



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月5日

小盘股

研究部

李永喜¹

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010002

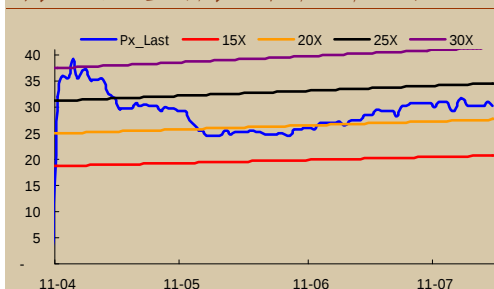
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

明牌珠宝(002574.SZ)

黄金饰品高增长, 铂金饰品低预期

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: 分业务经营情况

	1H10	2H10	1H11	YoY	HoH
收入	2,080	1,949	3,072	48%	58%
黄金饰品	1,520	1,521	2,481	63%	63%
铂金饰品	379	282	378	0%	34%
镶嵌饰品	151	113	160	6%	42%
其他	30	33	53	74%	61%
毛利率	13.2%	11.7%	10.1%	-3.1%	-1.6%
黄金饰品	8.4%	8.5%	7.1%	-1.3%	-1.3%
铂金饰品	20.4%	13.8%	11.8%	-8.6%	-2.0%
镶嵌饰品	33.4%	36.0%	35.0%	1.6%	-1.0%
其他	64%	58%	61%	-2.7%	3.4%
收入占比					
黄金饰品	73%	78%	81%	7.7%	2.7%
铂金饰品	18%	14%	12%	-5.9%	-2.2%
镶嵌饰品	7%	6%	5%	-2.0%	-0.6%
其他	1%	2%	2%	0.3%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中金公司

图表 3: 分销售模式经营情况

	1H10	2H10	1H11	YoY	HoH
收入	2,080	1,949	3,072	48%	58%
经销	1,408	1,323	2,160	53%	63%
专营	642	593	859	34%	45%
其他	30	33	53	74%	60%
毛利率					
经销	10%	8%	6%	-3.7%	-1.4%
专营	17%	17%	16%	-1.5%	-1.5%
其他	64%	58%	61%	-2.7%	3.1%
占比					
经销	68%	68%	70%	2.7%	2.4%
专营	31%	30%	28%	-2.9%	-2.4%
其他	1%	2%	2%	0.3%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中金公司

公司动态:

明牌珠宝公布 2011 年半季报: 公司上半年实现收入 30.72 亿元, 同比增长 47.7%, 归属母公司净利润 1.31 亿元, 同比下降 10.2%, 主要受 2010 年上半年土地转让收入计入非经常性损益影响, 扣除非经常性损益净利润为 1.20 亿元, 同比增长 15.51%, 实现每股收益 0.55 元, 符合预期。

评论:

黄金消费促收入增长, 综合毛利率下降。2011 上半年黄金价格一路上涨, 黄金消费热情高涨, 受此影响, 公司也增强了对黄金饰品的销售力度, 黄金饰品收入同比增长 63%, 占整个收入比重已高达 81%; 铂金饰品在经历金融危机之后恢复较慢, 销售收入与去年同期基本持平; 镶嵌类首饰同比略增。公司各类产品除镶嵌类首饰毛利率同比略增外, 各项产品毛利率同比下降, 以铂金饰品为甚, 同比下降 8.6 个百分点, 主要受铂金价格波动影响。由于黄金饰品毛利率偏低, 黄金饰品的比重增大, 导致公司综合毛利率也有所下降, 受成本因素和产品结构影响, 本期毛利率比去年同期下降 3.1 个百分点。公司后续将积极提升铂金饰品和镶嵌类饰品的销售增长, 同时尝试拓展毛利率水平相对较高的产品门类, 以提升公司的毛利率水平。

上半年门店扩张相对缓慢。由于公司 4 月上市至报告日时间较短, 以及商铺租金上涨及地段选择问题, 自营专卖店拓展尚处于商务洽谈阶段, 上半年公司新增自营门店 12 家, 加盟店 15 家, 略低于预期, 受此影响, 上半年经销收入增速 (同比 53%) 高于专营收入增速 (34%)。公司下半年将把自营网络拓展和新厂区建设作为重点工作, 增强营销推广力度。

