



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
证券研究报告

2011年7月4日

小盘股

研究部

李永喜

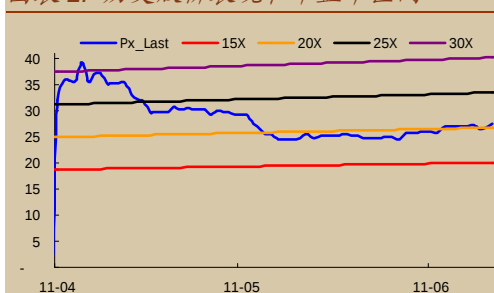
分析员，SAC 执业证书编号：
S0080511010002
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

明牌珠宝 (002574.SZ)

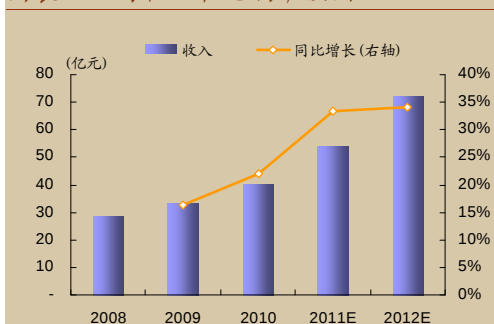
产业链完整、铂金优势明显的首饰龙头

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 2: 公司收入和毛利率预测



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 3: 分业务盈利预测

	2010	2011E	2012E
收入	4,029	5,375	7,204
(+/-)	22.1%	33.4%	34.0%
黄金饰品	3,041	4,197	5,791
铂金饰品	661	764	882
镶嵌饰品	264	349	461
经销-收入	2,731	3,179	3,497
-门店	639	669	699
-单店收入(万元)	442	486	511
专营-收入	1,235	1,712	2,242
-门店	296	359	451
-单店收入(万元)	447	523	554
毛利率	12.5%	12.0%	11.6%
黄金饰品	8.4%	8.3%	8.3%
铂金饰品	17.6%	17.5%	17.5%
镶嵌饰品	34.5%	34.5%	34.5%

资料来源: 中金公司

投资提示:

中国的珠宝首饰消费进入高速发展阶段, 黄金因固有的保值增值功能备受消费者喜欢; 年轻一代的时尚化消费以及婚庆市场的繁荣拉动了铂金首饰的消费。作为铂金首饰行业排名第一的企业, 获得上市融资后的明牌珠宝有望趁机扩大市场份额, 分享行业成长。

理由:

上市融资后, 公司将加快门店扩张步伐, 同时产能也将扩大进一倍。未来两年收入和净利润复合增速分别为 34% 和 32%, 剔除 2010 年的非经常性损益影响, 净利润复合增速达到 46%。目前股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 25x 和 18x。按照 2011 年 30x 目标市盈率, 给予目标价 33.2 元, 潜在上涨空间 20%。首次关注给予“审慎推荐”评级。

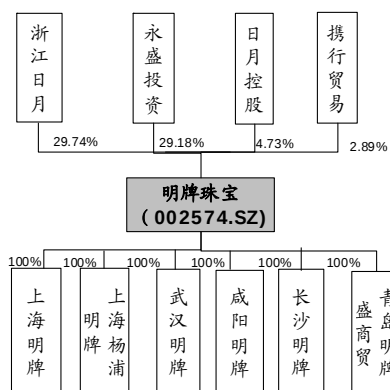
公司质地:

产业链完整、铂金优势明显的珠宝首饰龙头企业。公司是集研发、设计、生产和销售于一体的首饰企业, 拥有黄金饰品、铂金饰品和镶嵌饰品三大产品线。其铂金自营量占金交所自营量的 20%, 位居行业第一。近年来公司加大了黄金饰品投入, 以黄金饰品带动销售规模, 目前整体市场份额位列珠宝首饰行业第四位, 国内企业仅次于老凤祥和豫园商城。

成长动力:

