

明牌珠宝 002574.SZ

门店网络销售提速，中长期渐显规模优势

◇ 调研地点：绍兴 ◇ 拜访对象：明牌珠宝董事会秘书曹国其

◆快速拓展营销网络，2011/2012 年销售目标 60 亿和 90 亿

截至 2011 年 6 月初，公司新开直营专柜 15 家，直营门店数量共计 311 家。下半年公司将充分利用 IPO 募集所得资金加快营销网络建设，预计全年新开直营专柜 50-60 家，专卖店 1-2 家。2012 年公司将继续加快市场拓展，计划新开直营专柜 90 家，专卖店 2-3 家。到 2013 年末，公司目标直营销售网点达到 500 家。通过快速的营销网络建设与品牌的培育，公司在 2010 年 40 亿销售的基础上，目标 2011/2012 年销售收入达 60 亿和 90 亿，年销售增速 50%，从而确立公司在行业中的地位。

◆1Q 业绩低于预期为资金较紧所致，全年投资亏损有望收窄：

1Q2011 公司销售收入增长为 40%，低于同行平均水平，主要原因是公司资金面较紧，并且负债水平较高（2010 年资产负债率高达 67.4%），因此销售规模受到限制。此外公司在资金有限的情况下，产品结构也有所调整，资源配置方面向黄金倾斜较多，导致铂金的一季度同比销售下降较多。而一季度公司毛利率下滑 3 个百分点，除了毛利率较低的黄金饰品销售占比提高较多以外，另一原因是 11 年 1 月黄金价格有所回落，财务上的存货成本价格优势未能充分体现。所幸公司黄金租赁方面因对冲导致的亏损也因此较去年有所减少，我们预计全年投资收益将亏损 2000-3000 万水平，较去年同期亏损 4715 万有所收窄。

◆全国性区域拓展，弱势地区以与经销商合作为主要手段

江浙地区为公司收入的主要来源，2010 年江浙片区销售额达 20 亿元，收入贡献率为 48.45%。未来 2-3 年公司将继续加重江浙地区网络建设，力争销售收入达到 25 亿每省。此外，公司在辽宁地区发展也较为成功，与当地翠花金店及百货兴隆大家庭等均有较好合作；同时公司位于武汉的专卖店，由于进驻市场较早，在当地有较高的品牌知名度，因此盈利情况颇佳。

由于黄金首饰为传统饰品，各地都有区域老牌，如湖北金兰首饰，南京通灵翠钻，天津百信珠宝，因此历史传承导致的区域壁垒性较强。公司在四川、广西、云南等地销售情况不甚理想，未来公司会与经销商灵活合作，以合作形式开拓这些弱势地区，2009 年公司与经销商合力拓展山东市场，今年预计销售增速为 100%。

◆维持中性评级，六个月目标价 28.20 元：

考虑到公司未来几年营销目标，我们略上调公司的销售收入规模，调整公司 2011-13 年 EPS 分别至 1.06/1.41/1.67 元（之前为 1.04/1.32/1.61 元）的预测，以 2010 年为基期三年 CAGR 为 22.7%，认为公司六个月目标价 28.20 元，对应 2012 年 20 倍市盈率。我们认为公司产业链完整，并且全国营销网络将更有利于控制零售终端的主动权以及市场份额，但考虑到 A 股目前估值中枢下移因素后，目前距离目标价空间不够，暂维持中性评级不变。

◆风险分析：

原材料下跌引起存货准备计提较多，宏观经济探底导致奢侈品消费意愿下降。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,299	4,029	5,897	8,183	11,021
营业收入增长率	16.25%	22.13%	46.35%	38.77%	34.68%
净利润（百万元）	149	217	254	338	401
净利润增长率	72.49%	45.59%	17.40%	32.71%	18.70%
EPS（元）	0.62	0.90	1.06	1.41	1.67
ROE（归属母公司）	31.70%	31.58%	8.90%	10.56%	11.14%
P/E	41	28	24	18	15
P/B	13	9	2	2	2
EV/EBITDA	17	16	14	13	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