金价坚挺, 行业依旧景气, 对公司构成长期利好。黄金价格自 2011 年来已经累计上涨 19%。美债上限尘埃落定后预计黄金避险情绪将有所缓解, 但在美国经济仍然复苏乏力, 欧债集中到期, 市场对美国宽松政策可能出台的不确定性将继续支撑金价高企。据国家统计局数据, 2011 年上半年限额以上企业金银珠宝类零售额累计同比增速达 49.6%, 位居各行业之首。行业高景气度将对公司构成长期利好。

投资建议:

我们维持 11~12 年每股收益预测 1.11 元、1.57 元, 当前股价对应 11~12 年 PE 分别 27.3 x、19.2x, 我们看好公司完整产业链, 维持“审慎推荐”。

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。

¹报告贡献人: 彭颖 pengying@cicc.com.cn

图表 3: 分季度数据

(百万元)	1Q10	2Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	1H11YoY
营业收入	1,169.4	911.1	1,634.6	1,437.7	57.8%	-12.0%	2,080.4	3,072.3	47.7%
营业成本	1,020.7	784.5	1,478.6	1,283.9	63.6%	-13.2%	1,805.3	2,762.5	53.0%
营业税金及附加	2.6	3.3	7.1	4.8	45.7%	-32.5%	5.8	11.8	102.5%
毛利	146.1	123.3	148.9	149.1	20.9%	0.1%	269.3	298.0	10.6%
营业费用	31.6	28.7	26.8	36.9	28.8%	37.7%	60.2	63.7	5.8%
管理费用	9.5	10.8	12.4	10.4	-4.3%	-16.4%	20.3	22.8	12.1%
财务费用	15.3	13.8	19.2	12.3	-10.9%	-36.1%	29.1	31.5	8.3%
资产减值损失	1.4	-1.1	1.6	0.3	127.4%	-82.0%	0.4	1.9	421.5%
公允价值变动损益	17.3	-5.0	-0.1	7.9	258.0%	6545.8%	12.3	7.8	-37.1%
投资收益	-14.8	-13.8	7.4	-11.2	18.8%	-251.7%	-28.6	-3.8	86.7%
营业利润	90.8	52.3	96.1	85.9	64.4%	-10.6%	143.1	182.0	27.2%
营业外收入	48.5	5.6	0.0	0.5	-91.3%	405929.8%	54.1	0.5	-99.1%
营业外支出	1.2	1.0	1.7	1.4	47.4%	-14.9%	2.1	3.2	46.8%
利润总额	138.1	56.8	94.4	84.9	49.5%	-10.0%	195.0	179.3	-8.0%
所得税	36.1	13.3	24.4	24.2	82.0%	-0.9%	49.3	48.5	-1.6%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
净利润	102.1	43.6	70.0	60.8	39.5%	-13.2%	145.6	130.8	-10.2%
每股收益(元)	0.43	0.18	0.29	0.25	39.5%	-13.2%	0.61	0.55	-10.2%
扣除非经常性损益后净利	65.9	38.3	62.9	57.5	50.0%	-8.6%	104.2	120.4	15.5%
毛利率	12.7%	13.9%	9.5%	10.7%	-3.2%	1.2%	13.2%	10.1%	-3.1%
营业费用率	2.7%	3.1%	1.6%	2.6%	-0.6%	0.9%	2.9%	2.1%	-0.8%
管理费用率	0.8%	1.2%	0.8%	0.7%	-0.5%	0.0%	1.0%	0.7%	-0.2%
营业利润率	7.8%	5.7%	5.9%	6.0%	0.2%	0.1%	6.9%	5.9%	-1.0%
净利率	8.7%	4.8%	4.3%	4.2%	-0.6%	-0.1%	7.0%	4.3%	-2.7%
有效税率	26.1%	23.4%	25.8%	28.4%	5.1%	2.6%	25.3%	27.1%	1.8%

