



黄金饰品热销，翡翠毛利提高

增持维持

投资要点:

- 黄金饰品热销带动收入增长 79.6%
- 公司玉石毛利率提升 39.72%，黄金摆件毛利率下降 10.65%
- 翡翠信托计划值得期待

- **黄金饰品热销带动收入增长 79.6%。**2011 年上半年实现收入 13.41 亿元，同比增长 79.6%。收入大幅度增长来自于公司黄金摆件饰品收入大幅度增加。2011 年上半年黄金摆件饰品贡献收入 10.19 亿元，同比增长 138.63%，珠宝玉石饰品贡献收入 3.2 亿元，同比下降 8.84%。
- **综合毛利率稳定，玉石毛利率提升 39.72%，黄金摆件毛利率下降 10.65%。**2011 年上半年销售毛利率 4.52%，其中 1 季度毛利率为 7.11%，2 季度的毛利率为 2.6%。分析公司历史单季度毛利率波动性通常很大，其原因在于玉石的销量季度波动，而玉石的毛利率远远高于黄金毛利率。公司 2011 年上半年玉石毛利率 25.79%，黄金毛利率 4.79%，玉石毛利率提升 39.72%，黄金摆件毛利率下降 10.65%。
- **翡翠信托计划值得期待。**2010 年公司作为投资顾问参与了中信钰道翡翠基金集合资金信托计划，存续期 2 年，作为该计划的投资顾问和翡翠保管人。子公司深圳东方金钰投资 9000 万元，认购该信托计划所增发的 F1 级受益权，并每年获得固定投资顾问费 360 万元。信托计划运行一年来整体收益 30%，通胀下我们看好公司投资翡翠信托的能力，如果年底计划收益 30~50%，作为 F1 级可获得 0.78~1.48 亿利润。
- **期间费用率稳定。**2011 年上半年公司期间费用率为 5.4%，比 2010 年上半年下降 0.3 个百分点。
- **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。**维持 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.80 元及 1.12 元的盈利预测，及“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

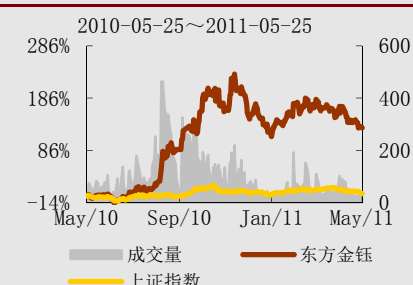
高级分析师

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	21.28
52 周内高	32.77
52 周内低	9.84
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

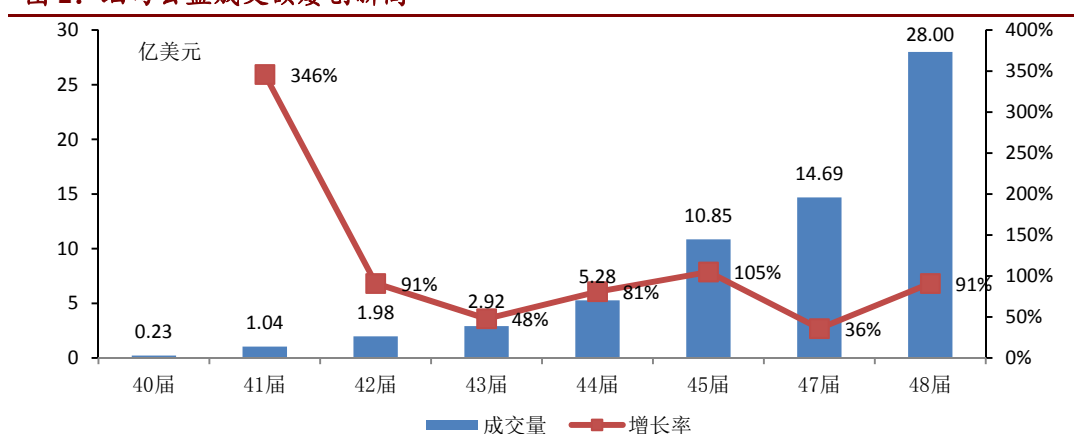
相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*东方金钰: 珠宝奇葩, 蓄势待发*600086*商贸零售行业*陈旭》, 2011.6

表 1：分季度利润表财务数据

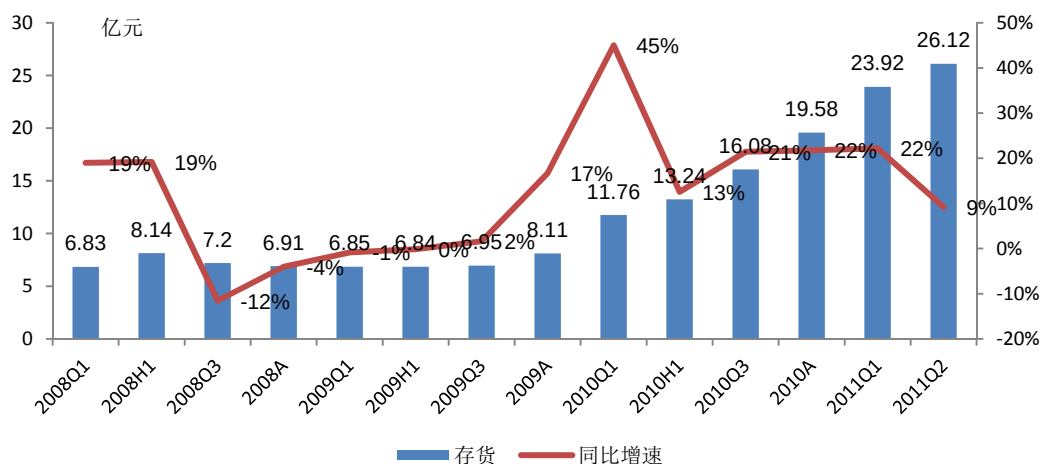
单位：百万元	2010Q1	2010Q2	2010H1	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011H1
营业收入	214.57	532.32	746.89	615.05	208.1	569.99	771.35	1341.34
同比增速	298.9%	72.2%	105.8%	36.4%	-31.0%	165.6%	44.9%	79.6%
营业成本	209.13	504.13	713.26	601.77	171.87	529.44	751.31	1280.75
同比增速	317.0%	68.5%	104.2%	35.4%	-41.9%	153.2%	49.0%	79.6%
销售毛利率	2.54%	5.30%	4.50%	2.16%	17.41%	7.11%	2.60%	4.52%
营业税金及附加	1.72	-0.28	1.44	0.12	-0.24	1.52	-0.26	1.26
同比增速	273.9%	-142.4%	28.6%	-86.8%	-75.8%	-11.6%	-7.1%	-12.5%
销售费用	4.44	3.85	8.29	1.94	2.52	2.51	2.57	5.08
同比增速	48.0%	492.3%	127.1%	-83.5%	-135.9%	-43.5%	-33.2%	-38.7%
管理费用	3.98	3.88	7.86	4.98	7.12	6.55	4.43	10.98
同比增速	32.2%	13.1%	22.0%	-8.1%	-28.0%	64.6%	14.2%	39.7%
财务费用	12.09	14.02	26.11	17.12	23.6	27.58	28.44	56.02
同比增速	38.2%	30.1%	33.7%	126.5%	176.0%	128.1%	102.9%	114.6%
期间费用合计	20.51	21.75	42.26	24.04	33.24	36.64	35.44	72.08
同比增速	39.0%	46.4%	42.7%	-2.8%	191.1%	78.6%	62.9%	70.6%
期间费用率	9.6%	4.1%	5.7%	3.9%	16.0%	6.4%	4.6%	5.4%
投资净收益		2.83	2.83	7	-22.42		4.57	4.57
同比增速					-1667.8%		61.5%	61.5%
利润总额	5.44	31.02	36.46	20.26	36.78	39.31	17.91	57.22
同比增速	49.5%	167.4%	139.2%	230.0%	398.4%	622.6%	-42.3%	56.9%
归属于母公司净利润	3.22	15.9	19.12	13.03	25.33	23.06	18.86	41.92
同比增速	92.8%	143.9%	133.5%	234.1%	42116.7%	616.1%	18.6%	119.2%
EPS	0.01	0.05	0.05	0.04	0.07	0.07	0.05	0.12

资料来源：宏源证券

图 2：缅甸公盘成交额屡创新高


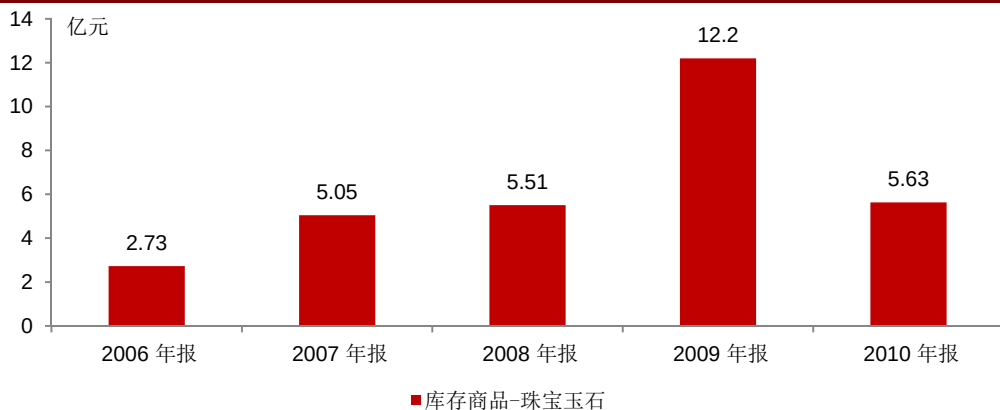
资料来源：宏源证券

图 2：公司存货单季度情况——2011 年 2 季度在去库存化



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

表 2：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
固定资产和在建工程	54.10	19.57	17.94	16.31	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	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
负债和股东权益合计	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: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 4 年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。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、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、st 秋林、东方金钰、友阿股份、东百集团

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	张琚 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。