



珠宝奇葩，蓄势待发

增持首次评级

投资要点:

- 翡翠资源稀缺，公盘价格屡创新高，刺激终端零售价格上涨
- 存货以进价计算，价值重估空间巨大
- 垄断上游渠道资源，拥有完整业务链条

我们近期调研了东方金钰，主要观点如下:

- 翡翠资源稀缺，公盘价格屡创新高，刺激终端零售价格上涨。翡翠形成的地质条件非常苛刻，特级翡翠尤其稀缺。资源不可再生，高档原材料匮乏，缅甸矿区资源已渐枯竭，无替代品合成品和天然优质翡翠相差甚远，带来翡翠保值空间巨大。近几届盘公盘参加人数、成交总价格、拍卖最高单品成交价都屡创新高，刺激零售终端价格上涨。
- 存货以进价计算，价值重估空间巨大。翡翠原料采用个别计价法计价，而且账面价值以进价进算，2000年到2009年，翡翠平均每年涨幅20%，而2010年开始，翡翠价格大幅提升，增速在30-50%左右。2011年1季度库存23.92亿元，预计其中珠宝玉石库存10亿元，估计市场重估价值在15亿元以上，增值50%。
- 多年在边境经营玉石，垄断上游渠道资源。垄断上游拓展下游，公司与缅甸政府建立了良好关系，在翡翠原料采购上拥有极大优势。对高档毛料进行扫盘，成为议价的核心竞争力。以玉石毛料批发业务为主，将赌石风险往下游转移，以获得较稳定的毛利收益。
- 从采购到销售拥有完整业务链条。上游毛料采购到玉石设计加工到销售，公司拥有完整的业务链条，对于中低档品，减少中间流转环节使得终端价格更有竞争力；对于高档品，直接掌握上游原料拥有定价权。
- 风险提示。毛料按件销售带来业绩巨大的波动性和可调性。翡翠价格下行风险。
- 盈利预测。考虑公司业绩有较大可调性，中性预计公司2011-2013年EPS分别为0.55元、0.80元及1.12元。估值方面2011年对应40XPE，合理价位22元，首次给予“增持”评级。

百万元、元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1115	1570	2355	3533	4946
增长率	52.34%	40.76%	50.00%	50.00%	40.00%
归属母公司净利润	12	57	196	283	396
增长率	113.83%	372.80%	240.48%	44.48%	40.11%
每股收益(EPS)	0.035	0.163	0.555	0.803	1.124
PE	614.66	130.00	38.18	26.43	18.86

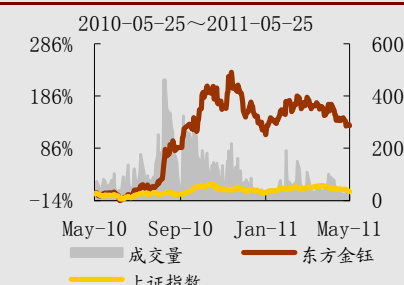
分析师

陈旭 (S1180511010002)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	19.24
52周内高	32.77
52周内低	7.60
总市值(百万元)	7471.89
流通市值(百万元)	3782.69
总股本(百万股)	352.28
A股(百万股)	352.28
—已流通(百万股)	178.34
—限售股(百万股)	173.94

资料来源: 宏源证券

相关研究

一、翡翠稀缺，价格屡创新高

（一）翡翠形成的地质条件非常苛刻，特级翡翠极为稀缺

翡翠须要一个高压低温的地质环境(压力 5×10^3 - 7×10^3 kpa, 温度在 $150-300^\circ\text{C}$) 才能形成。首先硬玉岩在整个地壳中非常难于形成, 并且十分稀少。另外它的围岩(超基性岩)也十分少见。

翡翠要是颜色, 有了以上二个条件为前提, 还须有色素离子在一定的温度范围内, 比如绿色的翡翠, 需在漫长的时间里, 铬离子不间断的进入硬玉晶格才能形成。

若要成为特级(珠宝级)翡翠, 还须具备以下条件, 翡翠围岩必须是高镁高钙低铁岩石。这种环境产出的翡翠更纯净, 少铁使底不发灰。尽管低铁但还是有铁的存在, 要翡翠十分纯净无杂质, 还须在强还原条件下即在还原环境中生成。因为在缺氧环境中, 它所含的 Fe 会形成磁铁矿而析出, 而不进入翡翠的晶格内, 可使翡翠绿更正。再者要有生成翡翠后的地质作用及多次强烈的热液活动, 把翡翠改造得绿正、水好、底纯的特级翡翠。