中性

当前价格	25.66 元
目标价格	28.20 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

（执业证书编号：S0930510120009）

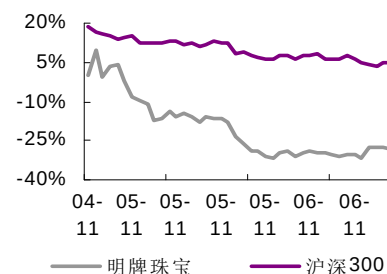
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	240
总市值(百万元)	6,158
流通比例(%)	20.00%
12 个月最高/最低(元)	39.36/24.20
近 3 月日均成交量(百万股)	6.22
主要股东	浙江日月首饰集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.75	0.00	0.00
绝对收益	-12.57	0.00	0.00

相关报告：

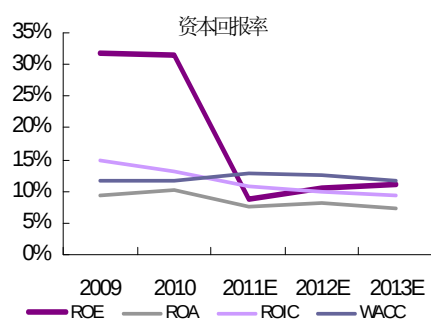
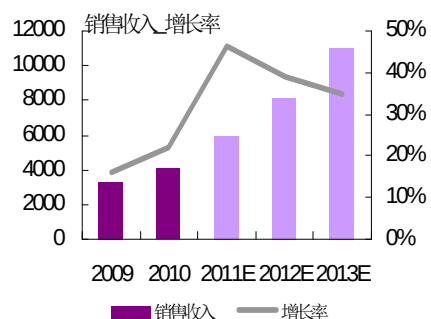
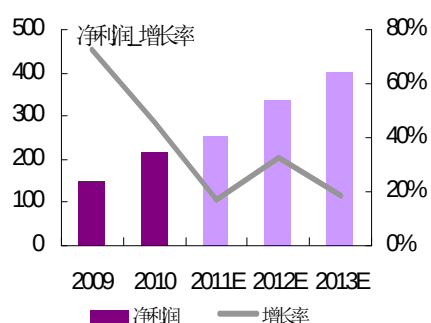
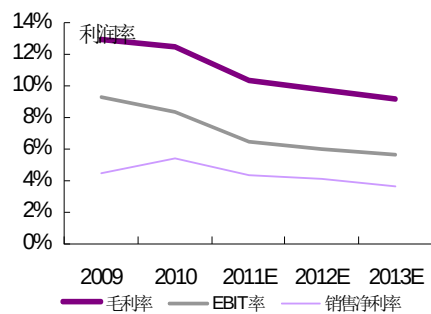
明牌珠宝：业绩低于预期，营业外收入同比大幅下降——1Q2011 季报点评

..... 2011-04-29

明牌珠宝：明齐日月的朝阳行业，铂金特色的珠宝新贵——新股上市深度

..... 2011-04-11

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,299	4,029	5,897	8,183	11,021
营业成本	2,872	3,527	5,289	7,386	10,008
折旧和摊销	6	6	15	18	21
营业税费	8	13	19	26	35
销售费用	78	111	142	192	253
管理费用	35	40	59	82	99
财务费用	53	58	15	3	47
公允价值变动损益	-19	10	0	0	0
投资收益	-32	-47	-30	-40	-40
营业利润	203	242	339	450	535
利润总额	200	292	339	450	535
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	148.90	216.77	254.49	337.74	400.90

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,619	2,106	3,356	4,095	5,513
流动资产	1,549	2,045	3,292	4,033	5,456
货币资金	140	224	753	491	661
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	191	293	405	561	756
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	1	3	4	6
存货	1,209	1,505	2,116	2,954	4,003
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2	2	-1	-5	-9
固定资产	35	33	36	36	33
无形资产	25	22	21	20	19
总负债	1,149	1,420	495	897	1,913
无息负债	365	447	495	596	725
有息负债	784	973	0	301	1,188
股东权益	470	687	2,861	3,199	3,600
股本	180	180	240	240	240
公积金	154	177	2,062	2,096	2,120
未分配利润	135	330	559	863	1,240
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	89	-88	-354	-504	-615
净利润	149	217	254	338	401
折旧摊销	6	6	15	18	21
净营运资金增加	186	371	779	1,040	1,294
其他	-252	-682	-1,402	-1,899	-2,331
投资活动产生现金流	-2	51	-49	-56	-56
净资本支出	2	-50	20	20	20
长期投资变化	2	2	3	4	4
其他资产变化	-6	99	-72	-80	-80
融资活动现金流	-38	129	932	298	841
股本变化	24	0	60	0	0
债务净变化	64	189	-973	301	888
无息负债变化	78	81	49	100	129
净现金流	49	92	529	-262	170

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.25%	22.13%	46.35%	38.77%	34.68%
净利润增长率	72.49%	45.59%	17.40%	32.71%	18.70%
EBITDA 增长率	68.96%	9.58%	16.29%	28.24%	25.62%
EBIT 增长率	70.96%	9.71%	13.97%	28.47%	25.87%
估值指标					
PE	41	28	24	18	15
PB	13	9	2	2	2
EV/EBITDA	17	16	14	13	11
EV/EBIT	18	17	15	13	12
EV/NOPLAT	24	22	20	17	16
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	4	3	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	12.95%	12.46%	10.30%	9.74%	9.19%
EBITDA 率	9.49%	8.51%	6.76%	6.25%	5.83%
EBIT 率	9.31%	8.36%	6.51%	6.03%	5.64%
税前净利润率	6.06%	7.25%	5.75%	5.50%	4.85%
税后净利润率 (归属母公司)	4.51%	5.38%	4.32%	4.13%	3.64%
ROA	9.20%	10.29%	7.58%	8.25%	7.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.70%	31.58%	8.90%	10.56%	11.14%
经营性 ROIC	14.90%	13.19%	10.74%	9.94%	9.29%
偿债能力					
流动比率	1.35	1.44	6.64	4.50	2.85
速动比率	29.64%	38.05%	237.46%	120.30%	75.93%
归属母公司权益/有息债务	0.60	0.71	-	10.63	3.03
有形资产/有息债务	2.03	2.14	-	13.53	4.62
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.62	0.90	1.06	1.41	1.67
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.37	-0.37	-1.47	-2.10	-2.56
每股自由现金流(FCFF)	0.19	-0.26	-2.05	-2.79	-3.43
每股净资产	1.96	2.86	11.92	13.33	15.00
每股销售收入	13.75	16.79	24.57	34.09	45.92

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

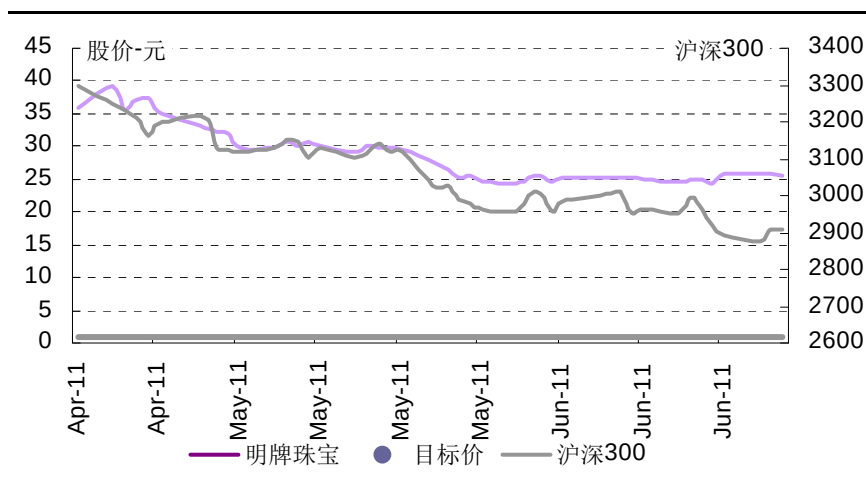
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

明牌珠宝 (002574)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标价	评级
2011-04-09	35.78	35.70	无评级
2011-04-29	37.07	31.20	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。