,2008 至 2010 年连续 3 年销售额在同行业内排名第一。由于公司品牌市场认可度较高,曾获得“创建中国珠宝品牌龙头企业”等多个荣誉称号。
- 公司 2008 年至 2010 年营业收入从 28.4 亿元上升到 40.3 亿元,同比增长 16.3%及 22.1%。公司 2008 年至 2010 年实现净利润为 8632/14889/21667 万元,扣除非经常性损益后实现净利润 8303/14819/17354 万元,同比增长 78.5%及 17.1%。
- 公司经销与专营并重,依靠经销商快速发展;全国布点,核心区域优势明显;黄金增长迅速,铂金销售成绩突出。
- 公司计划公开发行 6000 万股,占发行后总股份的 25%。募集所得资金将会用于 1) 营销网络建设项目; (2) 生产基地建设项目; (3) 研发设计中心项目。
- 我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别 50.5、61.7、74.1 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 2.77、3.45、4.16 亿元,增速分别为 28%、24%、21%;对应发行后股本 EPS 分别为 1.15 元、1.44 元、1.73 元。
- 目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 26 倍。我们认为公司是全国布点成长性好,在核心市场具有领先优势,并能借助资本市场加速扩张。建议合理的询价区间为 20.8-23.4 元,对应 2011 年 PE 为 21-23 倍。考虑新股上市会有一定溢价,上市首日价格区间预计为 25-27 元,对应公司 2011 年 PE25-27 倍。

建议询价区间

25.30-27.60

上市首日定价区间

28.80-31.10

2011.04.08

发行上市资料

总股本(万股)	18,000
发行量(万股)	6,000
发行日期	2011.04.13
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	财通证券
预计上市日期	2011.05

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.81
净资产收益率(%)	31.6%
资产负债率(%)	67.4%

发行前主要股东和持股比例

浙江日月首饰集团	39.66
永盛国际投资集团	38.90
日月控股	6.31
绍兴县携行贸易	3.86
绍兴县鑫富投资	3.15
绍兴县博时投资	3.15
绍兴县联众投资	3.15
绍兴县永丰商务咨询	1.26
浙江恒瑞泰富实业	0.56

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,299	4,029	5,049	6,174	7,407
(+/-)%	16%	22%	25%	22%	20%
经营利润(EBIT)	306	338	406	495	595
(+/-)%	70%	11%	20%	22%	20%
净利润	149	217	277	345	416
(+/-)%	72%	46%	28%	24%	21%
每股净收益(元)	0.62	0.90	1.15	1.44	1.73
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1.	公司概况.....	3
2.	业绩概述.....	3
2.1.	收入利润稳步增长.....	3
2.2.	利润率略有波动、费用率总体相对稳定.....	4
3.	经营特色.....	4
3.1.	经销与专营并重，依靠经销商快速发展.....	4
3.2.	全国布点，核心区域优势明显.....	5
3.3.	黄金销售增长迅速，铂金销售国内第一.....	6
4.	SWOT 分析.....	7
4.1.	优势.....	7
4.1.1.	公司渠道覆盖广，核心区域优势明显.....	7
4.1.2.	产业链完整，享受全产业链丰厚利润.....	7
4.2.	劣势.....	7
4.2.1.	品牌影响力稍显差距.....	7
4.3.	机会.....	7
4.3.1.	在行业发展迅速，市场集中度将会提高.....	7
4.4.	威胁.....	7
4.4.1.	行业竞争愈发激烈.....	7
5.	募投项目.....	8
6.	盈利预测.....	8
7.	投资建议.....	9

1. 公司概况

截至 2010 年底,公司在 26 个省(市及自治区)近 90 个地级市拥有 296 家专柜和直营店,是国内专业生产、销售珠宝首饰产品的龙头企业之一,拥有黄金、铂金与镶嵌饰品三大产品生产线和集研发、设计、生产、销售于一体的完整产业链。

公司的“明”牌黄金、铂金、镶嵌饰品销售均位于全国前列,特别是公司铂金业务,2008 至 2010 年连续 3 年销售额在同行业内排名第一。由于公司品牌市场认可度较高,曾获得“创建中国珠宝品牌龙头企业”等多个荣誉称号。

公司实际控制人为虞阿五、虞兔良父子,发行前其通过持有日月集团、永盛国际、日月控股和携行贸易等公司股权控制公司 88.72%股权,首次公开发行后股权摊薄至 66.54%。