翡翠成色过程是伴随着热液活动进行的, 为多期强度不同的成色过程。而且缓慢分解成铬离子的致色元素, 要长时间处在 $150-300^\circ\text{C}$, 最佳温度是在 212°C 左右下, 铬离子才能均匀不间断地进入晶格, 在这种条件下生成的翡翠绿色非常均匀。完全生成特级翡翠后, 还不能有大的地质构造运动, 否则将会产生大小不等, 方向不同的裂纹而影响质量。以上各条件很难同时具备, 这就是为什么特级翡翠稀少的原因。

（二）翡翠保值空间巨大

翡翠保值空间巨大的原因在于: 一、资源的不可再生性, 翡翠只能越来越贵; 二、高档原材料的匮乏, 现在国内市场需求很大, 缅甸矿区的资源已渐渐枯竭, 包括香港等地中高档的收藏级翡翠都开始往内地回流以应对内地市场的火爆局面; 三、无替代品, 翡翠人工合成从技术上还远远不过关, 合成品和天然优质翡翠相差甚远; 四、雕刻的手工作业, 好的翡翠雕刻品都是靠手工一件一件地雕刻出来的, 每一件都要根据原料的质地、颜色等独自设计, 不能像磨钻石一样机械化地加工琢磨。由此翡翠具有很强的保值性。

（二）亚洲文化

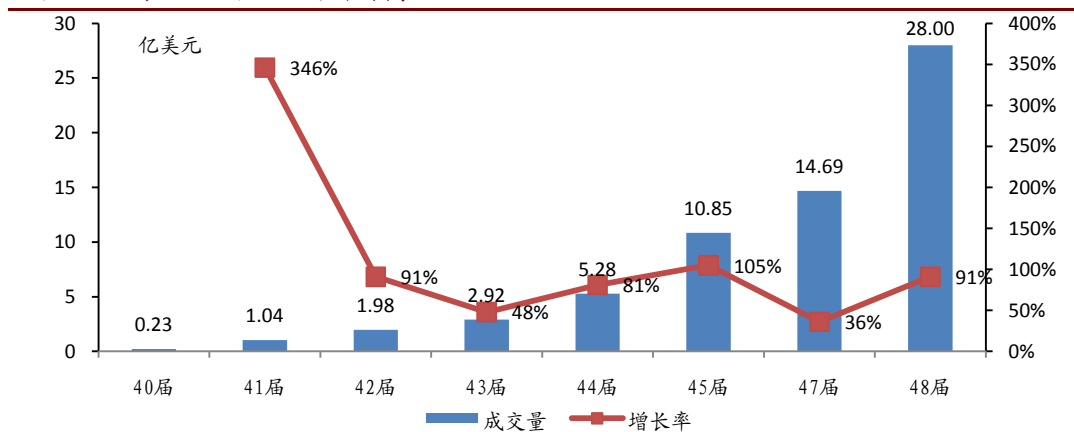
中国有玉文化的传统。从 8000 年前的旧石器时代就发现第一玉制品。中国人喜欢玉石, 一个原因是传说中玉石可以用来消灾辟邪。另一个原因是中国人讲的玉文化, 温润、中庸等观念都是非常符合东方人的风格, 而且不管男女老少都可以佩戴翠饰。

（三）缅甸公盘价格屡创新高

翡翠市场一个非常重要的特点就是原料来源单一，全世界就只有缅甸有。而缅甸翡翠出货就是在每年的公盘上（缅甸对翡翠资源管理严格，只有通过政府举行“公盘”拍卖才可交易出境）。

近几届盘，参加人数、成交总价格、拍卖最高单品成交价都屡创新高。前几届参加公盘人数大约在 200-300 人，2011 年参加人数超过 1.2 万人，成交金额 28 亿美元，首次突破 200 亿元人民币。2010 年，最高单件为一块紫色高冰种，底价 580 万元一块，最后以 1.9 亿元人民币成交。2011 年 112 公斤重的冰底飘绿花翡翠原石创下了单笔 33333333 欧元的历史天价，按最新人民币汇率中间价来算，相当于超过 3 亿元人民币！上亿元单件原石有 12 件。