专营门店扩张加速。公司 IPO 募投项目将开设 5 家直营店和 180 家专柜, 扩大公司销售终端, 提升品牌知名度和影响力。我们预计 2011 年新增门店在 60 家, 而 2012 年将新增 90 家, 门店扩张速度将显著快于上市前每年 30-50 家的水平, 届时专营门店 (包括专柜和直营) 将达到 450 家。由于专营业务的毛利率 (18%) 两倍于经销业务 (9%), 专业业务收入占比的提升将有助于提高公司整体盈利能力。而直营旗舰店的开设对公司品牌形象的提升也将逐步体现。

产能大幅扩张 80%。销售的快速增长给产能带来压力, 公司目前的黄金饰品超过 50% 需要外协加工。此次募投项目将新增黄金饰品产能 85%, 铂金饰品产能 73%。大大缓解公司的生产压力, 也将更好的控制产品生产, 保障产品质量。

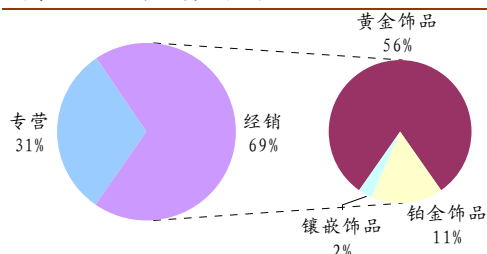
图表 4：股权结构图


资料来源：公司公告，中金公司研究部

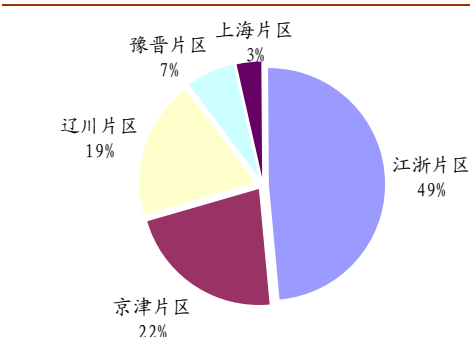
图表 5：公司业绩对黄金和铂金价格的敏感性分析

2011 EPS 变动幅度	黄金价格上涨幅									
	0%	-10%	0%	5%	15%	20%	25%	30%		
铂金涨幅	0%	-14%	-10%	-8%	-4%	-2%	0%	2%		
	5%	-13%	-9%	-7%	-3%	-1%	1%	3%		
	10%	-11%	-7%	-5%	-1%	1%	3%	5%		
	15%	-10%	-6%	-4%	0%	2%	4%	6%		
	20%	-9%	-5%	-3%	1%	3%	5%	7%		
铂金涨幅	25%	-7%	-3%	-1%	3%	5%	7%	9%		
	30%	-6%	-2%	0%	4%	6%	8%	10%		

资料来源：庄信万峰，中金公司

图表 6：公司业务构成


资料来源：WIND，中金公司

图表 7：公司分地区收入


资料来源：WIND，中金公司研究部

行业背景：

国珠宝首饰步入高速发展阶段：中国珠宝市场起始于 80 年代，历经 80 年代的孕育阶段、90 年代的快速发展阶段，现在进入高速增长阶段。根据 Euromonitor 数据统计，2009 年销售总额超过 1700 亿元，2004~2009 复合增长率达 7.7%，成为全球珠宝首饰行业增长最快的主要国家。今后随着我国经济高速发展，人均可支配收入提高，消费升级影响下，我国珠宝首饰消费将保持可持续增长。

铂金珠宝市场增速超平均，婚庆市场繁荣拉动铂金珠宝消费：（1）

2010 金交所年累计铂金成交 54.68 吨，2004~2010 复合增速增长 19%；（2）据庄信万峰报告显示 2009 年我国铂金首饰需求 64.7 吨，2006~2009 复合增速达 25%，高于珠宝行业平均增速。受 2009 年铂金价格下降，超配库存的影响，2010 年首饰行业的铂金购买量预计为 51.3 吨，下降了 21%；而趋稳的铂金价格令业者将对市场前景重拾信心。（3）近年消费者对于铂金对戒概念及内涵的认可，铂金一直以纯净稀有，永不退色，纯净的白色光泽与极佳的柔韧性也是钻石的绝佳搭配，因此铂金成为婚庆首饰的首选材质。全国每年有超 1000 万对新人喜结良缘，因结婚产生的消费高达 2500 亿元。特别是人口出生率高达 21% 的八十年代中后期出生的人群将于 2009-2012 年左右进入婚龄，假设每对新人花费 2000 元购买铂金饰品，仅婚庆拉动的铂金消费就有 200 亿的市场规模。