资料来源: 公司资料, 中金公司

图表4: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

明牌珠宝 损益表 (人民币百万)							历史股价表现							
002574	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	-4%	6%	2%			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例						30.00%
营业费用		-64	-78	-111	-170	-213	总市值(百万元)	7,243	流通市值(百万元)				1,449	
管理费用		-30	-35	-40	-53	-71	发行股数(百万股)	240	股票现价 (元)				30.18	
EBIT		181	306	338	404	532								
EBITDA		186	312	344	411	539								
财务费用		-70	-53	-58	-27	-3								
投资收益		2	-32	-47	-20	-20								
其他损益项		0	0	0	0	0								
所得税		-21	-51	-75	-92	-131								
少数股东损益		0	0	0	0	0								
归属于股东的净利润		86	149	217	265	377								

明牌珠宝 资产负债表 (人民币百万)							盈利能力分析						
002574	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
现金		83	140	224	1,011	676	毛利率		9.7%	12.7%	12.1%	11.7%	
应收帐款		188	191	293	391	524	营业费用率		2.3%	2.4%	2.8%	3.2%	
预付帐款		12	8	22	30	40	管理费用率		1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	
存货		1,014	1,209	1,505	2,019	2,716	EBITDA利润率		6.6%	9.5%	8.5%	7.6%	
其他流动资产		-	-	-	-	-	EBIT利润率		6.4%	9.3%	8.4%	7.5%	
流动资产		1,299	1,549	2,045	3,451	3,958	净利润率		3.0%	4.5%	5.4%	4.9%	
固定资产		40	37	33	48	44							
长期投资		2	2	2	-18	-38							
其他长期资产		-	-	-	-	-							
长期资产		69	70	61	53	25							
资产总额		1,368	1,619	2,106	3,504	3,983							
短期借款		720	784	973	173	173							
各项应付款		41	76	142	190	256							
应交税费		-8	13	4	5	7							
应付职工薪酬		0	0	14	19	26							
其他流动负债		254	276	286	307	334							
流动负债		1,007	1,149	1,419	694	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							
少数股东权益		0	0	-	-0	-1							
股本		156	180	180	240	240							
公积金及未分配利润		205	290	507	2,570	2,947							
股东权益		361	470	687	2,810	3,187							
负债及股东权益		1,368	1,619	2,106	3,504	3,983							

明牌珠宝 现金流量表 (人民币百万)							偿债能力分析						
002574	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
净利润		86	149	217	265	377	流动比率		1.29	1.35	1.44	4.97	
折旧/摊销		6	6	6	6	7	速动比率		0.28	0.30	0.38	2.06	
运营资本变化		-929	-115	-331	-545	-739	现金比率		6%	9%	11%	29%	
其他项		829	49	20	47	23	资产负债率		74%	71%	67%	20%	
经营活动现金流		-8	89	-88	-226	-332	债务/权益		279%	245%	207%	25%	
固定资产投资		-19	-2	-21	-21	-2	净债务/权益		177%	137%	109%	-30%	
其他投资活动		6	1	72	2	2	利息覆盖倍数		3	6	6	15	
投资活动现金流		-13	-2	51	-18	-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							
融资活动现金流		-14	-38	129	1,031	-3							
现金(等价物)变化		-35	49	92	787	-335							

每股指标分析							杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
摊薄每股收益		0.36	0.62	0.90	1.11	1.57	税后利润/EBIT		48%	49%	64%	66%	
每股经营性现金		-0.05	0.49	-0.49	-0.94	-1.38	x EBIT利润率		6.4%	9.3%	8.4%	7.5%	
每股股息		-	-	-	-	-	= 销售净利润率		3.0%	4.5%	5.4%	4.9%	
每股净资产		2.00	2.61	3.81	15.61	17.71	x 资产周转率		2.07	2.04	1.91	1.53	
							= 总资产收益率		6.3%	10.0%	11.6%	9.5%	
							x 总资产/净资产		3.79	3.45	3.07	1.25	
							= 净资产收益率		23.9%	31.7%	31.6%	9.4%	

回报率分析							估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
投入资本回报率		23.9%	35.8%	37.5%	15.2%	12.6%	市盈率		83.9	48.6	33.4		
平均资本回报率		6.3%	9.2%	10.3%	7.6%	9.5%	市净率		15.1	11.6	7.9		
							股价/每股经营性现金流		-601.7	61.2	-61.8		
							红利收益率		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						

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

