

扩大钻石采购渠道，提升镶嵌类饰品毛利率

公司研究简报

◆公告梗概:

公司拟在香港特别行政区出资2000万元人民币全资设立明牌珠宝（香港）有限公司，主要目的是：扩大钻石采购渠道，节约钻石采购的成本；另外香港是时尚潮流之都，在香港设立子公司还可以及时了解行业前沿信息，把握珠宝首饰款式设计风向，便于高端珠宝首饰设计师的聘请。

◆扩大钻石采购渠道，有利于提高镶嵌类饰品毛利率水平:

公司主要从事黄金饰品、铂金饰品以及钻石镶嵌类饰品的研发、设计、销售。目前公司钻石镶嵌类饰品的销售占比相对较低，2010 年的比重为 6.54%，但该产品毛利率水平较高（达 35%左右），因此毛利额占比达 18%，对利润有较大贡献。此外，2011 年以来国际钻石报价连续 8 次上调，钻石的累计涨幅已达到 30%，公司现有的钻石原材料存货价值也有较高提升。

由于钻石是一种从上游开采到中游供应都受到国际寡头垄断的资源，目前全球主要的加工钻石交易所位于：安特卫普、伦敦、纽约、特拉维夫、孟买、上海、香港，而上海钻石交易所是国内唯一的钻石进出口交易平台。公司的钻石采购模式为直接向上海钻交所会员单位采购或通过会员单位为中介向海外卖家采购。由于钻石交易价格并不像黄金交易一样那么清楚、透明，上海钻石交易所也没有统一的报价（交易所官网上的价格都是每家会员公司自己的报价，交易价格可以商谈，也可以有折扣），因此公司在香港设立子公司后，将扩大公司对钻石供应商的选择范围，通过精选优选节约钻石采购成本，提高产品毛利率水平。

◆与时尚接轨，强化设计开发能力:

我们重申之前的观点：珠宝首饰是一种集众多功能于一体的消费品，时尚性是其重要特性之一，随着消费观念的成熟，珠宝首饰的艺术设计、工艺和品牌越来越被看重。而目前市场上，珠宝首饰品种设计单一，不同品牌的产品同质化现象严重，设计缺乏原创性。公司在香港设立子公司，与时尚接轨，便于国际高端珠宝首饰设计师的聘请，从而强化公司在设计开发领域的的能力，为公司与其他珠宝首饰企业竞争打下坚实的基础。

◆上调买入评级，6 个月目标价 37.5 元:

我们维持公司 2011-13 年 EPS 分别为 1.1/1.5/1.88 元，以 2010 年为基期未来三年 CAGR27.6%，认为 6 个月目标价 37.5 元，对应 2012 年 25X 市盈率。我们认为镶嵌类饰品对公司的盈利水平有举足轻重的作用，若未来镶嵌类饰品的营收占比有明显提高，则将大大提高公司的综合毛利率水平，鉴于目前公司估值在子板块中偏低和短期业绩受益于行业较高增速，上调至买入评级。

◆风险提示：黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备。

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	5,958	8,104	10,626
营业收入增长率	16.25%	22.13%	47.87%	36.02%	31.13%
净利润（百万元）	149	217	263	360	450
净利润增长率	72.49%	45.59%	21.46%	36.76%	25.09%
EPS（元）	0.62	0.90	1.10	1.50	1.88
ROE（归属母公司）	31.70%	31.58%	9.17%	11.15%	12.24%
P/E	38	26	21	16	12

买入（调升）

当前价/目标价：23.40/37.50 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@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebcn.com

市场数据

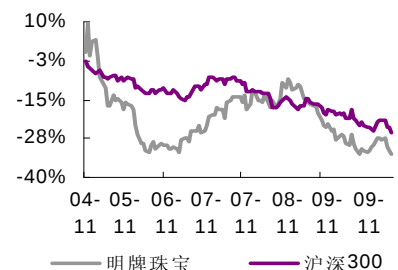
总股本(亿股)：2.40

总市值(亿元)：56.16

一年最低/最高(元)：23.40/39.36

近 3 月换手率：62.60%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.60	-4.87	0.00
绝对	-7.36	-23.75	0.00

相关研报

明牌珠宝：业绩符合预期，业绩增速趋势向好
 -----1H2011 中报点评

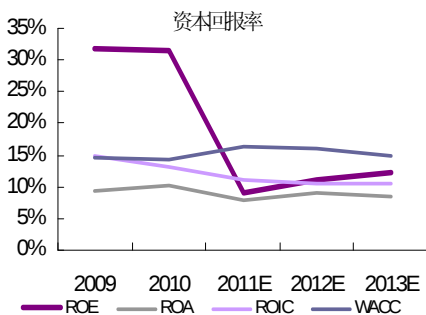
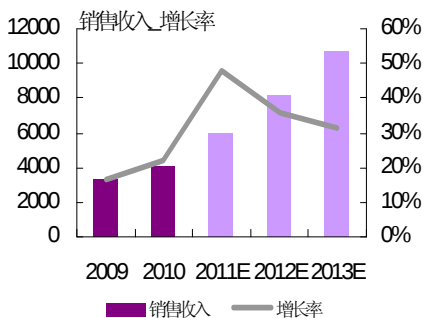
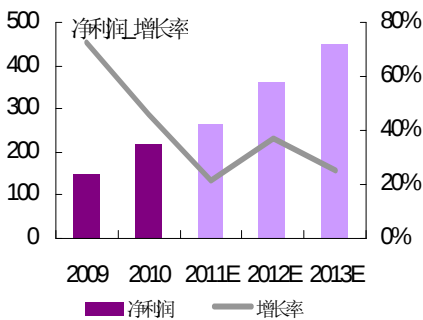
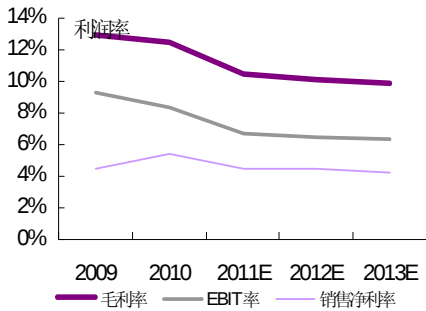
.....2011-08-04
 明牌珠宝：门店网络销售提速，中长期渐显规模优势---公司调研简报

