

明牌珠宝 (002574) 新股定价报告

立足浙江，布局全国的珠宝连锁企业

可选消费/品牌连锁

定价区间
32.50—39.00 元

发布时间：2011 年 4 月 21 日

投资要点：

- **经营珠宝首饰的大型企业：**浙江明牌珠宝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。
- **全国网点布局，江浙片区为主：**公司已建立全国性的市场网络，形成以江浙片区、京津片区、辽川片区为核心，遍及全国多个省、市的营销网络，截止 2010 年 12 月 31 日末，公司拥有专柜及直营店等专营点共计 296 家，其中江浙地区对公司业绩影响较大，2010 年贡献的收入占主营业务收入比例达到 48.45%。
- **经营情况稳定：**分产品看，黄金饰品的业务量增加较为迅速，销售额增速较快；铂金饰品销售受市场波动影响较大；镶嵌饰品的销售额增速较平稳。按销售模式看，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。
- **募投项目提升竞争力：**公司本次拟发行 6000 万股，募集资金将用于营销网络建设项目、生产基地建设项目、研发设计中心项目。建设和完善终端销售网络是品牌建设的有效手段，可完善公司的营销模式，扩大产品市场份额，提升公司获利能力；生产基地建设项目将有效解决公司产能不足问题，提升公司经济效益；研发设计中心项目将提升公司设计能力，增强公司市场竞争力。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.30 元、1.64 元和 2.00 元，参比同类上市公司估值，我们认为公司 2011 年市盈率在 25-30 倍之间比较合理，对应合理价位为 32.50-39.00 元。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	402,896	22.13	21,677	45.59	1.20	30.02		
2011E	510,276	26.65	31,212	43.99	1.30			
2012E	642,828	25.98	39,303	25.92	1.64			
2013E	752,328	17.03	47,894	21.86	2.00			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	18,000
发行数量 (万股)	6,000
发行价格 (元)	32.00
发行前 EPS (元)	1.20
发行后 EPS (元)	0.90
发行前每股净资产 (元)	3.81
发行日期	2011-4-14
上市日期	2011-4-22
主承销商	财通证券

分析师：罗旷怡

执业证书编号：s0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

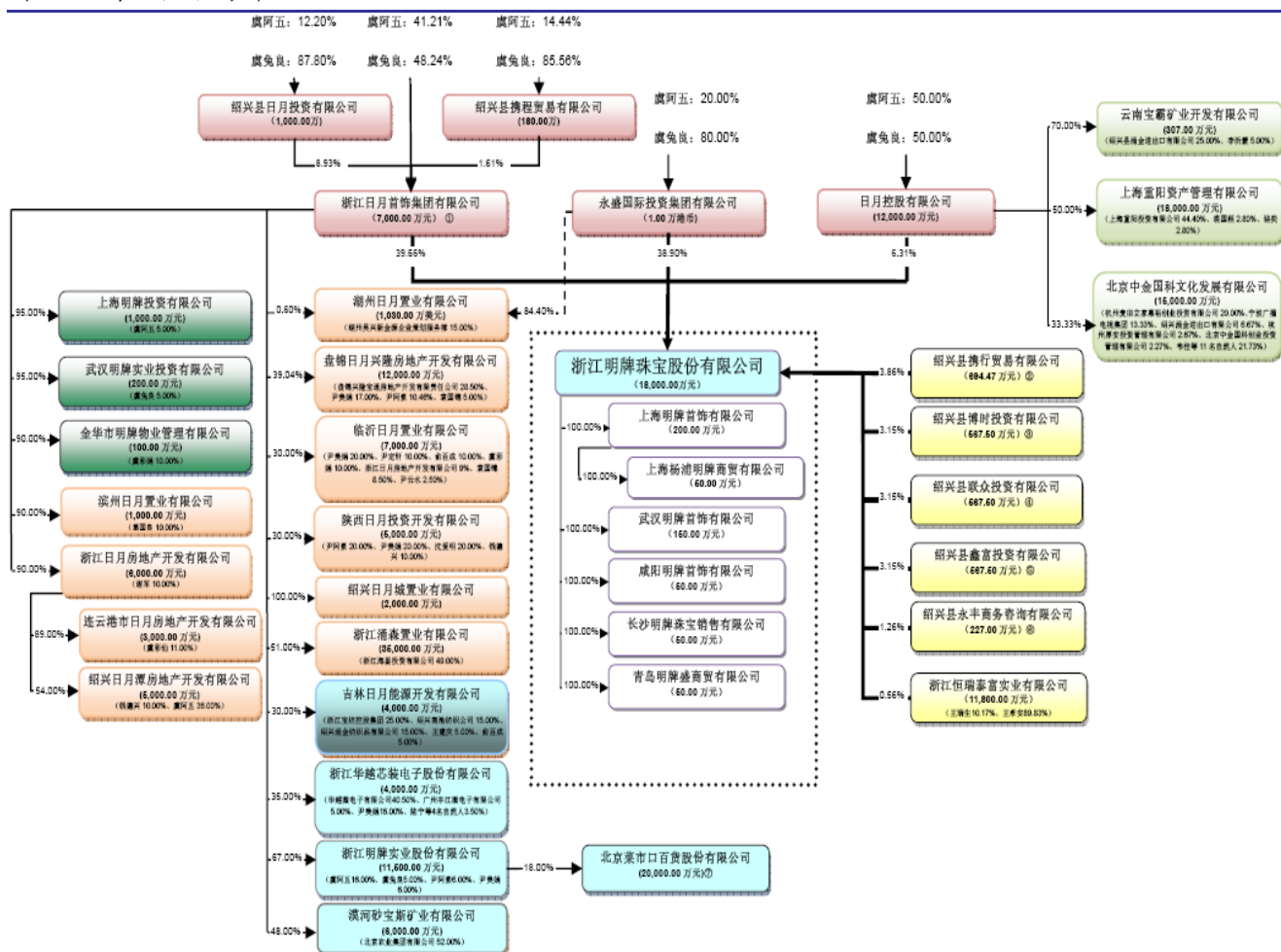
邮 编：200002

1. 公司简介

浙江明牌珠宝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，且在国内铂金饰品领域占有领导地位，根据金交所统计数据，公司2008年、2009年和2010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。在2009年度亚洲品牌评比中，“明牌”品牌获得由品牌认证监督管理中心颁发的“亚洲品牌500强”大奖，位居中国珠宝品牌第五位。

股权结构方面，发行前，公司控股股东为日月集团，持有公司39.66%的股份，虞阿五、虞兔良父子分别直接持有日月集团41.21%和48.24%的股权，同时通过永盛国际、日月控股和携行贸易共控制公司88.72%股权，发行后仍控制公司66.54%的股份，为公司实际控制人。

图1: 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

表1: 公司发行前后股本变化

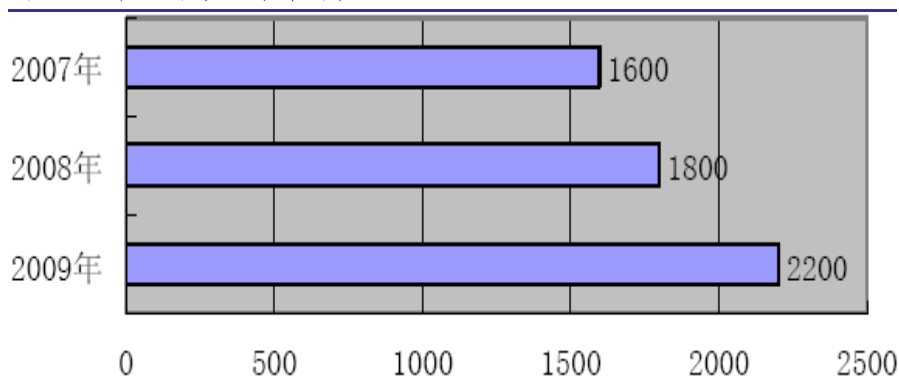
股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (股)	股权比例	持股数 (股)	股权比例
日月集团	7,138.52	39.66%	7,138.52	29.74%
永盛国际	7,002.50	38.90%	7,002.50	29.18%
日月控股	1,134.99	6.31%	1,134.99	4.73%
携行贸易	694.47	3.86%	694.47	2.89%
鑫富投资	567.50	3.15%	567.50	2.36%
博时投资	567.50	3.15%	567.50	2.36%
联众投资	567.50	3.15%	567.50	2.36%
永丰商务	227.00	1.26%	227.00	0.95%
恒瑞泰富	100.02	0.56%	100.02	0.42%
社会公众股	-	-	6000.00	25.00%
合计	18,000.00	100%	24000.00	100%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

2. 公司经营环境分析

全球珠宝首饰行业呈现上扬趋势。以黄金饰品为例, 全球黄金总需求价值整体为上涨趋势, 其中2000年全世界黄金饰品总需求价值为287.5亿美元, 2008年, 黄金饰品总需求价值上升为602.5亿美元。目前, 中国是世界上重要的珠宝首饰生产国和消费国, 根据中宝协统计, 中国珠宝首饰行业年销售总额连续高速增长, 继2008年达到1,800亿元后, 2009年销售总额达2,200亿元, 成为全球珠宝首饰行业增长最快的主要国家。

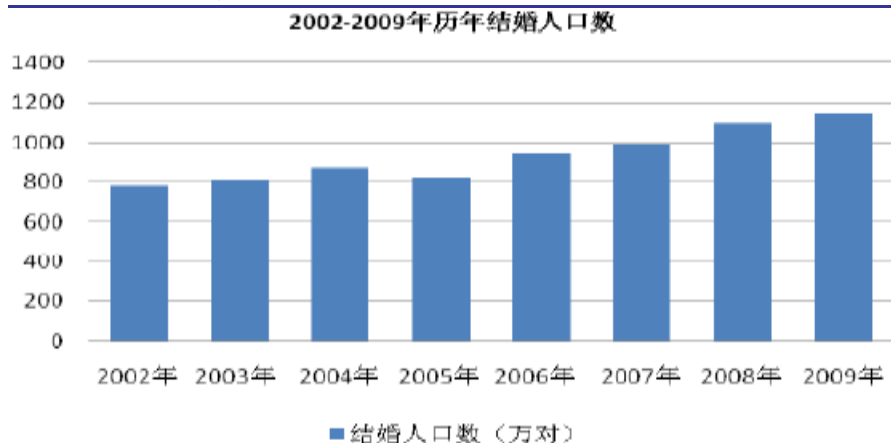
图2: 近年境内珠宝首饰销售额明细



资料来源: 公司招股说明书

从我国珠宝市场发展的历程和重点区域看, 珠宝首饰的消费与我国经济的发展呈现正相关, 经济发展越快, 居民消费能力越强, 珠宝首饰市场就越大。未来十年, 境内中产阶级消费者数量将呈现几何增长态势, 中产阶层的扩大必将推动高档消费品快速增长, 促进相对高端和具有保值作用珠宝首饰的快速发展。持续结婚的高峰期将为珠宝首饰行业带来较为庞大的消费市场。另外, 女性消费、旅游消费和投资需求为珠宝行业带来巨大的空间。