成长持续性：

黄金消费空间仍大。中国的人均黄金消费量依然偏低，与亚洲文化相近的国家相比，仍存在较大的差距。台湾、韩国人均消费量是中国的 2 倍；土耳其是 4.5 倍；香港是国内人均消费的 9 倍；而沙特阿拉伯的人均黄金消费更是中国的 12.5 倍。

铂金消费年轻化。市场调研发现，铂金首饰的获得者年龄主要集中在 18~34 岁之间，占据总体的 2/3。结婚、订婚和结婚周年时获得的铂金首饰分别占据 10%、7% 和 6%。消费人群的年轻化，对长远的铂金市场发展有利，这些消费者能够更大的增加重复购买次数，带来销售空间。

财务分析：

黄金、铂金价格波动风险。公司主要原材料为黄金、铂金，2010 年黄金饰品和铂金饰品占主营业务成本的 94.40%，公司的主营业务成本采取月末一次加权平均，经销价（主要为经销）与金交所价格联动，因此当黄金铂金价格波动时，公司销售价调整，而销售成本滞后，导致黄金、铂金饰品毛利率与金交所黄金、铂金价格密切相关。我们假设 2011 年黄金价格平均比 2010 年上涨 15%，铂金价格上涨 5%，并计算了公司业绩对黄金价格和铂金价格的敏感性，如图表 5 所示。

随着募投项目营销网络建设，毛利率将提升。截止 2010 年 12 月 31 日，公司共有 296 家专营店，617 家经销商，22 家加盟商，而募投项目将在今明两年新增 5 家旗舰店，180 家专营店，随着营销网络结构改善，自营比例提升，毛利率有望逐步提升。