.....2011-06-23
 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

相关报告：

20110411 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
20110429 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
20110623 明牌珠宝：门店网络销售提速，中长期渐显规模优势---公司调研简报
20110804 明牌珠宝：业绩符合预期，业绩增速趋势向好-----1H2011中报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,299	4,029	5,958	8,104	10,626
营业成本	2,872	3,527	5,336	7,282	9,573
折旧和摊销	6	6	15	18	21
营业税费	8	13	19	26	34
销售费用	78	111	143	190	244
管理费用	35	40	60	81	96
财务费用	53	58	15	1	35
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	351	480	601
利润总额	200	292	351	480	601
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	148.90	216.77	263.30	360.08	450.44

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,619	2,106	3,368	4,043	5,287
流动资产	1,549	2,045	3,303	3,981	5,230
货币资金	140	224	741	486	638
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	191	293	409	556	729
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	1	3	4	5
存货	1,209	1,505	2,134	2,913	3,829
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	498	813	1,606
无息负债	365	447	498	591	705
有息负债	784	973	0	222	902
股东权益	470	687	2,870	3,230	3,680
股本	180	180	240	240	240
公积金	154	177	2,063	2,099	2,120
未分配利润	135	330	567	891	1,321
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	-365	-421	-437
净利润	149	217	263	360	450
折旧摊销	6	6	15	18	21
净营运资金增加	186	371	803	968	1,135
其他	-252	-682	-1,446	-1,767	-2,044
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	221	644
股本变化	24	0	60	0	0
债务净变化	64	189	-973	222	679
无息负债变化	78	81	51	93	114
净现金流	49	92	517	-255	151

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%	47.87%	36.02%	31.13%
净利润增长率	72.49%	45.59%	21.46%	36.76%	25.09%
EBITDA 增长率	68.96%	9.58%	19.78%	31.21%	29.32%
EBIT 增长率	70.96%	9.71%	17.52%	31.54%	29.68%
估值指标					
PE	38	26	21	16	12
PB	12	8	2	2	2
EV/EBITDA	16	15	13	11	9
EV/EBIT	16	15	13	11	10
EV/NOPLAT	22	21	18	15	13
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	12.95%	12.46%	10.43%	10.14%	9.91%
EBITDA 率	9.49%	8.51%	6.89%	6.65%	6.56%
EBIT 率	9.31%	8.36%	6.65%	6.43%	6.36%
税前净利润率	6.06%	7.25%	5.89%	5.92%	5.65%
税后净利润率 (归属母公	4.51%	5.38%	4.42%	4.44%	4.24%
ROA	9.20%	10.29%	7.82%	8.91%	8.52%
ROE (归属母公司) (摊	31.70%	31.58%	9.17%	11.15%	12.24%
经营性 ROIC	14.90%	13.19%	10.97%	10.63%	10.53%
偿债能力					
流动比率	1.35	1.44	6.63	4.89	3.26
速动比率	0.30	0.38	2.35	1.31	0.87
归属母公司权益/有息债务	0.60	0.71	-	14.53	4.08
有形资产/有息债务	2.03	2.14	-	18.08	5.84
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.62	0.90	1.10	1.50	1.88
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	-1.52	-1.75	-1.82
每股自由现金流(FCFF)	0.19	-0.26	-2.11	-2.40	-2.60
每股净资产	1.96	2.86	11.96	13.46	15.33
每股销售收入	13.75	16.79	24.82	33.76	44.27

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

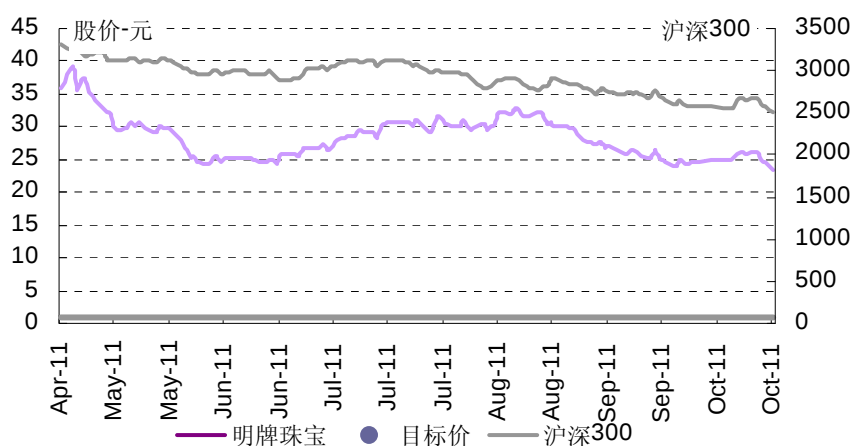
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。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。

投资建议历史表现图

明牌珠宝 (002574)



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
2011-08-04	30.18	37.50	增持

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com