图3: 2004-2010年居民人民币储蓄存款余额及社零总额



资料来源: 公司招股说明书

3. 公司经营情况分析

公司整体实力位于行业前列, 现已发展成为中国大陆珠宝首饰的知名企业和市场领导者之一, 主要产品市场占有率处于同行业前列。在门店布局方面, 公司拥有较为健全的营销网络, 营销网络稳步发展, 营销网络优势位于行业前列。公司进入珠宝首饰市场较早, 目前已建立全国性的市场网络, 形成以江浙片区、京津片区、辽川片区为核心, 遍及全国多个省、市的营销网络, 截止2010年12月31日末, 公司拥有专柜及直营店等专营点共计296家, 并建立起了较为先进的信息化营销网络管理系统。其中江浙地区为中国经济最为发达地区之一, 同时因为公司总部设在浙江, 因此对该地域的网点辐射较密集, 对公司业绩影响较大, 2008-2010年, 其贡献的收入占主营业务收入比例分别为43.59%、47.00%及48.45%

图4: 公司门店地区分布



表2: 公司分地区主营业务构成

地区	2010 年度		2009 年度	
	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)
江浙片区	195,189.36	48.45	155,031.37	47.00
辽川片区	78,146.71	19.40	67,226.44	20.38
京津片区	87,787.63	21.79	65,884.10	19.97
上海片区	13,114.37	3.26	15,791.45	4.79
豫晋片区	28,588.32	7.10	25,934.92	7.86
合计	402,826.38	100.00	329,868.28	100.00
地区	2008 年度			
	销售额 (万元)		占比 (%)	
江浙片区	123,701.29		43.59	
辽川片区	62,155.64		21.90	
京津片区	61,250.07		21.59	
上海片区	18,627.95		6.56	
豫晋片区	18,016.92		6.35	
合计	283,751.87		100.00	

资料来源: 公司招股说明书

分产品看, 黄金饰品的业务量增加较为迅速, 销售额增速较快; 铂金饰品销售受市场波动影响较大; 镶嵌饰品的销售额增速较平稳。

表3: 公司分产品主营业务构成

产品类别	2010 年度		2009 年度	
	销售额 (万元)	比例 (%)	销售额 (万元)	比例 (%)
黄金饰品	304,101.17	75.49	213,886.75	64.84
铂金饰品	66,143.40	16.42	87,340.30	26.48
镶嵌饰品	26,356.84	6.54	23,804.27	7.22
其他	6,224.98	1.55	4,836.96	1.47
合计	402,826.38	100.00	329,868.27	100.00
产品类别	2008 年度			
	销售额 (万元)		比例 (%)	
黄金饰品	175,666.18		61.91	
铂金饰品	79,121.48		27.88	
镶嵌饰品	24,569.85		8.66	
其他	4,394.36		1.55	
合计	283,751.87		100.00	

资料来源: 公司招股说明书

按销售模式看, 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。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%。

表4: 公司分经营模式主营业务构成

销售模式	2010 年度		2009 年度	
	销售额 (万元)	占比(%)	销售额 (万元)	占比(%)
经销	273,095.90	67.79	222,458.97	67.44
专营	123,505.51	30.66	102,572.35	31.09
其他	6,224.98	1.55	4,836.96	1.47
合计	402,826.38	100.00	329,868.28	100.00
销售模式	2008 年度			
	销售额 (万元)	占比(%)		
经销	185,766.86	65.47		
专营	93,590.65	32.98		
其他	4,394.36	1.55		
合计	283,751.87	100.00		

资料来源: 公司招股说明书

通过公司管理层努力经营和得益于整个珠宝首饰行业的发展, 公司2008年度、2009年度及2010年营业收入分别为283, 783. 73万元、329, 901. 80万元及402, 896. 26万元, 保持持续稳定增长。净利润保持较快的增长速度, 2009年度、2010年度同比增长72. 71%、45. 51%; 净利润率从2008 年的3. 04%、2009 年的4. 52%, 到2010年的5. 38%, 整体呈现逐步提高趋势。