股价催化剂：

金价稳步上涨；门店扩张速度快于预期。

风险：

金价大幅波动的风险；大盘下跌导致估值水平下移；新开门店培育期过长，盈利低于预期。

图表 8: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

明牌珠宝 002574 损益表 (人民币百万)							历史股价表现 (%)							
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
销售收入		2,838	3,299	4,029	5,375	7,204	行业板块	轻工制造	二级行业					其他轻工制造 II
销售成本		-2,555	-2,872	-3,527	-4,732	-6,366	第一大股东	浙江日月首饰集团有					持股比率	30.00%
营业费用		-64	-78	-111	-170	-213	总市值(百万元)	6,605	流通市值(百万元)					1,321
管理费用		-30	-35	-40	-53	-71	发行股数(百万股)	240	股票现价 (元)					27.52
EBIT		181	306	338	404	532	成长性分析							
EBITDA		186	312	344	411	539		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
财务费用		-70	-53	-58	-27	-3	销售收入		NA	16.3%	22.1%	33.4%	34.0%	
投资收益		2	-32	-47	-20	-20	销售毛利		NA	52.7%	16.7%	28.1%	30.1%	
其他损益项		0	0	0	0	0	EBITDA		NA	67.7%	10.4%	19.2%	31.2%	
所得税		-21	-51	-75	-92	-131	EBIT		NA	69.6%	10.5%	19.4%	31.5%	
少数股东损益		0	0	0	0	0	净利润		NA	72.5%	45.6%	22.5%	42.2%	
归属于股东的净利润		86	149	217	265	377	盈利能力分析							
								2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
							毛利率		9.7%	12.7%	12.1%	11.7%	11.3%	
							营业费用率		2.3%	2.4%	2.8%	3.2%	3.0%	
							管理费用率		1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	
							EBITDA利润率		6.6%	9.5%	8.5%	7.6%	7.5%	
							EBIT利润率		6.4%	9.3%	8.4%	7.5%	7.4%	
							净利润率		3.0%	4.5%	5.4%	4.9%	5.2%	
							偿债能力分析							
								2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
							流动比率		1.29	1.35	1.44	4.97	4.97	
							速动比率		0.28	0.30	0.38	2.06	1.56	
							现金比率		6%	9%	11%	29%	17%	
							资产负债率		74%	71%	67%	20%	20%	
							债务/权益		279%	245%	207%	25%	25%	
							净债务/权益		177%	137%	109%	-30%	-16%	
							利息覆盖倍数		3	6	6	15	175	
							杜邦分析							
								2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
							税后利润/EBIT		48%	49%	64%	66%	71%	
							x EBIT利润率		6.4%	9.3%	8.4%	7.5%	7.4%	
							= 销售净利润率		3.0%	4.5%	5.4%	4.9%	5.2%	
							x 资产周转率		2.07	2.04	1.91	1.53	1.81	
							= 总资产收益率		6.3%	10.0%	11.6%	9.5%	10.1%	
							x 总资产/净资产		3.79	3.45	3.07	1.25	1.25	
							=净资产收益率		23.9%	31.7%	31.6%	9.4%	11.8%	
							回报率分析							
								2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
							投入资本回报率		23.9%	35.8%	37.5%	15.2%	12.6%	
							平均资本回报率		6.3%	9.2%	10.3%	7.6%	9.5%	
							每股指标分析							
								2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
							摊薄每股收益		0.36	0.62	0.90	1.11	1.57	
							每股经营性现金		-0.05	0.49	-0.49	-0.94	-1.38	
							每股股息		-	-	-	-	-	
							每股净资产		2.00	2.61	3.81	15.61	17.71	
							估值分析							
								2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
							市盈率		76.5	44.4	30.5	24.9	17.5	
							市净率		13.7	10.5	7.2	1.8	1.6	
							股价/每股经营性现金流		-548.6	55.8	-56.3	-29.2	-19.9	
							红利收益率		0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
							DCF估值(RMB)							
							目标股价(RMB)					33.2		
							目标市盈率					30		
							目标市净率							

明牌珠宝 002574 资产负债表 (人民币百万)						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	83	140	224	1,011	676	676
应收帐款	188	191	293	391	524	524
预付帐款	12	8	22	30	40	40
存货	1,014	1,209	1,505	2,019	2,716	2,716
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	1,299	1,549	2,045	3,451	3,958	3,958
固定资产	40	37	33	48	44	44
长期投资	2	2	2	-18	-38	-38
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	69	70	61	53	25	25
资产总额	1,368	1,619	2,106	3,504	3,983	3,983
短期借款	720	784	973	173	173	173
各项应付款	41	76	142	190	256	256
应交税费	-8	13	4	5	7	7
应付职工薪酬	0	0	14	19	26	26
其他流动负债	254	276	286	307	334	334
流动负债	1,007	1,149	1,419	694	796	796
长期借款	-	-	-	-	-	-
其他长期负债	-	-	-	-	-	-
长期负债	-	-	-	-	-	-
负债总额	1,007	1,149	1,419	694	796	796
少数股东权益	0	0	-	-0	-1	-1
股本	156	180	180	240	240	240
公积金及未分配利润	205	290	507	2,570	2,947	2,947
股东权益	361	470	687	2,810	3,187	3,187
负债及股东权益	1,368	1,619	2,106	3,504	3,983	3,983

明牌珠宝 002574 现金流量表 (人民币百万)						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	86	149	217	265	377	377
折旧/摊销	6	6	6	6	7	7
运营资本变化	-929	-115	-331	-545	-739	-739
其他项	829	49	20	47	23	23
经营活动现金流	-8	89	-88	-226	-332	-332
固定资产投资	-19	-2	-21	-21	-2	-2
其他投资活动	6	1	72	2	2	2
投资活动现金流	-13	-2	51	-18	-0	-0
股权融资	34	-	1	1,858	-	-
借款变动	22	14	186	-800	-	-
其他融资活动	-70	-53	-58	-27	-3	-3
融资活动现金流	-14	-38	129	1,031	-3	-3
现金(等价物)变化	-35	49	92	787	-335	-335

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED