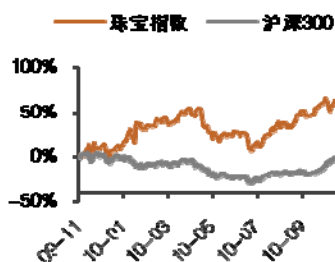


珠宝首饰行业2011年度投资策略

闪耀2011——消费投资“交相辉映”

推荐（维持）

行情走势图



研究员

何 苗 联系人
S1060110070153
0755-22625790
hemiao160@pingan.com.cn

杨 超 联系人
0755-22624814
yangchao518@pingan.com.cn

邵 青 中小市值首席研究员
S1060205070049
0755-22622740
shaoqing@pasc.com.cn

- 珠宝首饰行业进入高速增长期。04年至09年期间，行业销售规模的年复合增长率达到了31.02%，保持了两倍于城市人均可支配收入的增速。根据国际惯例，消费能力提升至某一点时，珠宝首饰的消费将两倍于人均可支配收入的增速。我们认为中国已经在2003年经过了这一点，即人均可支配收入8472.2元。
- 在消费需求和投资需求共同的推动下，明年行业可以达到35%以上的成长。首先，随着国家十二五规划的实施，国民的消费能力和消费热情将进一步提高，这将成为珠宝首饰行业最根本的推动力。其次，美元继续疲软以及通货膨胀的预期将继续推高黄金等贵金属的价格，这将对珠宝行业的成长起到放大的作用。
- 中国珠宝首饰行业最大的机会在于渠道。在行业上游，中国未出现对稀有资源具有掌控能力的公司；品牌方面，由于缺乏历史的沉积，中国尚未出现品牌溢价很高的公司。受益于消费升级和广阔的渠道空间，渠道拓展将成为中国珠宝首饰行业成长的‘黄金地带’。
- 珠宝行业更适合做直营。通过比较直营溢价（直营毛利率与加盟毛利率的差值），我们发现珠宝行业的直营溢价较高，潮宏基的直营溢价达到30%，而家纺、服装类的直营溢价只有约20%。我们认为行业的高溢价导致珠宝行业更适合做直营。
- 行业的渠道成长轨迹将可能遵循专柜→专卖→专柜。品牌初期，受限于资金，公司将可能选择专柜实现快速扩张；中期品牌的经营将更加重要，专卖无疑更适合品牌塑造；后期，强势品牌对零售商的议价能力变强，将以‘低扣点’（或零扣点）进入零售商渠道。
- 各种类型的首饰明年都将呈现增长态势。我们认为成长性较好的首饰种类是钻石和K金，这两类的毛利率相对较高；需求稳定增长的是黄金和铂金首饰；翡翠则存在爆发性的增长机会，但风险也相对较高。我们推荐的公司有：老凤祥——稳健扩张的百年老字号；豫园商城——‘亚一’试水综合零售商；潮宏基——主打K金，快速扩张；东方金钰——坐拥翡翠升值利好。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS（元/股）				PE（倍）				评级
		2010-11-18	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
潮宏基	002345.SZ	37.46	0.47	0.67	0.89	1.15	79.7	55.9	42.1	32.6	推荐
老凤祥	600612.SH	31.25	0.39	0.80	1.02	1.43	80.1	39.1	30.6	21.9	推荐
豫园商城	600655.SH	14.54	0.34	0.47	0.63	0.70	42.8	30.9	23.1	20.8	推荐
东方金钰	600086.SH	25.13	0.03	0.17	0.25	0.31	837.7	147.8	100.5	81.1	推荐

正文目录

- 正文目录2
- 图表目录3
- 一、珠宝首饰行业进入百年一遇的高增长期4
 - 1.1 珠宝行业正快速扩张，增速 2 倍于人均可支配收入4
 - 1.2 消费升级和投资需求未来将共同推动行业增长5
- 二、中国珠宝行业格局——机会在于渠道7
 - 2.1 采购：缺乏对稀有资源的垄断8
 - 2.2 品牌建设：依赖长期的广告投入和渠道扩张8
 - 2.3 渠道：现阶段行业价值体现9
- 三、各种首饰的发展前景10
 - 3.1 黄金饰品——需求最稳定的饰品11
 - 3.2 铂金饰品——需求稳步提升12
 - 3.3 钻石——毛利较高，市场前景广阔12
 - 3.4 K 金首饰——消费频次提高触发高增长14
 - 3.5 翡翠——存在爆发性增长机会15
- 四、上市公司推荐15
 - 4.1 老凤祥：稳健扩张的百年老字号15
 - 4.2 豫园商城：“亚一”试水综合零售商15
 - 4.3 潮宏基：主打 K 金，快速扩张15
 - 4.4 东方金钰：坐拥翡翠升值利好15

