

证券研究报告—深度报告

明牌珠宝(002574)

合理价位: 31.50-37.80 元 发行价: 元

2011年4月11日

股票数据

总股本 (百万股) 180.0/0.0
 总市值 (百万元)
 沪深 300/深圳成指 3,001.36/12,740.87
 12 个月最高/最低 (元)

相关研究报告:

证券分析师: 祝彬

电话: 0755-82131528

E-mail: zhubin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120063

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

新股询价报告

步入快速发展期的“明”牌珠宝

●公司概况—优质的珠宝公司引领者

公司是国内拥有黄金饰品、铂金饰品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。公司整体综合实力位于珠宝首饰行业前列,品牌拥有较高市场认可度,近年来市场占有率一直处于同行业前列,是中国大陆珠宝首饰行业的知名企业和市场领导者之一。

●行业情况—珠宝行业正处于高速发展期

2007 年我国境内珠宝首饰销售额约为 1600 亿元,2009 年上升到约 2200 亿元,复合增长率达到 17%。预计 2020 年市场销售额将达 4000 亿元,未来发展空间广阔,且现阶段正处在行业高速增长期。

公司经过多年的积累,已形成了包括市场、品牌、技术、产品、营销网络、经营团队等方面的显著优势,销售额在行业内排名前三。

●主营业务—步入快速发展期的“明”牌珠宝

公司主营包括黄金饰品、铂金饰品及镶嵌饰品的设计、生产和销售。近年来公司明确经营理念,提升资金投入回报,将经营重心已逐渐开始从低毛利的批发、生产环节向高毛利的零售端转移。

●风险提示

门店扩张受当地租金高涨等影响减速;珠宝行业发展增速低于预期;公司主要原材料,如黄金、钻石价格大幅波动造成经营影响;门店扩张后,经营管理人才跟配情况出现阻碍。

●合理价值在 31.5~37.8 元/股之间,建议询价区间 35~38 元

预计公司未来三年将处于高速增长期,2011-13 年每股盈利分别为 1.26、1.74 和 2.32 元,给予公司 25~30 倍 PE,对应合理估值为 31.5~37.8 元。作为一个处于高速增长行业的优质民营企业,公司具备三年后成为百亿珠宝企业的发展潜力,我们建议询价区间至少位于价值轴上端,即 35~38 元。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,299.02	4,028.96	5,286	7,132	9,495
(+/-%)	16.25%	22.13%	31.2%	34.9%	33.1%
净利润(百万元)	148.90	216.77	302	418	558
(+/-%)	72.49%	45.59%	39.2%	38.6%	33.4%
每股收益 (元)	0.83	1.20	1.26	1.74	2.32
EBIT Margin			7.8%	7.6%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	31.70%	31.58%	33.6%	35.1%	35.3%
市盈率 (PE)			31.8	23.0	17.2
EV/EBITDA			25.8	20.1	15.4
市净率 (PB)			10.69	8.06	6.07

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

预计公司在未来三年将处于高速增长期，并且短期扩张投入不会影响公司毛利率，2011-13 年每股盈利分别为 1.26、1.74 和 2.32 元，给予公司 25~30 倍 PE，对应合理估值为 31.5~37.8 元。作为一个处于高速增长行业的优质民营企业，公司具备三年后成为百亿珠宝企业发展潜力，我们建议询价区间至少位于价值轴上端，即 35~38 元。

核心假设或逻辑

我们预计募投项目完成后的 2012 年，将会是公司经销模式的产销爆发增长期，其中，黄金、铂金和镶嵌分别增长 35%、20%和 40%。

公司的专营方面，主要分为直营店和百货专柜的扩张，我们假设，直营店的未来扩张保持在每年 2~3 家，而专柜的铺设相对较易，每年预计 90~150 家。

与市场预期的差异之处

市场根据公司过往业绩，对其未来三年发展增速预期在 30%之下，我们认为，过往在分心经营地产及股权投资等项目的基础上，公司仍然能维持 20%左右的增长。未来三年，公司发展重心回归珠宝行业经营，根据对公司多年的运营经验和资金运作能力进行检验，我们相信公司的收入和利润具备 30%以上高速增长的能力，预计 3 年实现销售规模近百亿和 2~3 年内实现净利润翻倍。