图 1：缅甸公盘成交额屡创新高



资料来源：宏源证券

图 2：2011 年冰底飘绿花翡翠原石创下了单笔历史天价



资料来源：宏源证券

（四）参与主体多元化

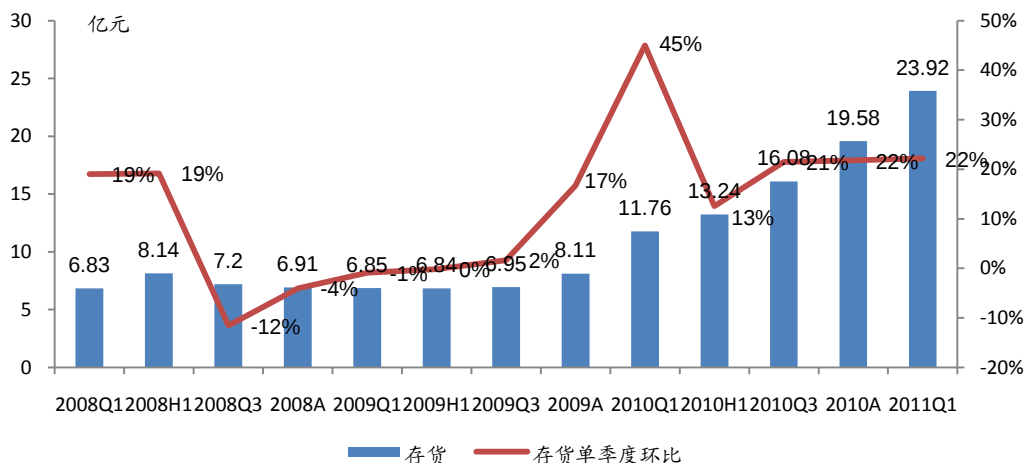
翡翠市场之所以呈现目前狂热的态势另一方面来自需求方。中国自古就有“乱世藏金、盛世藏玉”的传统，现在收藏翡翠的人群越来越庞大。过去买翡翠的是行家，现在参与购买的人群越来越多。大量游资盲目和发疯似的投资，带来翡翠价格猛涨。参与竞价的游资多了，也就推高翡翠的价格。

二、公司投资要点

（一）存货以进价计算，

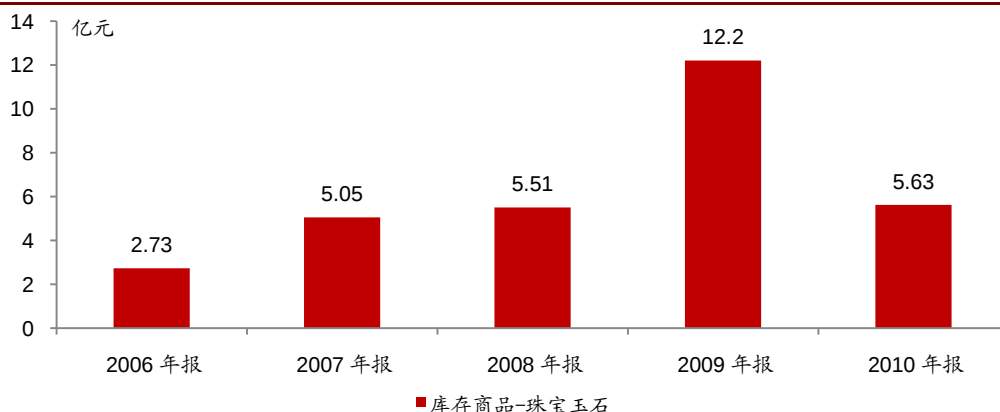
公司为扩大销售渠道不断增加翡翠黄金饰品的储备。从 2010 年的单季度存货看，每季度存货保持 20% 的增长。翡翠原料采用个别计价法计价，而且账面价值以进价进算，2000 年到 2009 年，翡翠平均每年涨幅 20%，而 2010 年开始，翡翠价格大幅提升，增速在 30-50% 左右。从珠宝玉石库存看，2009 年公司玉石库存大幅度提升，2010 年翡翠价格飙涨时清理库存。假设 2010 年清理的库存是 2009 年存货，2010 年底 5.63 亿元库存玉石是 2006 年的存货，那么市场重估价值在 10.54 亿元。2011 年 1 季度补库存至 23.92 亿元，若补库存都为玉石毛料，则预计其中珠宝玉石库存为 10 亿元，而公司玉石毛料多以单件 500 万元以上的中高档毛料为主，估计市场重估价值在 15 亿元以上，增值 50%。