表 1: 公司发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后		关联关系
	持股数(股)	持股比例(%)	持股数(股)	持股比例(%)	
浙江日月首饰集团	71,385,217	39.66	71,385,217	29.74	实际控制人控制企业
永盛国际投资集团	70,025,035	38.90	70,025,035	29.18	实际控制人控制企业
日月控股	11,349,923	6.31	11,349,923	4.73	实际控制人控制企业
绍兴县携行贸易	6,944,715	3.86	6,944,715	2.89	实际控制人控制企业
绍兴县鑫富投资	5,674,966	3.15	5,674,966	2.36	实际控制人近亲属控制
绍兴县博时投资	5,674,966	3.15	5,674,966	2.36	非关联企业
绍兴县联众投资	5,674,966	3.15	5,674,966	2.36	非关联企业
绍兴县永丰商务咨询	2,269,976	1.26	2,269,976	0.95	非关联企业
浙江恒瑞泰富实业	1,000,236	0.56	1,000,236	0.42	非关联企业
本次发行股数	-	-	60,000,000	25	
合计	180,000,000	100	240,000,000	100	

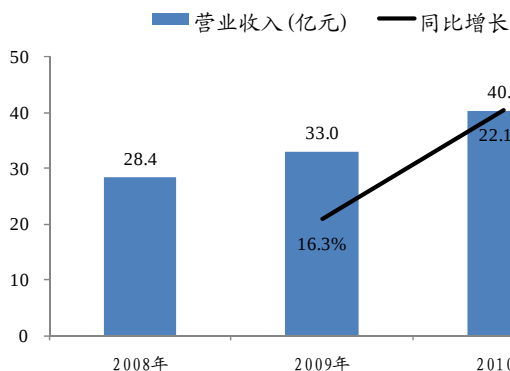
数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

2. 业绩概述

2.1. 收入利润稳步增长

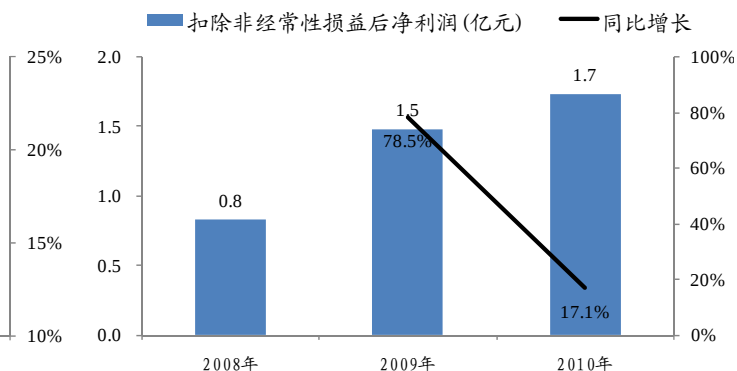
公司 2008 年至 2010 年营业收入从 28.4 亿元上升到 40.3 亿元,同比增长 16.3% 及 22.1%。公司 2008 年至 2010 年实现净利润为 8632/14889/21667 万元,扣除非经常性损益后实现净利润 8303/14819/17354 万元,同比增长 78.5% 及 17.1%。

图 1: 公司收入增长情况



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 2: 公司扣非利润增长情况

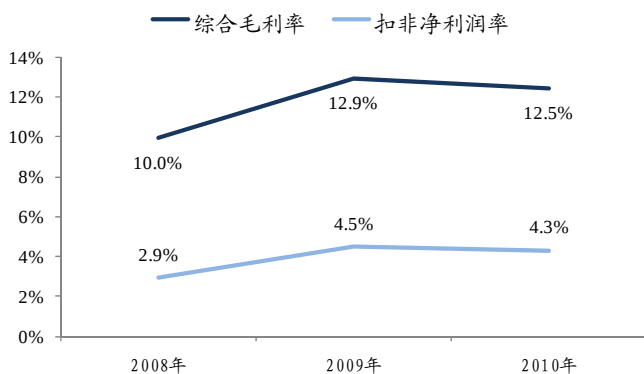


数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

2.2. 利润率略有波动、费用率总体相对稳定

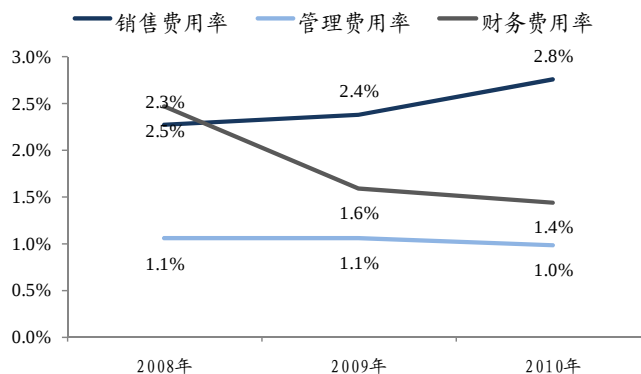
- 2008-2010 年公司综合毛利率略有波动，2008 年受金融危机影响，公司毛利率较低，2009 年恢复至 12.9% 水平，2010 年略有下降，至 12.5%；
- 公司扣非后净利润率与毛利率水平波动相似，2008 至 2010 年净利润水平略有起伏；
- 2008-2010 年公司期间费用率相对平稳，维持在 5%-6% 的水平内。其中管理费用率基本不变，销售费用率逐年上升，但财务费用率的下降基本抵消了销售费用率的上涨。

图 3: 公司利润率水平



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 4: 公司费用率水平



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

3. 经营特色

3.1. 经销与专营并重，依靠经销商快速发展

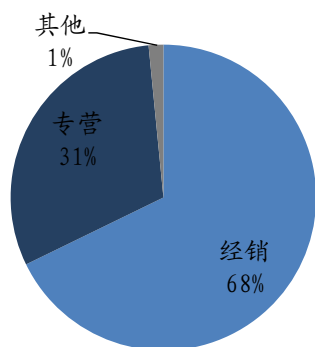
珠宝首饰行业销售模式主要分为经销（批发）和专营（自营）。经销模式下，公司在将货品批发给经销商时确认收入。专营模式下，公司为专柜或直营店铺供货并在货品销售后确认销售收入。

由于我国珠宝首饰行业发展迅速，仅依靠自有资金扩张显然赶不上行业发展的速度。在此背景下，公司以及其他行业同行都主要依靠经销商来开拓市场。截至 2010 年底，公司共拥有经销商 639 家，通过经销商实

现销售收入 27.31 亿元，占公司总收入的 67.8%，该比例较其他行业同行批发业务占收入低，可以看出公司也十分重视自身专营业务的拓张。

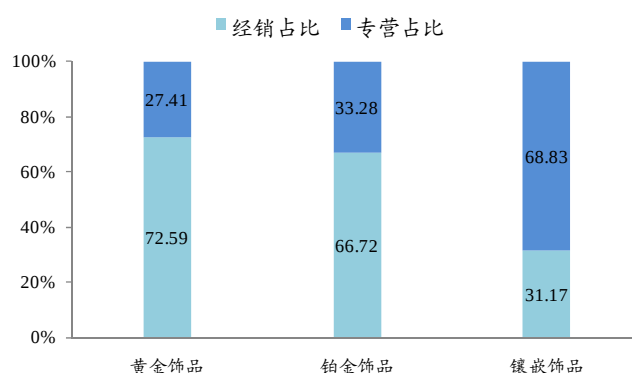
分产品类别来看，公司的销售模式倾向又有所不同，毛利率稍低的黄、铂金饰品的销售模式主要以经销为主，经销量比例均在 68%以上；而毛利率较高的镶嵌饰品则主要靠专营销售。

图 5：2010 年收入按渠道分



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 6：2010 年黄、铂金销售经销为主、镶嵌专营为主



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3.2. 全国布点，核心区域优势明显

截至 2010 年底，公司在 26 个省（市及自治区）近 90 个地级市拥有 296 家专柜和直营店，并计划在未来 2 年内新开 5 家直营店和 180 家专柜。

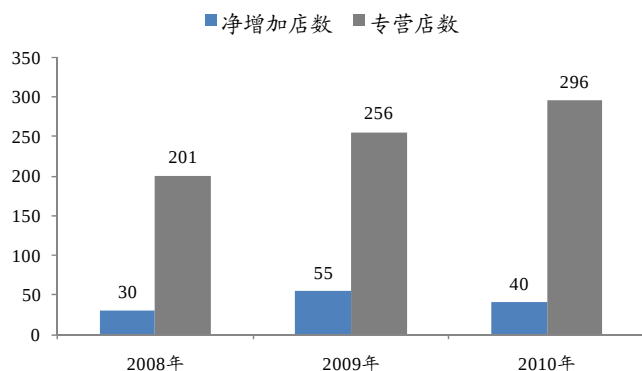
公司门店遍布全国，并已形成了江浙片区（浙江、江苏、江西、安徽）、京津片区（北京、山东、河北、天津、西北）、辽川片区（湖南、湖北、东北、西南）三个核心区域，核心区域销售占公司总收入的近 90%。