表5: 公司主要经营指标

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度
	金额 (万元)	变动幅度	金额 (万元)	变动幅度	金额 (万元)
主营业务收入	402,826.38	22.12%	329,868.27	16.25%	283,751.87
其他业务收入	69.87	108.38%	33.53	5.24%	31.86
营业收入	402,896.26	22.13%	329,901.80	16.25%	283,783.73
净利润	21,677.46	45.51%	14,897.47	72.71%	8,325.70
净利润率	5.38%		4.52%		3.04%

资料来源: 公司招股说明书

公司综合毛利率处于行业平均值以下, 主要是因为毛利率较低的经销收入占公司收入比例较大。在排除经销影响外, 2008年-2009年公司专营毛利率逐渐与行业平均值靠拢。另外公司目前主要产品中毛利率较低的黄金饰品销售占本公司收入比重较大。而潮宏基以K金珠宝首饰为主打产品, 谢瑞麟以铂金珠宝首饰为主打产品, 而东方金钰以翡翠玉石为主打产品, 在排除产品差异外, 本公司综合毛利率处于行业合理水平。

表6: 公司毛利率情况

公司	2009 年度 (%)	2008 年度 (%)
周生生	19.94	15.80
谢瑞麟	53.14	53.13
六福集团	21.22	24.88
老凤祥	7.03	6.73
豫园商城	9.68	9.07
东方金钰	8.13	21.26
潮宏基	38.25	35.46
平均	22.48	23.76
本公司综合毛利率	12.94	9.95
本公司专营模式毛利率	18.94	19.39

注: 老凤祥、豫园商城综合毛利率仅指珠宝首饰业务相关综合毛利率。

资料来源: 公司招股说明书

4. 募集资金投资项目分析

公司本次拟发行6000万股，募集资金将用于营销网络建设项目、生产基地建设项目、研发设计中心项目，项目投资具体情况如下：

表7：公司募投项目

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金拟投入金额（万元）	占总投资比例（%）
营销网络建设项目	53,055.77	53,055.77	57.48
生产基地建设项目	34,005.09	34,005.09	36.84
研发设计中心项目	5,246.39	5,246.39	5.68
合计	92,307.25	92,307.25	100

资料来源：公司招股说明书

建设和完善终端销售网络是品牌建设的有效手段，可完善公司的营销模式，扩大产品市场份额，提升公司获利能力；生产基地建设项目将有效解决公司产能不足问题，提升公司经济效益；研发设计中心项目将提升公司设计能力，增强公司市场竞争力。

5. 盈利预测与价值区间

我们预计公司2011-2013年每股收益分别为1.30元、1.64元和2.00元，参比同类上市公司估值，我们认为公司2011年市盈率在25-30倍之间比较合理，对应合理价位为32.50-39.00元。

表8：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (2010E)	PE (2011E)	PE (2012E)
600612.SH	老凤祥	37.43	26.11	19.76
600655.SH	豫园商城	27.29	22.17	19.39
002345.SZ	潮宏基	43.53	35.03	24.68
	平均	36.08	27.77	21.28

资料来源：WIND, 东北证券

表9: 公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	402,896.26	510,276.15	642,828.01	752,327.89
营业成本	352,706.08	445,866.47	562,109.95	656,893.87
营业税金及附加	1,254.41	1,734.94	2,185.62	2,557.91
主营业务利润	48,935.76	62,674.75	78,532.44	92,876.11
销售费用	11,124.96	15,308.28	19,027.71	21,065.18
管理费用	3,965.24	5,357.90	6,749.69	7,523.28
财务费用	5,818.34	0.00	0.00	0.00
营业利润	24,198.15	42,008.56	52,755.04	64,287.65
营业外收支净额	5,000.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	29,199.06	42,008.56	52,755.04	64,287.65
所得税费用	7,521.60	10,796.20	13,452.53	16,393.35
归属母公司净利润	21,677.46	31,212.36	39,302.50	47,894.30
每股收益(元)	1.20	1.30	1.64	2.00

数据来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。