图表目录

图表 1 中国近代珠宝行业概况	4
图表 2 2003 年后珠宝零售增长较人均收入增长更快	5
图表 3 中国黄金和铂金首饰消费总体不断增长	5
图表 4 珠宝是中国人最想拥有的奢侈品	5
图表 5 中国人均首饰占有率仍然很低	5
图表 6 美国珠宝首饰的原材料的进出口价格持续走高	6
图表 7 以重量计，世界黄金投资与首饰需求占比	6
图表 8 以价值计，世界黄金投资与首饰需求占比	6
图表 9 中国大陆黄金需求增长情况（珠宝首饰需求 V.S.投资需求）	7
图表 10 货币供给量持续上升	7
图表 11 中国珠宝首饰行业正处于增长期	8
图表 12 采购成本是行业成本构成中最大的部分	8
图表 13 渠道影响品牌价值	9
图表 14 2008 年限额以上金银珠宝零售额分布（单位：亿元）	9
图表 15 珠宝行业享受更高的直营溢价（直营毛利率-加盟毛利率）	10
图表 16 自营与联营优劣比较	10
图表 17 中国珠宝首饰消费差异化较大	11
图表 18 2009 年，主要黄金首饰消费国消费占比	11
图表 19 2009 年，中国是唯一黄金首饰消费增加的主要消费国	11
图表 20 世界各地铂金首饰消费占比	12
图表 21 黄金和铂金价格已较为接近	12
图表 22 钻石资源处于寡头垄断的竞争格局中	13
图表 23 钻石进口自 2009 年以来持续增长	13
图表 24 中国结婚人数持续上升	14
图表 25 中国都市女性对钻饰的喜好程度	14
图表 26 2008 年世界主要钻石消费国所占比重	14
图表 27 2016 年世界主要钻石消费国所占比重	14
图表 28 上市公司关键指标比较	16

一、珠宝首饰行业进入百年一遇的高增长长期

1.1 珠宝行业正快速扩张，增速 2 倍于人均可支配收入

珠宝首饰行业在历史上存在已久，无论在平时时期还是战争时期从未退出过历史舞台。这是因为珠宝首饰的价值和含义多重：有投资保值、消费装饰、图腾象征以及历史纪念等等。

图表 1 中国近代珠宝行业概况

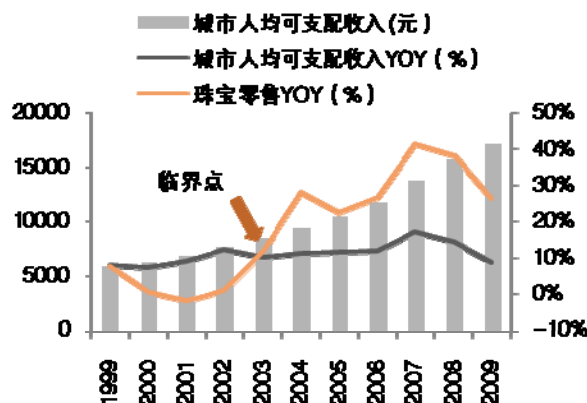
新中国建国初期	对旧社会珠宝作坊进行改造，市场规模很小
1982 年	全国金银珠宝首饰和玉雕产品生产企业 95 家，年产值 9,500 万元，其中一半以上用于出口
1985 年	国务院颁布了《关于加快黄金饰品生产和做好储备、销售工作的报告》，并一次性投入 100 吨黄金生产黄金首饰
1980 年代末	我国黄金首饰消费量超过百吨
1990 年	我国黄金首饰定点厂增加到了 96 个，年产值超过 17 亿元，销售收入突破 14 亿元，出口额达到 2.4 亿美元，国内的金银珠宝首饰市场达到了历史性规模；玉石雕刻企业工业总产值为 4.9 亿多元
1990s（快速发展期）	1. 少数国外奢侈品牌及香港“四大”珠宝品牌开始进入中国 2. 珠宝首饰消费真正地走入了百姓家庭 3. 到上世纪 90 代末，我国的黄金首饰生产企业已达 500 多家，珠宝玉石首饰生产企业已达 4,000 多家，加之个体和乡镇珠宝首饰企业，估计可达 2 万家 4. 粗略估计，我国九十年代珠宝首饰业较八十年代初的生产规模提高了近百倍，发展速度更达八十年代发展速度的十倍
2000 年	我国的黄金珠宝首饰总销售额达 890 亿元，是 1990 年珠宝首饰总销售额的 44 倍之多
2007 年（高增长长期到来）	1. 我国拥有各类珠宝企业 5 万余家，从业人员 300 多万。其中，珠宝零售企业约 4 万家，从业人员 150 多万 2. 我国黄金消费达 363 吨，位居印度之后列世界第二。珠宝玉石首饰销售额超过 1,700 亿元，仅次于美国、日本成为了世界第三大珠宝市场 3. 中国已成为世界上最大的玉石加工及消费国，年消费量超 200 亿元 4. 最大的珍珠生产国，年产珍珠约 1,600 吨，占世界珍珠年总产量 95%以上； 5. 最大的铂金消费国，首饰用铂金约 78 万盎司 6. 还是全球最大的钻石消费国之一，年消费钻石首饰 250 多亿元

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

进入新世纪后，我国珠宝行业增长迅猛。近年，中国珠宝首饰行业呈现了强劲的成长势头，千年一遇。04 年至 09 年期间，年复合增长率达到了 31.02%，行业保持了两倍于城镇人均可支配收入的增速。2010 年 1-9 月，金银珠宝类零售额达到 896.29 亿元，同比增加 52.46%。