股价变化的催化因素

作为新股，我们认为公司股价相对平稳，主要以区间内波动为主。市场关注的股价催化因素主要是公司业绩承诺的达标程度，以及大股东资产未来注入的预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、门店扩张受当地租金高涨等影响减速；
- 2、珠宝行业发展增速低于预期；
- 3、公司主要原材料，如黄金、钻石价格大幅波动造成经营影响；
- 4、门店扩张后，经营管理人才跟配情况出现阻碍。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
公司简介	5
公司概况	5
公司股权	5
行业分析	6
行业概况	6
行业运营模式	6
竞争状况	7
主营业务	7
商品分类	8
营销模式分类	8
销售区域分类	9
ERP 系统	9
募投项目	10
项目一：营销网络建设	10
项目二：珠宝首饰产能扩充	11
项目三：提升公司研发设计能力	11
财务分析	12
盈利能力	12
偿债能力	13
营运能力	13
盈利预测：2012 年将是公司盈利高点和拐点	13
基本假设	13
核心判断的主要风险	15
附表 1：财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

表 1: 公司股权结构	5
图 1 公司股东持股结构及控股参股公司	6
表 2: 分类经营模式	7
表 3: 行业主要公司销售额 万元	7
图 2: 公司销售情况 (按商品)	8
图 3: 公司销售情况 (按地区分)	8
表 4: 公司产能分布模式	10
表 5: 公司新建门店调研策略	10
表 6: 公司门店增长情况	10
表 7: 公司产销情况	11
表 8: 公司设计款式情况	12
表 9: 珠宝行业公司毛利率	12
表 10: 珠宝行业公司净利率	12
表 11: 珠宝行业公司净资产收益率	13
表 12: 明牌珠宝偿债能力数据	13
表 13: 明牌珠宝营运能力数据	13
表 14: 明牌珠宝经销模式盈利预测 万元	14
表 15: 明牌珠宝专营模式盈利预测 万元	14
表 16: A 股主要黄金珠宝公司估值对比	15

公司简介

公司概况

公司前身是 2002 年成立的日月星珠宝首饰有限公司，与 07 年收购了华鑫珠宝并于 09 年改制成为股份有限公司。是国内专业生产、销售珠宝首饰产品的大型企业，拥有黄金饰品、铂金饰品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。公司整体综合实力位于珠宝首饰行业前列，品牌拥有较高市场认可度，近年来市场占有率一直处于同行业前列，是中国大陆珠宝首饰行业的知名企业和市场领导者之一。

作为国内首先引入铂金饰品的公司，在铂金饰品领域占有领导地位，其技术工艺以及金交所交易量和市场销量行业领先。根据金交所数据显示，公司近 3 年铂金自营量占当年会员自营量第一。经中宝协确认，2008 年度、2009 年度、2010 年度“明”牌铂金饰品销售额在同行业内排名第一。

公司股权

公司母公司为日月首饰集团，虞氏父子分别直接持有日月集团 41.21%和 48.24%的股权。此外，永盛国际、日月控股、携行贸易和鑫富投资为受实际控制人或近亲属控制企业。虞氏父子持股近 90%，是公司实际控制人。

本次上市发行 6000 万股（占总股本 25%）后，日月集团持股比例将有 39.66%降为 29.74%，虞氏父子持股比例将有所下降，但仍为公司控制人。发行后，虞氏父子及永盛国际、日月控股、携行贸易和鑫富投资都自愿锁定三年，彰显着管理层对公司未来坚定的信心。

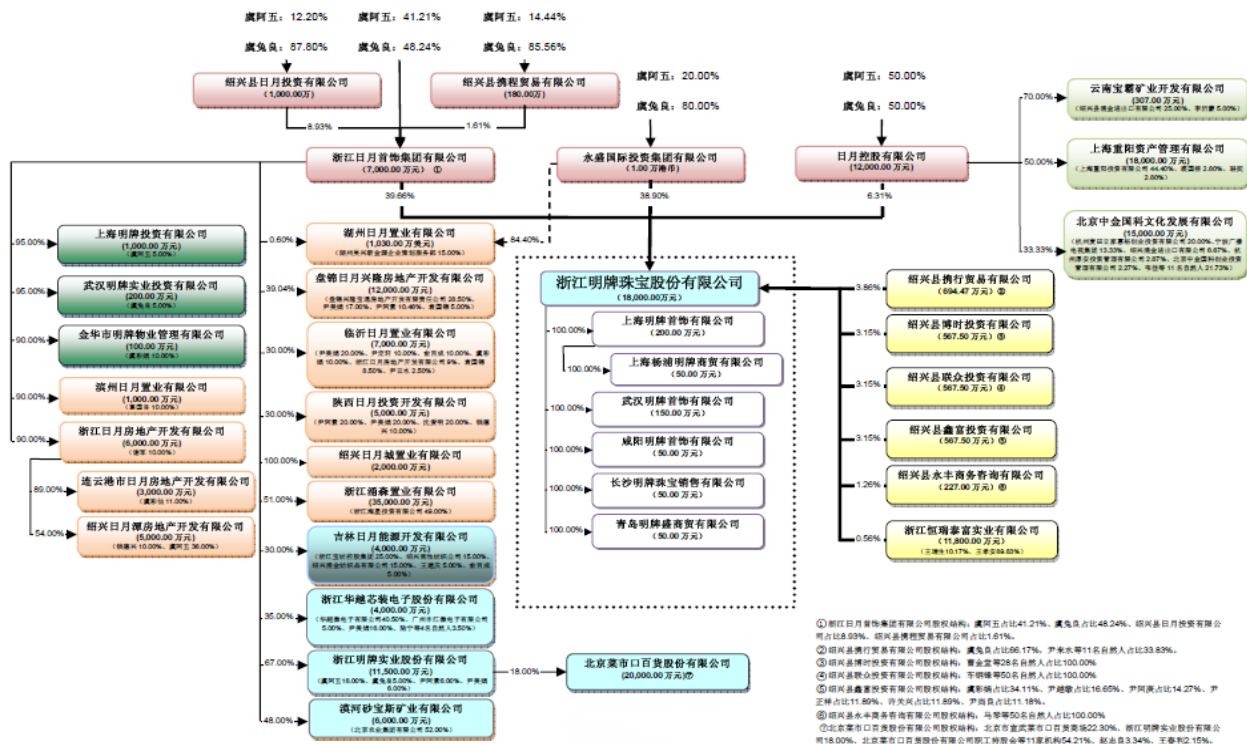
表 1: 公司股权结构

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
1	浙江日月首饰集团有限公司	71,385,217	39.66	71,385,217	29.74
2	永盛国际投资集团有限公司	70,025,035	38.9	70,025,035	29.18
3	日月控股有限公司	11,349,923	6.31	11,349,923	4.73
4	绍兴县携行贸易有限公司	6,944,715	3.86	6,944,715	2.89
5	绍兴县鑫富投资有限公司	5,674,966	3.15	5,674,966	2.36
6	绍兴县博时投资有限公司	5,674,966	3.15	5,674,966	2.36
7	绍兴县联众投资有限公司	5,674,966	3.15	5,674,966	2.36
8	绍兴县永丰商务咨询有限公司	2,269,976	1.26	2,269,976	0.95
9	浙江恒瑞泰富实业有限公司	1,000,236	0.56	1,000,236	0.42
	本次发行股数	-	-	60,000,000	25
	合计	180,000,000	100	240,000,000	100

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

母公司日月集团实力强劲，名下有多家地产、矿业、投资公司，是上海最大私募基金之一“重阳资产”50%股权大股东，拥有北京菜市口百货 18%股权。

图 1 公司股东持股结构及控股参股公司



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

行业分析

行业概况

全球珠宝首饰行业呈现上扬趋势，目前大部分的珠宝产品销售高度集中在几个主要的市场，美国是世界上最大的珠宝销售市场，占全世界市场总值的三分之一左右，中国以快速增长速度成功位居世界珠宝销售市场前三位。在产品结构上，贵金属和钻石饰品仍是该行业的主要产品，占有珠宝首饰大部分市场份额。

尤其是钻石方面，2009 年中国钻石首饰消费首次超过日本，位居世界第二，年消费总额达 250 多亿元，2010 年一季度超过美国成为欧洲钻石的第一大买家，该季度中国从欧洲钻石之都比利时安特卫普进口的钻石总值达 7.37 亿美元，比上一季度增涨了 55%。

据中宝协统计，2007 年我国境内珠宝首饰销售额约为 1600 亿元，2008 年 1800 亿元，2009 年上升到约 2200 亿元，复合增长率达到 17%。2010 年初步估算珠宝销售额约为 2400 亿元，同比增长 15% 左右。预计 2020 年市场销售额将达 4000 亿元，未来发展空间广阔，且现阶段正处在行业高速增长期。

行业运营模式

珠宝行业的商业模式逐渐从生产制造转向重视品牌和营销渠道建设：从批发到零售，从百货专柜到专卖店，从自营到加盟代理，从单店经营到商业连锁，各种商业形态或单独或相互结合，不断发展。随着电子商务的发展，我国也出现了以钻石小

鸟为代表的线上销售（B2C）模式和以通灵翠钻为代表的线上、线下相结合的分销模式。

表 2: 分类经营模式

商业模式	2007年度	2008年度	2009年
百货商场	1,280	1,260	1,320
专卖店	160	270	616
专业市场	160	270	242
电子商场	--	--	11
VIP、直销	--	--	11
合计	1,600	1,800	2,200

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

竞争状况

珠宝产品贸易的国际化趋势将会更加明显，境内的珠宝产业将遭遇激烈的国际竞争，但也面临着巨大的发展商机。

国内珠宝首饰市场已逐步形成了国内品牌、香港品牌、国外品牌珠宝企业三足鼎立的竞争局面。据中宝协统计，2006 年我国珠宝首饰加工和销售企业的利润增长率达 20%以上，2009 年，境内同行业上市公司潮宏基、老凤祥、豫园商城、东方金钰净利润平均增长率超过 65.00%。

其中，老凤祥主打黄金珠宝首饰和其他珠宝首饰，以上海为基地、苏浙皖三省为核心市场，通过自营银楼—加盟银楼—总经销—经销商等多重渠道，建立其全国性营销网络。豫园商城的老庙黄金也是集设计、生产、加工、批发、销售金银珠宝于一体的企业，其通过自营、经销、专柜、特许加盟等多种方式销售至全国各地。而潮宏基主要针对时尚潮流的 K 金类饰品。

公司经过多年的积累，已形成了包括市场、品牌、技术、产品、营销网络、经营团队等方面的显著优势，销售额在行业内排名前三。

表 3: 行业主要公司销售额 万元

主要竞争对手或重要企业	2008年销售额	2009年销售额
老凤祥	787,577.07	975,177.26
豫园商城	553,576.43	621,535.56
明牌珠宝	283,783.73	329,901.80
谢瑞麟	175,160.11	172,779.54
周生生	132,307.47	166,874.90
东方金钰	72,937.77	111,111.36
潮宏基	44,859.21	56,856.08
六福集团	23,715.22	39,643.43

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

主营业务

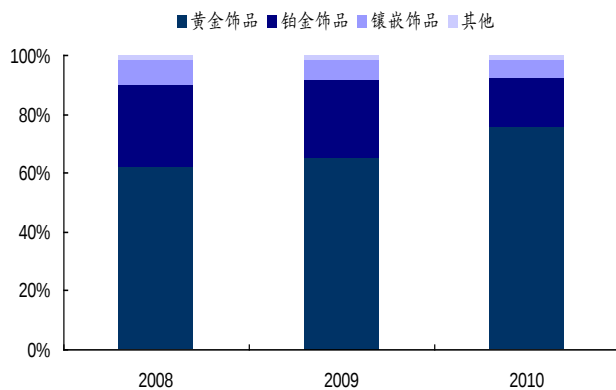
公司主营包括黄金饰品、铂金饰品及镶嵌饰品的设计、生产和销售。近年来公司

明确经营理念，提升资金投入回报，将经营重心已逐渐开始从低毛利的批发、生产环节向高毛利的零售端转移。

商品分类

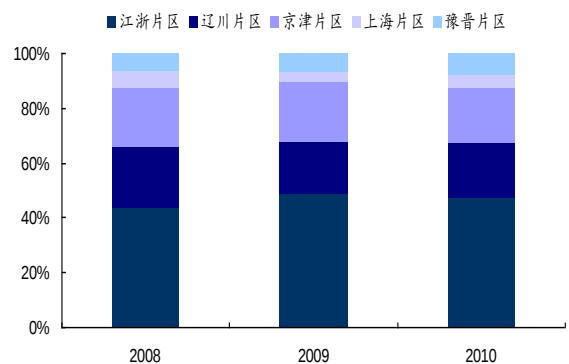
按商品来看，黄金、铂金饰品销售以经销模式为主，镶嵌饰品以专营模式为主。其中黄金类商品为公司主营产品，业务量增加较为迅速，销售额增速较快，占比基本维持在 60% 以上。铂金价格从 2007 年末开始走高，在 2008 年 3 月份达到历史高点后下挫，众多商家为降低销售风险而减少订货，因此当年行业内公司的铂金饰品销量都不同程度受到一定影响。2010 年，公司铂金饰品销售亦受整个铂金饰品行业影响。镶嵌饰品的销售额增速则较平稳。

图 2: 公司销售情况（按商品）



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 3: 公司销售情况（按地区分）

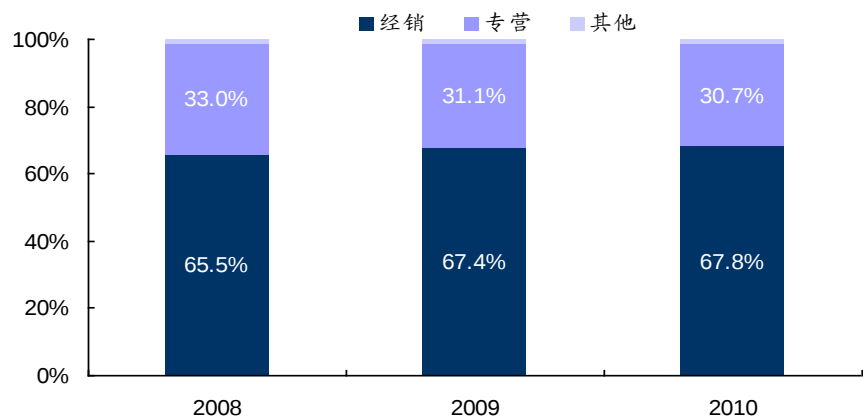


资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

营销模式分类

按公司营销模式来看，经销和专营模式下的销售收入稳步增长，占公司主营业务收入的比例基本保持稳定。其中，经销占比在 65%~70% 之间。2008 至 2010 年度，经销模式销售收入的复合增长率为 21.25%，专营模式销售收入的复合增长率为 14.88%。