图 7：公司直营店-专柜分布



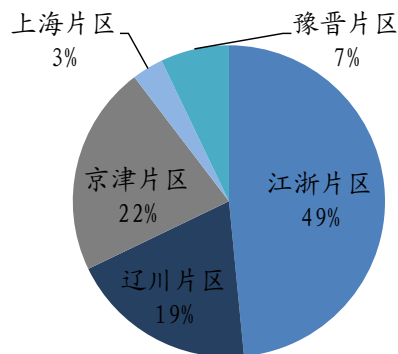
数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 8: 公司门店数增长情况



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 9: 公司销售收入按区域分



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

3.3. 黄金销售增长迅速，铂金销售国内第一

黄金饰品 2010 年销售 30.4 亿元, 占公司收入 75% 左右, 实现毛利润 2.57 亿元, 占毛利 51%。黄金受国际金价驱动以及消费提升的刺激, 近几年行业增长迅速, 带动公司黄金饰品销售的快速增长。

公司 2010 年铂金自营量为 1872 千克, 占金交所当年会员铂金自营量的 20.07%, 连续三年在同行业中铂金饰品销售额排名第一。但公司 2010 年铂金销售同比下降 24.3%, 这主要是由于铂金价格波动较大, 2009 年下跌了 40%, 2010 年则有较大反弹, 造成消费者并没有将铂金当作一种保值的商品, 从而影响了消费者的消费习惯。

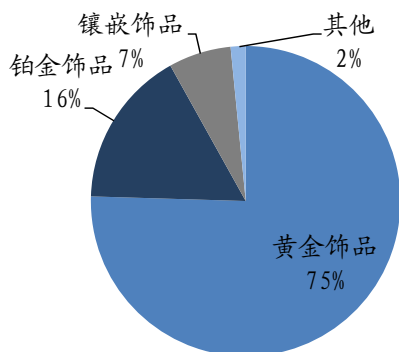
作为毛利率最高的镶嵌饰品, 公司着立于发展自有“明”品牌, 以专营渠道销售为主, 近几年稳定发展。

表 2: 公司各产品品类销售情况

	2008 年	2009 年	2010 年		2008 年	2009 年	2010 年
黄金饰品	175,666	213,887	304,101	收入	-	21.8%	42.2%
铂金饰品	79,121	87,340	66,143		-	10.4%	-24.3%
镶嵌饰品	24,570	23,804	26,357		-	-3.1%	10.7%
其他	4,394	4,837	6,225		-	10.1%	28.7%
黄金饰品	9,999	18,862	25,666	毛利	5.7%	8.8%	8.4%
铂金饰品	5,732	12,638	11,608		7.2%	14.5%	17.5%
镶嵌饰品	9,384	7,817	9,098		38.2%	32.8%	34.5%
其他	3,104	3,369	3,748		70.6%	69.7%	60.2%

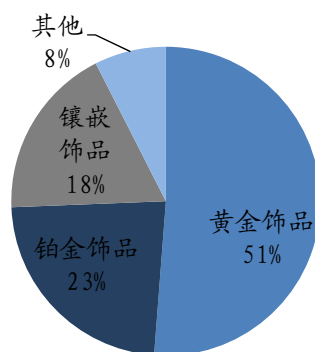
数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 10: 2010 年公司收入按品类分



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 11: 2010 年公司毛利按品类分



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

4. SWOT 分析

4.1. 优势

4.1.1. 公司渠道覆盖广，核心区域优势明显

公司拥有覆盖全国地区的经销商体系，在全国 26 个省(市及自治区)近 90 个地级市拥有 296 家专柜和直营店，已经形成了江浙片区、京津片区、辽川片区等核心销售区域，成绩斐然。

4.1.2. 产业链完整，享受全产业链丰厚利润

公司是我国行业内少数集研发、设计、生产、销售于一体的企业，可以享受全产业链丰厚的利润，并能为公司保持持续的盈利能力和提升经营效率。

4.2. 劣势

4.2.1. 品牌影响力稍显差距

公司自有的“明 MING”品牌是国内驰名商标，具有一定知名度，但相对于“老凤祥”、“周生生”、“周大福”等著名品牌还显略有差距。

4.3. 机会

4.3.1. 在行业发展迅速，市场集中度将会提高

目前我国黄金珠宝行业发展相当迅速，但企业众多，市场集中度较低。而黄金珠宝作为高价值商品，品牌和质量是消费者最重要的考虑因素，这决定了未来黄金珠宝行业市场将向少数优势企业其中。

4.4. 威胁

4.4.1. 行业竞争愈发激烈

随着国际品牌 Tiffany、Cartier 以及香港品牌周生生、谢瑞麟等逐步进入国内市场，以及老凤祥、潮宏基等国内品牌的不断成长，我国黄金珠宝中、高端市场竞争愈发激烈。各个竞争者如不能在品牌建设、产品设计与营销网络建设上有独到之处的话，将有可能被逐步淘汰。

5. 募投项目

公司计划公开发行 6000 万股，占发行后总股份的 25%。募集所得资金将会用于 1) 营销网络建设项目；(2) 生产基地建设项目；(3) 研发设计中心项目。

表 3: 公司计划募投项目情况

项目名称	募集资金投入时间进度			资金投入合计
	第一年	第二年	第三年	
营销网络建设项目 (万元)	25,356.03	27,699.74	--	53,055.77
生产基地建设项目 (万元)	2,658.88	25,599.81	5,746.40	34,005.09
研发设计中心项目 (万元)	3,822.99	1,423.40	--	5,246.39
总计	31,837.90	54,722.95	5,746.40	92,307.25

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

● 营销网络建设

公司拟投入 5.3 亿元，在未来 2 年内在公司重点发展区域中开设 5 家直营店、180 家专柜。销售终端的增加将有助于公司完善营销网络，并提升公司的品牌知名度与影响力。

在拓展营销网络的同时，公司也拟投入 1807 万元用于 ERP 系统的升级与维护，这将帮助公司优化物流、存货以及销售分析，为进一步扩张夯实基础。

● 生产基地建设

公司拟投入 3.4 亿元在绍兴建设 1.95 万平米厂房以及办公区域。该项目建设将能扩大公司的生产能力，提升黄金饰品 8.5 吨、铂金饰品 2.2 吨和镶嵌饰品 20 万件的生产力。

公司目前拥有黄金饰品 10 吨，铂金饰品 3 吨，镶嵌饰品 12 万件的生产能力，但历年产销率均大于 100%，生产能力不足。该项目的投产能保障未来公司营销终端扩张所带来的需求。

● 研发设计中心建设

公司拟投入 5246 万元分别在绍兴、上海、深圳以新建、租赁、购买的方式设立设计工作室。设计室的建立能加速公司新产品开发和推广进程，提升公司的核心竞争力。

6. 盈利预测

主要假设条件：

- 2011-2013 年新开专营店 93、92、90 家；
- 2011-2013 年新增加盟店 80、80、80 家；
- 2011-2013 年单店平均收入增速为 6%。
- 销售、管理费用基本保持平稳。

我们预期公司 2011-2013 年销售收入分别 50.5、61.7、74.1 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 2.77、3.45、4.16 亿元，增速分别为 28%、24%、21%；对应发行后股本 EPS 分别为 1.15 元、1.44 元、1.73 元。

7. 投资建议

目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 26 倍。我们认为公司是全国布点成长性好，在核心市场具有领先优势，并能借助资本市场加速扩张。建议合理的询价区间为 25.3-27.6 元，对应 2011 年 PE 为 22-24 倍。考虑新股上市会有一定溢价，上市首日价格区间预计为 28.8-31.1 元，对应公司 2011 年 PE25-27 倍。

表 4: A 股黄金珠宝行业估值情况一览 (数据 2011 年 4 月 7 日更新)

代码	简称	收盘价	总市值	EPS (按最新股本)			PE		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E
600612.SH	老凤祥	28.50	96	0.39	0.83	1.18	74	34	24
黄金珠宝 002345.SZ	潮宏基	27.89	50	0.47	0.58	0.86	59	48	32
600655.SH	豫园商城	12.41	178	0.33	0.47	0.55	37	26	23
	平均						57	36	26

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

作者简介:**刘冰:**

S0880511010042

021-38676703

liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

S0880110024644

021-38674657

wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		