图 2：公司存货单季度情况



资料来源：宏源证券

图 3：珠宝玉石存货商品情况



资料来源：宏源证券，公司公告

（二）多年在边境经营玉石，垄断上游渠道资源

垄断上游拓展下游，董事长赵兴龙利用个人资源与缅甸政府建立了良好的关系，在翡翠原料采购上拥有极大优势。东方金钰大股东云南兴龙实业已在云南腾冲（腾冲一直是翡翠原料的唯一集散地）建了一个翡翠原材料市场，以后只要进入云南的翡翠原材料交易必须集中在这个市场进行交易，公司控制货源，能够垄断当地 70% 原料。未来公司也考虑在边境建立免税交易区，

对高档毛料进行扫盘成为议价的核心竞争力。调研了解，广东对翡翠玉石的需求较大，而目前广东大部分玉石加工企业处于无料加工局面前来云南进货，而公司玉石战略储备成为议价的核心竞争力。

云南公司以玉石毛料批发业务为主，将赌石风险往下游转移，以获得较稳定的毛利收益。多年赌石经验在行内形成有较好口碑，对上游原料进行垄断，使得中低档赌石毛料毛利率在 15-30%，而中高档赌石毛料毛利率在 50% 以上。我们认为这种以批发业务，能有效将赌石风险向下游转移，并获得较稳定的毛利收益。

（三）从采购到销售拥有完整业务链条

公司拥有珠宝玉石完整业务链条。从上游毛料采购，到玉石设计加工，到销售，公司拥有完整的业务链条。云南调研了解，与公司竞争的还有昆百大珠宝及七彩云南，相比公司对上游原料的掌控，多以旅游零售为主，只参与业务链条的一部分。我们认为拥有完整的业务链条，对于中低档品，减少中间流转环节使得终端价格更有竞争力；对于高档品，直接掌握上游原料拥有定价权。

三、风险提示

1、玉石毛料销售直接带来公司业绩波动巨大。由于每块毛料价值不一相差甚大，尤其是高档毛料，买卖双方价格撮合有一定偶然性，造成公司业绩有很大的波动性和可调性。

2、翡翠价格下行风险。

四、盈利预测

1、**销售收入**。公司 2011 年 1 季度玉石存货约 10 亿元，过去一直采用留下好料流转一般毛料。因此预计这些玉石毛料存货以高档毛料为主，毛料成本重估价值至少在 15 亿元以上。黄金及其他存货 14 亿元。高档翡翠毛料 30-50%毛利率，黄金饰品 5.34%毛利率，则 1 季度的存货可以支撑全年 35.7 亿元的销售收入。中性预计公司 2011 年销售收入 23.6 亿元，增速 50%。

2、**毛利率**。由于现有存货以中高档毛料为主，其毛利率在 30-50%，公司玉石毛利率会提高会拉高综合毛利率水平。如果按照现有玉石毛利存货 15 亿元，毛利率 30%，黄金及其他存货 14 亿元，毛利率 5.34%，则综合毛利率为 18%。2011 年 1 季度毛利为 13.81%，基于目前玉石毛料供不应求的局面，及谨慎性原则，我们中性预计 2011 年全年综合毛利率将提高至 16%。

3、**投资建议**。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56 元、0.80 元及 1.12 元。估值上，考虑公司是唯一的翡翠上市公司，掌握上游渠道资源，翡翠珠宝有很强抗通胀性及稀缺性，对应 2011 年 40X 的 PE，合理价位在 22.4 元，首次给予“增持”评级。