图 4. 公司营销模式分布情况



资料来源：招股说明书，国信证券研究所

销售区域分类

按地区来看，公司拥有专柜及直营店共计 296 家，重点发展长三角区域，销售占比在 50%以上，具备较强的跨区域连锁经营管理能力。

图 5. 公司门店分布情况



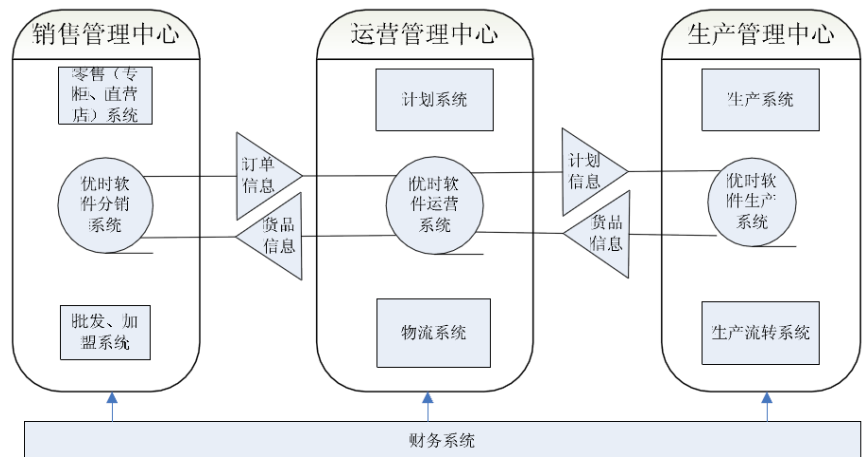
资料来源：招股说明书，国信证券研究所

随着公司门店扩张和管理能力的成熟，近三年门店撤店率逐年下降，由 08 年的 7.46%降为 10 年的 4.39%。

ERP 系统

此外，公司采用的优时 ERP 信息管理系统，其作为一款成熟的国内珠宝首饰企业普遍使用的信息管理系统，对公司整理管理提供了较好的支持。

图 6. 公司 ERP 系统运作流程



资料来源：招股说明书，国信证券研究所

募投项目

公司本次募集资金将用于营销网络建设、扩充珠宝首饰产能和提升公司研发设计能力项目。

表 4: 公司产能分布模式

	项目名称	总投资			合计	资金投入进度	
		固定资产投资	流动资产投资	其他		第一年	第二年
1	营销网络建设项目	915	42,129	10,013	53,056	26,528	26,528
2	生产基地扩建项目	10,825	23,180		34,005	17,003	17,003
3	研发设计中心项目	5,246	0		5,246	3,823	1,423
合计		16,986	65,309	10,013	92307	47,353	44,954

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

项目一：营销网络建设

公司销售网络的扩张将有利于公司增强销售，提升品牌的知名度和影响力。其中，直营店主要发挥品牌示范和辐射作用，从而促进商场专柜、加盟店和经销商的发展。

公司的新设流通网点将本着与公司整体战略和地方布局相匹配的原则，根据一套完善的管理机制进行扩张布点。

表 5: 公司新建门店调研策略

序号	调研项目	主要核查内容
1	地区基本信息	地区人口、地区人均GDP、市场定位（省级/地级/县级城市、单列市、全国百强县、县市区）地区基本信息。
2	商圈定位及发展状况	当地的消费习惯、消费群体定位（时尚、高端、普通城市消费）、消费者的年龄阶段及收入状况、发展趋势分析等。
3	商场深入分析	目标商场、开业时间及位置、日人流量、商场及珠宝区面积、珠宝区所经营的品牌数量、在当地商圈的定位、已有知名品牌情况（珠宝、服装、化妆品、名表、名包）、新开商场的投资商情况及发展目标等
4	竞争对手分析	前三位竞争对手及其经营面积、竞争对手的年销售量、日成交率、黄金、铂金、镶嵌饰品陈列比例/销售比例/铺货情况、竞争对手的定价策略、竞争对手的款式策略等

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

募投营销网络的建设于 2011 年正式启动，到 2013 年内完成，第一年内完成 90 家专柜和 3 家旗舰店开设工作，第二年内完成全部 180 家专柜和 5 家旗舰店建设。

表 6: 公司门店增长情况

项目	募投前数量（家）	本次新增量（家）	项目完成后的数量（家）	增长比例
直营店	7	5	12	71.43%
专柜	289	180	469	62.28%
合计	296	185	481	62.50%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

项目二：珠宝首饰产能扩充

公司一般根据订单及库存情况，采取“以销定产、适度库存”的原则组织生产。但近年来公司订单量增长较快，受限于公司的生产能力，公司只能逐年增加外协加工的业务。

表 7：公司产销情况

制品种类	2008			2009			2010		
	外协量	公司产量	外协占比(%)	外协量	公司产量	外协占比(%)	外协量	公司产量	外协占比(%)
黄金饰品 (千克)	2,685.84	11,145.07	24.1	5,518.80	9,769.30	56.49	7,743.19	9,610.54	80.57
铂金饰品 (千克)	--	2,987.70	--	48.22	4,698.18	1.03	0.36	2,627.94	0.01
镶嵌饰品 (件)	27,740.00	119,242.00	23.26	50,193.00	111,253.00	45.12	66,455.00	89,519.00	74.24
制品种类	2008			2009			2010		
	外协量	公司产量	外协占比(%)	外协量	公司产量	外协占比(%)	外协量	公司产量	外协占比(%)
黄金饰品 (千克)	2,685.84	11,145.07	24.1	5,518.80	9,769.30	56.49	7,743.19	9,610.54	80.57
铂金饰品 (千克)	--	2,987.70	--	48.22	4,698.18	1.03	0.36	2,627.94	0.01
镶嵌饰品 (件)	27,740.00	119,242.00	23.26	50,193.00	111,253.00	45.12	66,455.00	89,519.00	74.24

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

新加工区在浙江省绍兴市绍兴县柯桥镇，建筑面积 1.95 万平方米，分为两部分：一部分为建筑面积 1.65 万平方米的厂房，另一部分为建筑面积 0.3 万平方米的办公及附属建筑。公司已经通过出让的方式取得约 21 亩的土地使用权，支付土地出让金 707.00 万元（与研发设计中心项目共同支付土地出让金 870.00 万元）。

项目建成后可新增生产能力：黄金饰品 8.5 吨、铂金饰品 2.2 吨和镶嵌饰品 20 万件（其中部分产能相互间可以替换）。将扩大公司黄金、铂金、镶嵌饰品的生产能力，承接更多订单提供保障，提高竞争力和经营盈利。

项目三：提升公司研发设计能力

公司现有设计团队 44 人，核心成员包括 1 名持有工艺美术师资格的优秀设计师、15 名持有贵金属首饰职业一级和二级资格的优秀设计师和若干优秀院校毕业设计师。为满足快速增长的市场及消费结构升级所带来的需求，继续保持公司在行业中的竞争优势并占据更多的市场份额，公司主动加强研发投入，力求在日益激烈的竞争环境下，加强公司品牌实力。

研发中心将建在浙江省绍兴市绍兴县柯桥镇，并在上海和深圳分别设立设计工作室，其中绍兴市研发设计中心、上海设计工作室、深圳设计工作室的办公场地分别采用新建、租赁、购买的方式获得。目前公司已通过招牌挂形式在绍兴市取得土地使用权，支付土地出让金 163.00 万元（与新生产基地项目共同支付土地出让金 870.00 万元），绍兴市研发设计中心规划用地约为 3.17 亩。

表 8: 公司设计款式情况

种类	现有款式品种	新增款式品种	募投后总款式品种
黄金饰品	2.0	2.0	4.0
铂金饰品	1.5	3.0	4.5
镶嵌饰品	1.5	5.0	6.5
合计	5.0	10.0	15.0

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

本募投项目建成后，公司在目前 5 万种款式品种产品的基础上增加到 15 万，重点是增加镶嵌饰品产品的种类。此外，强大的研发设计中心也是公司吸引高级专业人才的重要平台和基础。

虽然公司就上述募集资金投向进行了详尽的市场调研和审慎的收益测算，且目前公司的品牌市场认知度较高，消费定位合理，拥有成熟的销售渠道。但由于受原材料价格、市场消费意愿、款式流行趋势等客观因素影响，公司可能面临在募集资金项目投产运行后能否如期达到预测的销售规模和利润目标的风险。

财务分析

盈利能力

公司的销售毛利率略低于行业平均水平，主要是因为高毛利的潮宏基 K 金拉升的毛利率。相较同属黄金销售的老凤祥，公司毛利高于其约 40%，主要是因为公司明确盈利通道，逐渐将盈利点由传统批发向较高毛利的终端零售转移造成。

表 9: 珠宝行业公司毛利率

代码	公司	2008	2009
002345	潮宏基	35.5	38.2
600086	东方金钰	21.3	8.1
600612	老凤祥	7.1	7.5
600655	豫园商城	14.6	15.1
	平均	19.6	17.2
002574	明牌珠宝	10.0	12.9

数据来源：WIND，国信证券经济研究所

表 10: 珠宝行业公司净利率

代码	公司	2008	2009
002345	潮宏基	11.6	15.5
600086	东方金钰	1.4	1.6
600612	老凤祥	1.5	2.2
600655	豫园商城	4.7	6.2
	平均	4.8	6.4
002574	明牌珠宝	3.0	4.5

数据来源：WIND，国信证券经济研究所

此外，公司的净利率是老凤祥的近一倍，盈利能力强劲。而净资产收益率上，公司稳居行业领先水平，甚至高于高毛利收益的潮宏基。

表 11: 珠宝行业公司净资产收益率

代码	公司	2008	2009
002345	潮宏基	21.6	28.3
600086	东方金钰	1.6	3.3
600612	老凤祥	7.9	15.0
600655	豫园商城	10.4	13.5
	平均	10.3	15.0
002574	明牌珠宝	23.9	35.9

数据来源：WIND，国信证券经济研究所

偿债能力

公司的流动比率和速动比率都呈逐年提升状态，其速动比率较低主要是由于公司库存占比较高造成。随着黄金价格的上涨，库存占比较高且变现能力强的珠宝类公司将受益库存增值的效益。此外，公司资产负债率相对较高，我们认为在募集资金到账后，将有利于公司调整其负债率，逐渐提升偿债能力。

表 12: 明牌珠宝偿债能力数据

	2008	2009	2010
流动比率	1.29	1.35	1.44
速动比率	0.28	0.3	0.38
资产负债率(%)	73.61	70.98	67.4
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.18	0.22	0.24

数据来源：WIND，国信证券经济研究所

营运能力

随着公司经营逐年扩大，应收账款周转一直维持在合理区间，而存货周转能力在 2.5~2.6 之间，优于其他同类黄金销售公司。

表 13: 明牌珠宝营运能力数据

	2008	2009	2010
存货周转率(次)	2.52	2.58	2.6
应收账款周转率(次)	15.07	17.41	16.67
流动资产周转率(次)	2.18	2.32	2.24
固定资产周转率(次)	74.18	89.49	117.3

数据来源：WIND，国信证券经济研究所

盈利预测

基本假设

根据对公司过往基本面和募投项目的分析，我对公司未来经营业绩进行预测。我们预计募投项目完成后的 2012 年，将会是公司经销模式的产销爆发增长期，其中，黄金、铂金和镶嵌分别增长 35%、20%和 40%。

表 14: 明牌珠宝经销模式盈利预测 万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入						
黄金饰品	122621.0	154103.0	220749.0	286973.7	401763.2	542380.3
增长率		25.67%	43.25%	30%	40%	35%
铂金饰品	56748.0	62592.0	44131.0	50750.7	60900.8	71862.9
增长率		10.30%	-29.49%	15%	20%	18%
镶嵌饰品	6397.0	5764.0	8216.0	10680.8	14953.1	20186.7
增长率		-9.90%	42.54%	30%	40%	35%
毛利率						
黄金饰品	3.46%	7.36%	7.38%	7.00%	6.50%	6.50%
铂金饰品	1.72%	12.04%	15.28%	14.00%	13.00%	12.00%
镶嵌饰品	27.35%	17.58%	21.68%	23.00%	24.00%	25.00%
毛利						
黄金饰品	4242.7	11342.0	16291.3	20088.2	26114.6	35254.7
铂金饰品	976.1	7536.1	6743.2	7105.1	7917.1	8623.6
镶嵌饰品	1749.6	1013.3	1781.2	2456.6	3588.7	5046.7
经销小计						
营业收入	185766.0	222459.0	273096.0	348405.2	477617.1	634429.9
毛利	6968.3	19891.4	24815.7	29649.8	37620.5	48924.9

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司的专营方面，主要分为直营店和百货专柜的扩张，我们假设，直营店的未来扩张保持在每年 2-3 家，而专柜的铺设相对较易，每年预计 90-150 家。

表 15: 明牌珠宝专营模式盈利预测 万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
直营店						
营业收入	11906.7	12395.5	19538.0	28000.0	37700.0	48000.0
毛利率	30.04%	30.84%	30.93%	25.00%	27.00%	28.00%
毛利	3576.8	3822.8	6043.1	7000.0	10179.0	13440.0
门店数量	3.0	3.0	7.0	10.0	13.0	16.0
单店销售	3968.9	4131.8	2791.1	2800.0	2900.0	3000.0
百货专柜						
营业收入	81684.0	90176.8	103967.5	144020.0	186810.0	251600.0
毛利率	17.84%	17.31%	14.92%	15.00%	15.50%	16.50%
毛利	14572.4	15609.6	15512.0	21603.0	28955.6	41514.0
门店数量	198.0	253.0	289.0	379.0	479.0	629.0
单店销售			359.7	380.0	390.0	400.0
专营小计						
营业收入	93590.7	102572.4	123505.5	172020.0	224510.0	299600.0
毛利	18149.2	19432.4	21555.1	28603.0	39134.6	54954.0

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

选取 A 股市场，珠宝类生产及连锁经营公司进行估值参考，剔除因为玉的炒作

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

造成估值偏高的东方金钰，行业估值水平位于 22 ~ 41。

表 16: A 股主要黄金珠宝公司估值对比

公司名称	公司代码	收盘价	EPS		PE	
		2011-4-8	2011E	2012E	2011E	2012E
002345	潮宏基	28.4	0.70	1.07	41	27
600086	东方金钰	25.3	0.37	0.64	68	40
600612	老凤祥	29.2	1.12	1.48	26	20
600655	豫园商城	12.6	0.57	0.65	22	19
平均值					39	26
002574	明牌珠宝		1.26	1.74		

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

根据以上假设，我们综合预计公司 2011 - 2013 年的 EPS 为 1.26、1.74 和 2.32 元，参考行业公司估值情况，我们给予公司 25 ~ 30 倍 PE，对应合理估值为 31.5 ~ 37.8 元。作为一个处于高速增长行业的优质民营企业，公司具备三年后成为百亿珠宝企业发展潜力，我们建议询价区间在价值轴上端，即 35 ~ 38 元。

核心判断的主要风险

- 1、门店扩张受当地租金高涨等影响减速；
- 2、珠宝行业发展增速低于预期；
- 3、公司主要原材料，如黄金、钻石价格大幅波动造成经营影响；
- 4、门店扩张后，经营管理人才跟配情况出现阻碍。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	224	65	75	100	营业收入	4029	5286	7132	9495
应收款项	294	362	488	650	营业成本	3527	4655	6288	8356
存货净额	1505	1533	1899	2296	营业税金及附加	13	16	25	38
其他流动资产	22	29	29	19	销售费用	111	148	203	275
流动资产合计	2045	1989	2491	3065	管理费用	40	54	76	105
固定资产	33	122	177	172	财务费用	58	40	33	33
无形资产及其他	22	21	20	19	投资收益	(47)	20	20	20
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	9	9	9	9
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2106	2138	2694	3263	营业利润	242	402	536	715
短期借款及交易性金融负债	973	600	673	622	营业外净收支	50	0	0	0
应付款项	142	153	173	184	利润总额	292	402	536	715
其他流动负债	305	487	658	876	所得税费用	75	101	118	157
流动负债合计	1419	1240	1503	1682	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	217	302	418	558
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1420	1240	1503	1682		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	217	302	418	558
股东权益	687	898	1190	1581	资产减值准备	2	4	2	(0)
负债和股东权益总计	2106	2138	2694	3263	折旧摊销	6	7	12	14
					公允价值变动损失	(9)	(9)	(9)	(9)
					财务费用	58	40	33	33
					营运资本变动	(326)	94	(298)	(321)
					其它	(2)	(4)	(2)	0
					经营活动现金流	(113)	394	123	243
					资本开支	(13)	(90)	(60)	0
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(13)	(90)	(60)	0
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(61)	(91)	(125)	(167)
					其它融资现金流	330	(373)	73	(51)
					融资活动现金流	209	(464)	(53)	(218)
					现金净变动	84	(159)	10	25
					货币资金的期初余额	140	224	65	75
					货币资金的期末余额	224	65	75	100
					企业自由现金流	(82)	321	75	255
					权益自由现金流	248	(82)	122	179

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.20	1.26	1.74	2.32
每股红利	0.34	0.38	0.52	0.70
每股净资产	3.81	3.74	4.96	6.59
ROIC	17%	20%	25%	28%
ROE	32%	34%	35%	35%
毛利率	12%	12%	12%	12%
EBIT Margin	8%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%
收入增长	22%	31%	35%	33%
净利润增长率	46%	39%	39%	33%
资产负债率	67%	58%	56%	52%
息率	0.8%	1.3%	1.7%	2.3%
P/E	33.2	31.8	23.0	17.2
P/B	10.5	10.7	8.1	6.1
EV/EBITDA	25.0	25.8	20.1	15.4

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	技术分析	
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	闫 莉	010-88005316
交通运输		刘子宁	021-60933145	房地产	
郑 武	0755- 82130422	银行		方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	邱志承	021- 60875167	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	黄 飙	0755-82133476	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678	谈 煊	010- 66025229		
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	