表 1: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1570.05	2355.07	3532.61	4945.65	收益率				
减: 营业成本	1382.97	1978.26	2967.39	4154.35	毛利率	11.92%	16.00%	16.00%	16.00%
营业税金及附加	1.33	1.99	2.99	4.18	三费/销售收入	6.34%	5.64%	5.91%	5.83%
营业费用	12.75	19.12	28.69	40.16	EBIT/销售收入	9.70%	13.70%	13.57%	13.50%
管理费用	19.97	29.96	44.94	62.91	EBITDA/销售收入	9.84%	13.78%	13.63%	13.53%
财务费用	66.82	83.71	135.00	185.05	销售净利率	4.72%	8.31%	8.00%	8.01%
资产减值损失	3.05	1.04	1.04	1.04	资产获利率				
加: 投资收益	-12.59	0.00	0.00	0.00	ROE	13.30%	31.18%	31.05%	30.32%
公允价值变动损益	-5.79	0.00	0.00	0.00	ROA	5.99%	12.60%	10.31%	12.92%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	26.65%	21.13%	16.56%	13.36%
营业利润	64.79	240.99	352.57	497.95	增长率				
加: 其他非经营损益	28.72	9.89	9.89	9.89	销售收入增长率	40.76%	50.00%	50.00%	40.00%
利润总额	93.51	250.88	362.46	507.85	EBIT 增长率	137.10%	111.76%	48.63%	39.26%
减: 所得税	19.46	55.19	79.74	111.73	EBITDA 增长率	131.51%	110.00%	48.34%	39.01%
净利润	74.05	195.69	282.72	396.12	净利润增长率	302.99%	164.27%	44.48%	40.11%
减: 少数股东损益	16.57	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	72.41%	0.60%	81.74%	11.05%
归属母公司股东:	57.47	195.69	282.72	396.12	股东权益增长率	15.35%	45.30%	45.04%	43.51%
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	经营营运资本增长率	57.49%	18.54%	87.93%	19.41%
货币资金	43.78	23.55	35.33	49.46	资本结构				
应收和预付款项	161.57	525.10	504.91	937.11	资产负债率	78.12%	71.89%	78.46%	72.93%
存货	1957.79	1665.68	3769.53	3839.77	投资资本/总资产	45.37%	86.41%	82.58%	87.43%
其他流动资产	18.27	18.27	18.27	18.27	带息债务/总负债	17.73%	80.30%	77.40%	82.37%
长期股权投资	39.75	39.75	39.75	39.75	流动比率	1.80	2.10	1.51	1.62
投资性房地产	5.15	4.44	3.73	3.02	速动比率	0.18	0.53	0.19	0.34
固定资产和在建工:	54.10	19.57	17.94	16.31	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支	1.36	1.21	1.06	0.92	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他非流动资产	262.91	262.45	262.00	262.00	资产管理效率				
资产总计	2544.68	2560.03	4652.52	5166.60	总资产周转率	0.62	0.92	0.76	0.96
短期借款	352.37	707.93	2055.15	2334.02	固定资产周转率	74.03	120.32	196.91	303.29
应付和预收款项	568.52	357.34	819.88	658.97	应收账款周转率	24.68	22.18	23.79	23.77
长期借款	770.00	770.00	770.00	770.00	存货周转率	0.71	1.19	0.79	1.08
其他负债	297.01	5.20	5.20	5.20	业绩和估值指标	2011E	2012E	2013E	2014E
负债合计	1987.90	1840.46	3650.23	3768.19	EBIT	152.36	322.63	479.51	667.78
股本	352.28	352.28	352.28	352.28	EBITDA	154.54	324.53	481.41	669.22
资本公积	102.36	102.36	102.36	102.36	NOPLAT	103.33	243.93	366.30	513.15
留存收益	-22.63	173.06	455.78	851.90	净利润	57.47	195.69	282.72	396.12
归属母公司股东:	432.01	627.70	910.42	1306.54	EPS	0.163	0.555	0.803	1.124
少数股东权益	124.77	124.77	124.77	124.77	BPS	1.226	1.782	2.584	3.709
股东权益合计	556.78	752.46	1035.18	1431.30	PE	130.00	38.18	26.43	18.86
负债和股东权益合	2544.68	2592.93	4685.41	5199.49	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	PB	17.30	11.90	8.21	5.72
经营性现金净流量	-334.47	-19.95	-1226.11	-112.53	PS	4.76	3.17	2.12	1.51
投资性现金净流量	-63.66	-284.10	7.72	7.72	PCF	-22.34	-374.59	-6.09	-66.40
筹资性现金净流量	394.80	283.82	1230.17	118.94	EV/EBIT	53.78	28.07	21.70	16.00
现金流量净额	-3.33	-20.23	11.78	14.13					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈旭: 宏源证券研究所商贸零售行业分析师, 4 年证券行业从业经验。2010 年 8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010 年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团, 提出欧亚三部曲, 给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、吉峰农机、新华百货、中兴商业、东百集团、豫园商城、武汉中百、鄂武商、南京中商、辉隆股份、友谊股份、苏宁电器、王府井、st 秋林、东方金钰

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。