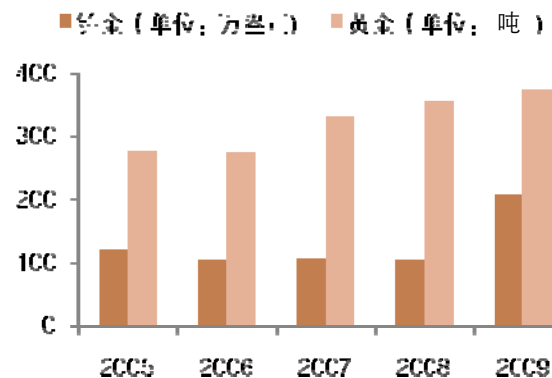
按照国际惯例，当人均可支配收入达到一个临界点的时候，作为可选消费品的珠宝首饰将保持两倍于人均可支配收入的增速。从历史数据来看，我们认为中国珠宝行业已经过了临界点，即 2003 年 8472.2 元的人均可支配收入。

图表 2 2003年后珠宝零售增长较人均收入增长更快



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表 3 中国黄金和铂金首饰消费总体不断增长



资料来源：WGF，平安证券研究所

1.2 消费升级和投资需求未来将共同推动行业增长

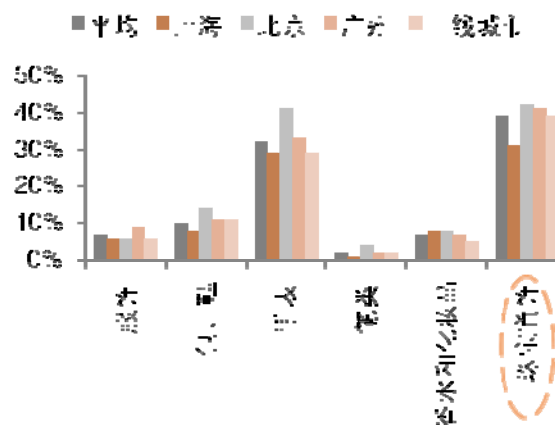
珠宝首饰原材料多为稀有贵金属和宝石，这决定了珠宝首饰行业既具有消费属性，也具有投资属性。消费升级极大的促进了对消费者珠宝首饰的消费需求；同时，对贵金属和宝石等的投资需求推动了其价格的提升。

■ 消费升级：驱动珠宝需求增长

我们看好消费升级对珠宝首饰行业的持续推动力：中国人均收入持续增长，为珠宝首饰等非必须消费品持续快速增长打下了基础。在中央对“十二五”规划的建议稿中，消费已经成为国家排在投资与出口之前的主要经济增长方式，而对收入结构的调整将有力的支撑珠宝首饰消费群体的扩大。

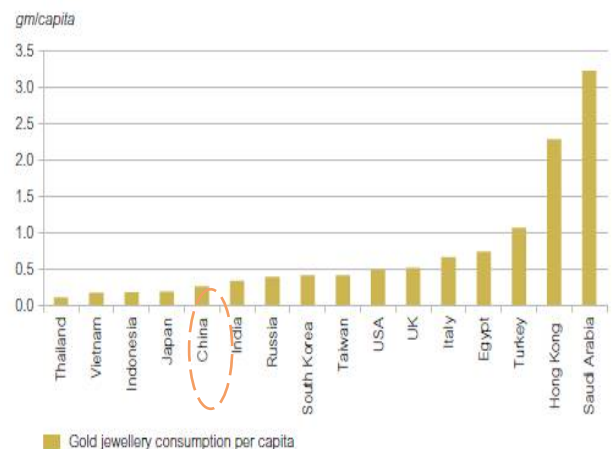
中国珠宝首饰人均占有率还很低（人均约 0.3 件），不少咨询公司、行业协会与行业上市公司认为，珠宝正成为继房产、汽车之后消费的第三极。KPMG 调查报告指出，珠宝已经成为中国人最想拥有的奢侈品。

图表 4 珠宝是中国人最想拥有的奢侈品



资料来源：KPMG，平安证券研究所

图表 5 中国人均首饰占有率仍然很低



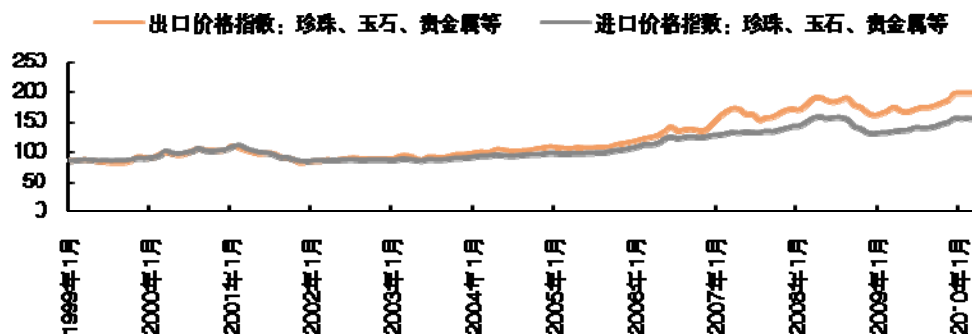
资料来源：WGF，平安证券研究所

■ 投资需求推升价格

受投资需求的影响，珠宝首饰的原材料价格大幅上升。珠宝首饰的原材料主要是贵金属（金、铂金、银）、玉石、钻石等稀有资源，大部分资源都是非可再生的，这些资源的一个重要特性就是保值。基于贵金属的保值功能，在国际货币市场不稳定时期，投资占其需求比重大幅上升。

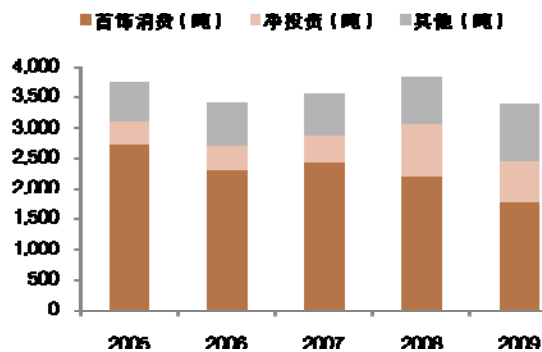
以黄金为例，2009 年世界黄金投资总量几乎翻倍，达到了 1722 吨，净投资同比增加 433%；投资占比从 08 年的 31% 上升至 09 年的 42%，几乎与首饰持平。中国黄金需求虽然大部分仍来自首饰加工，但投资需求占比也大幅升高。

图表 6 美国珠宝首饰的原材料的进出口价格持续走高



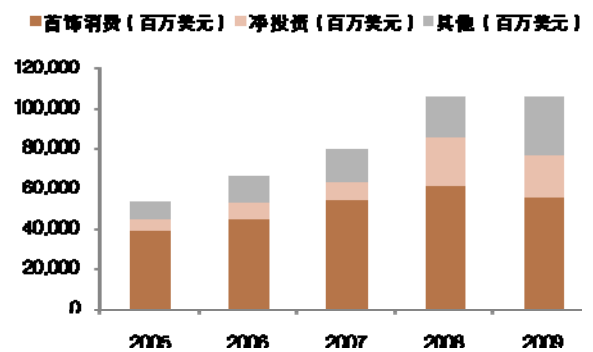
资料来源：CEIC, 平安证券研究所

图表 7 以重量计，世界黄金投资与首饰需求占比



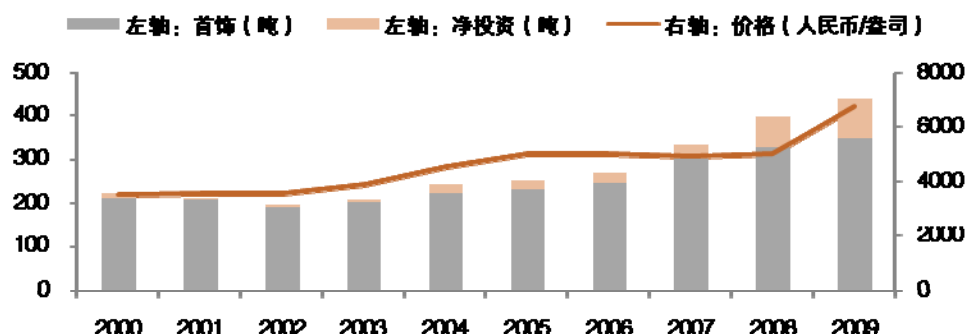
资料来源：WGC, GFMS, 平安证券研究所

图表 8 以价值计，世界黄金投资与首饰需求占比



资料来源：WGC, GFMS, 平安证券研究所

图表 9 中国大陆黄金需求增长情况（珠宝首饰需求V.S.投资需求）



资料来源: WGF, 平安证券研究所

我们认为构成贵金属价格上涨的重要因素主要有两个:

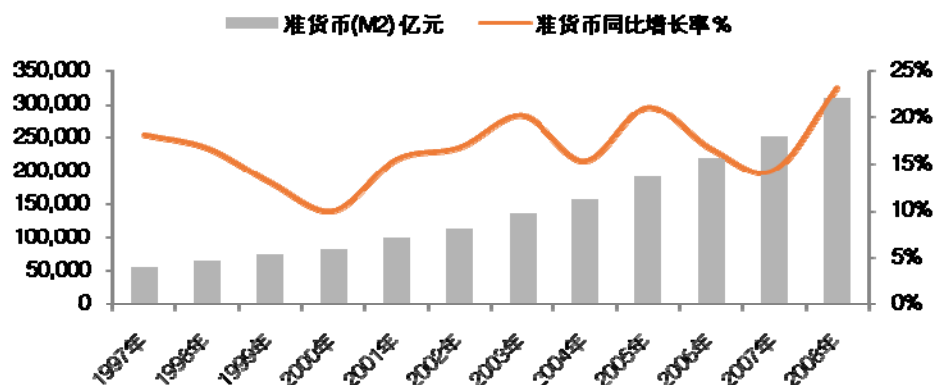
- 1) 自 09 年 9 月以来, 美元持续走弱;
- 2) 宽松的货币政策引发投资者对于高通胀的预期, 黄金等贵金属作为规避通胀的工具被大量买入。

未来判断, 珠宝首饰的原材料——黄金及钻石等价格明年将持续高位。

由于金融危机时期固定资产投资和国有银行信贷支持等的影响, 今年 2 月底, M2 货币增长已经同比增长 26%, 人们对通货膨胀的预期持续增加。

若美元持续疲软和国内通胀预期不减, 黄金等贵金属的价格上涨趋势难以改变, 黄金等珠宝首饰企业收入规模将随之扩大。

图表 10 货币供给量持续上升



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

二、中国珠宝行业格局——机会在于渠道

综合来看, 渠道仍是行业近期关注的焦点。从行业发展角度来看, 中国珠宝行业正处于增长期。目前, 中国的珠宝首饰公司有 4 万多家, 主要分布在华南和华东地区。消费者的消费习惯尚属于价格驱动型。从价值链角度看珠宝行业, 大致可以把珠宝行业的价值链分成三个部分。原料采购、工艺制造和分销渠道。其中, 渠道最有机会!

图表 11 中国珠宝首饰行业正处于增长期

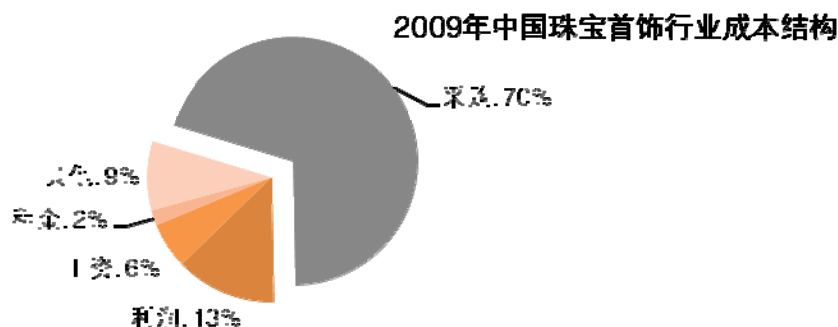


资料来源：平安证券综合研究所

2.1 采购：缺乏对稀有资源的垄断

珠宝首饰行业对稀缺资源依赖程度较高，珠宝首饰的原材料绝大部分是稀缺资源，行业的成本绝大部分是采购成本，约占行业总成本的 70%。

图表 12 采购成本是行业成本构成中最大的部分



资料来源：华通人，平安证券研究所

2.2 品牌建设：依赖长期的广告投入和渠道扩张

通过广告向消费者输出价值观。品牌塑造是一个长期的过程，需要持续的投入。不仅是长期的资金投入，更重要的是价值观的持续输出。以美国著名珠宝首饰品牌 Tiffany 为例，公司的广告费用率均保持在每年 6%-7%。老凤祥和豫园商城均在东方卫视有冠名节目，潮宏基也在《非诚勿扰 2》中有不小的广告投入。

通过渠道拓展使更多的消费者接触到品牌，从而提升品牌价值。在现阶段，中国珠宝行业中尚未出现类似于 Cartier（法国著名奢侈品牌）的超级大牌。在中端的市场竞争中，消费者往往对渠道强势的品牌更有信心，渠道优势所带来的品牌优势会更加明显。

2.3 渠道：现阶段行业价值体现

渠道是珠宝行业中直接体现消费升级的终端。目前，受限于对稀缺资源的掌控和品牌影响力，渠道扩张对中国的珠宝首饰企业来说是相对容易、有效的成长途径。

■ 未来 3-5 年内将是“渠道为王”的时代

目前，中国的珠宝首饰的消费主要集中在华南和华东地区，在城市化进程的大背景下，中国尚有广阔的空白渠道尚未开发，比如说西北、西南和中部地区。随着中西部地区的经济崛起，中西部地区的消费升级随之而来。在这一轮消费升级中，是一个价格驱动消费到价值驱动消费的过程，渠道在这一个过程中的重要性毋庸置疑。

图表 13 渠道影响品牌价值

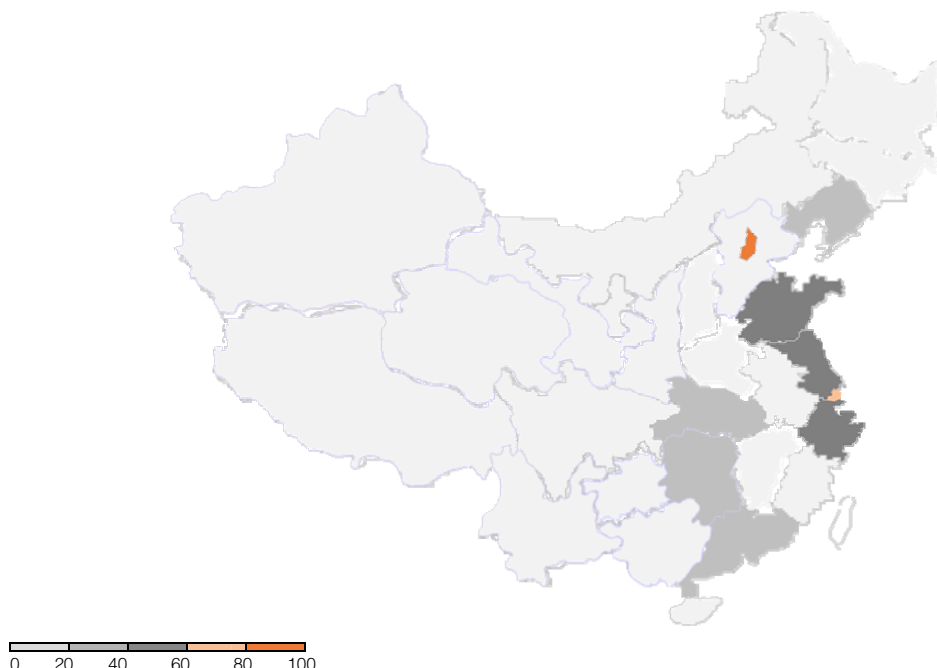
单位：亿元

	2009 年中国品牌 500 强排名	品牌价值	渠道结构
周大福	50	138.43	802 家自营店
潮宏基	187	44.25	279 家自营店
老凤祥	209	40.29	293 家自营店
老庙	266	31.21	307 家自营店
亚一	364	19.08	73 家自营店

资料来源：世界品牌实验室，平安证券研究所

图表 14 2008年限额以上金银珠宝零售额分布

单位：亿元



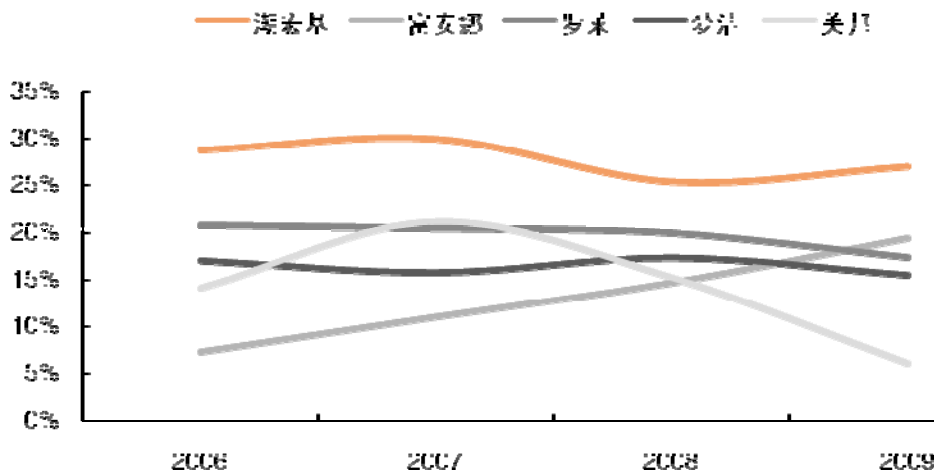
资料来源：华通人，平安证券研究所

■ 渠道模式的选择——“扩张”之外的价值体现

- 直营 V.S. 加盟： 珠宝行业直营溢价较其他行业高

珠宝行业直营模式更有价值。由于珠宝行业属于可选消费品，通常存在一定的品牌溢价，造成的其直营毛利率明显高于加盟毛利率。长期来看，珠宝行业是适合做直营的。

图表 15 珠宝行业享受更高的直营溢价（直营毛利率-加盟毛利率）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

➤ 专卖店 V.S. 商城专柜：商城专柜更适合前期和后期

在品牌塑造的前期，渠道优势带来的品牌溢价会更加明显。商城专柜利用现有零售渠道进行快速扩张，可以在最短的时间内实现快速扩张并兼顾盈利能力。

当品牌成熟后，进入商场和购物中心的扣点优势更明显。一般珠宝品牌进入商场的扣点为 15%-30%，而国际品牌诸如 cartier 和 tiffany 等可以享受非常低的扣点，甚至是零扣点。随着品牌溢价的提高，商城专柜的扣点会逐渐降低，而自建专卖店的租金费用却不具备这个属性。

图表 16 自营与联营优劣比较

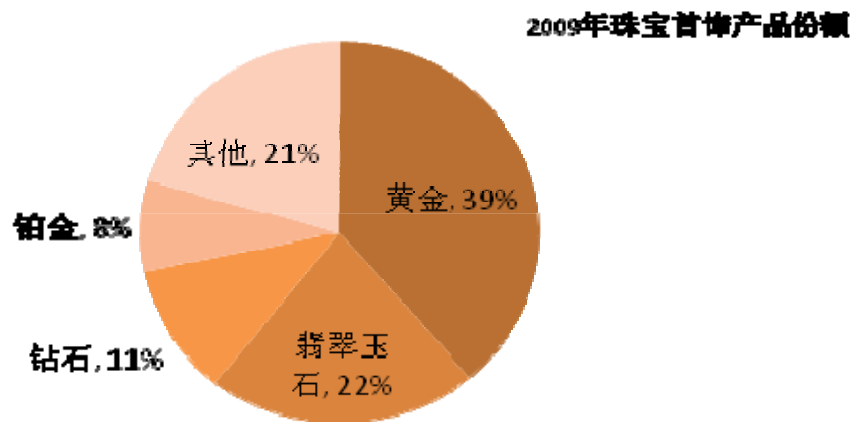
	前期投入	培育期	占用现金流	费用
专卖店（自营）	较大	1-2年	不占用，及时收款	租金
商城专柜（联营）	较小	小于1年	占用，月底与百货结算	扣点

资料来源：平安证券研究所

三、 各种首饰的发展前景

与其它国家相比，我国消费者对珠宝首饰种类的喜好更加多样化。

图表 17 中国珠宝首饰消费差异化较大

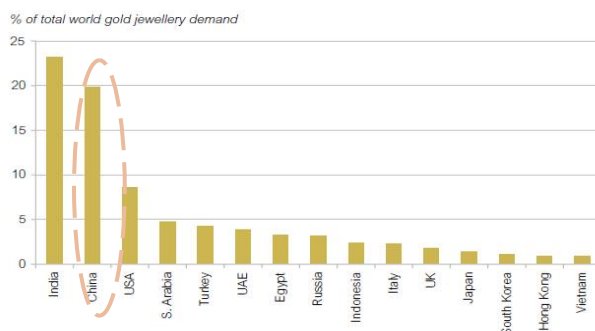


资料来源：华通人，平安证券研究所

3.1 黄金饰品——需求最稳定的饰品

在中国，黄金是最被广泛认知的首饰消费品。中国与印度是世界上最大的黄金首饰消费国，特别是金融危机发生后，其他各国的黄金首饰消费下降，唯独中国仍然保持增长。

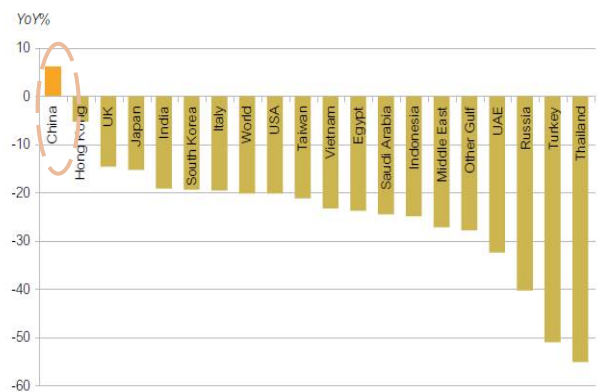
图表 18 2009年，主要黄金首饰消费国消费占比



*以上数据为消费量，不涉及制造量

资料来源：GFMS, WGC Estimates, 平安证券研究所

图表 19 2009年，中国是唯一黄金首饰消费增加的主要消费国



资料来源：WGC, GFMS, 平安证券研究所

投资看点：

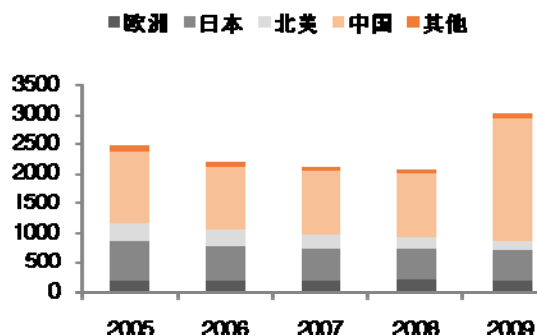
行业分散，集中度有望提高。我国的珠宝销售企业有 4 万多家，其中 75%以上销售黄金饰品。黄金饰品终端市场是仍然是一个完全竞争的市场。在珠宝首饰中，黄金不如 K 金样式多样化、不如翡翠和钻石的原材料差异大，产品相似程度较高，部分企业通过渠道扩张获得更大市场份额的可能性更高。

3.2 铂金饰品——需求稳步提升

我国是世界第二大铂金首饰消费国。1994 年我国铂金首饰消费仅占世界铂金首饰市场的 1%，到 1998 年跃居世界第二，占世界铂金首饰市场的 23%，仅次于日本。据庄信万丰公司数据，2009 年，金融危机导致铂金在汽车等领域的使用量下降，但中国对铂金首饰的强劲需求导致全球首饰业对铂金的需求上升近 30%。

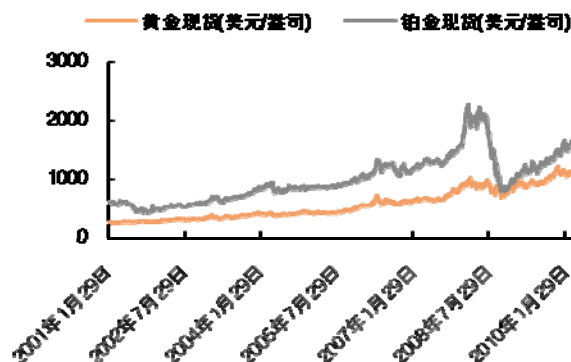
铂金与黄金价格越来越接近：黄金价格的快速上涨，使得部分黄金首饰消费者倾向于选择更新颖和时尚的铂金首饰。

图表 20 世界各地铂金首饰消费占比



资料来源: Platinum 2010, 平安证券研究所

图表 21 黄金和铂金价格已较为接近



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

首饰制造和零售商倾向于用“铂金”代替“白色 K 金”：近年，白色 K 金较受年轻人欢迎，同时也用着钻石等饰品的辅助材料，铂金与白色 K 金外观相似但价值更高，随着消费升级，不少首饰制造商和零售商开始选择用利润更高的铂金代替白色 K 金。

价格波动较大导致首饰制造和零售商拥有大量铂金库存：素铂金饰品大都以重量计价，由于铂金价格波动较大使得首饰制造商和零售商不得不保持较大的库存来维持首饰商品价格的平滑。

投资看点：

增长的市场：与黄金和白色 K 金“抢”市场，是铂金首饰发展的趋势，铂金首饰主要人群是中青年，中青年群体中拥有最多购买欲望和购买能力兼具的人，市场扩张可期。

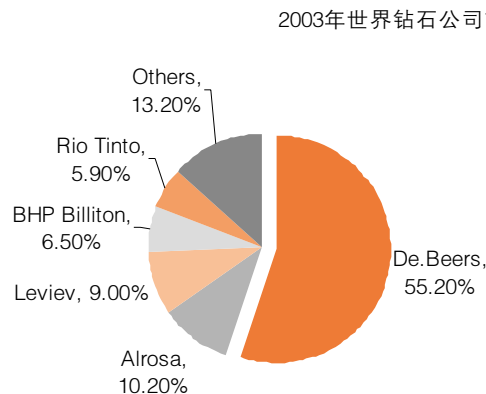
高利润率：铂金首饰通常有着比黄金首饰更高的毛利率。由于铂金首饰公司目前大都处于高库存状态（全国首饰用铂金库存存在 10 吨以上，约全年需求量的 1/3），随着国际铂金供需达到平衡（2009 年，供大于求），铂金价格的回升和需求回暖，公司可享受一段库存增值的过程。

3.3 钻石——毛利较高，市场前景广阔

缺乏钻石资源，依赖进口

目前，已探明的钻石资源主要分布在非洲、俄罗斯和澳大利亚，其中非洲占据了 70% 以上的钻石资源。同时钻石的开采也掌握在少数几个强势的公司手上，形成了寡头垄断竞争的格局。当今的主要钻石工业巨头有：非洲钻石出产国（例如博茨瓦纳共和国政府、纳米比亚共和国政府）、戴比尔斯、Rio Tinto、BHP Billiton、Lev Leviev、Harry Winston 以及 Alrosa。

图表 22 钻石资源处于寡头垄断的竞争格局中



资料来源：DTC, 平安证券研究所

没有公允价值。钻石的价格一度受寡头的控制。处于寡头竞争的环境中，钻石的价格一度受到寡头对钻石供应量的影响。虽然 De beers 现在只有 40% 的市场份额（曾今达到 90%），但仍然可以在 2004 年，通过子公司 DTC 提价 3 次，使钻石价格共上升 14%。

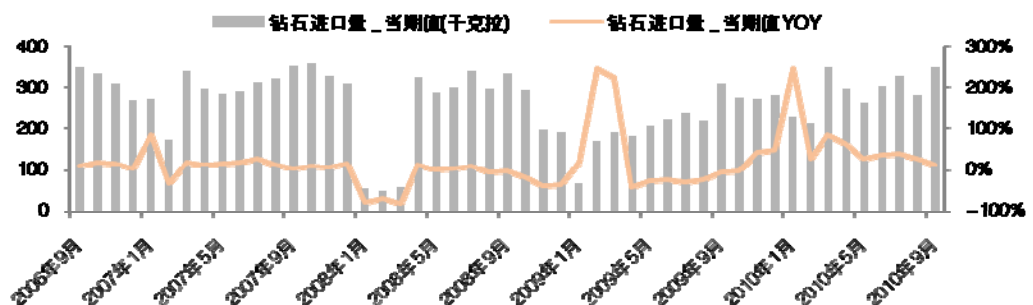
钻石的“4C”制度使钻石较难定价。一般鉴定钻石通过 4 个维度，即 cut（切割），clarity（净度），carat（重量）和 color（颜色），这四个维度的组合使钻石较难定价。目前，钻石的价格主要受几本有导向性杂志的影响，例如 Rapaport Diamond Report。

较高毛利率。因为钻石没有公允价值，消费者和零售商之间存在信息不对称的问题，钻石的毛利率较高，业内的毛利率通常为 50%-60%。

投资看点：

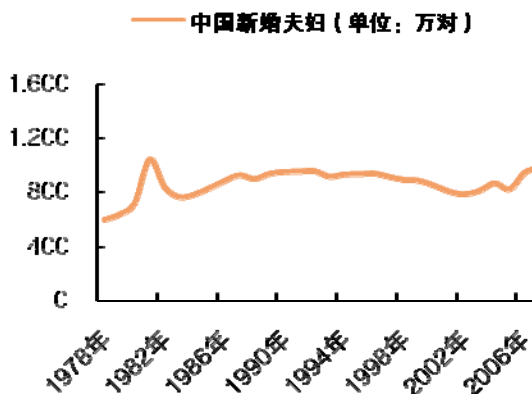
婚庆消费推动钻饰市场。钻石通常被赋予‘永恒’的含义，购买的消费者大多数也是结婚人群。据 DTC 对中国市场的调研数据显示，中国 2007 年钻石首饰消费量已经超过 250 万件，在钻石消费中 70% 以上为婚戒消费。全国每年有近 1,000 万对新人喜结良缘，特别是人口出生率高达 21% 的八十年代中后期出生的人群将于 2007 至 2012 年左右进入适婚年龄。

图表 23 钻石进口自2009年以来持续增长



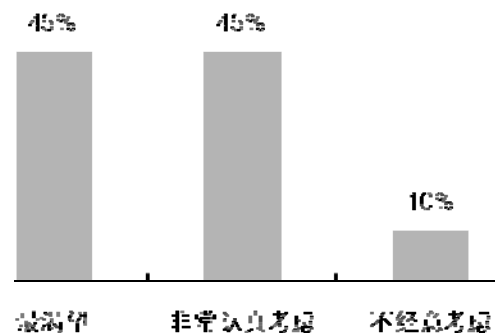
资料来源：华通人，平安证券研究所

图表 24 中国结婚人数持续上升



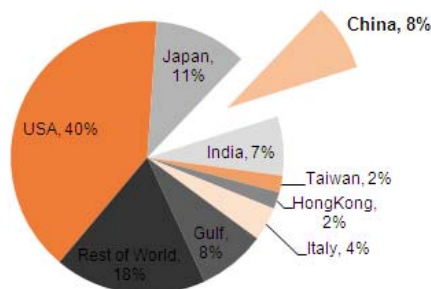
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表 25 中国都市女性对钻饰的喜好程度



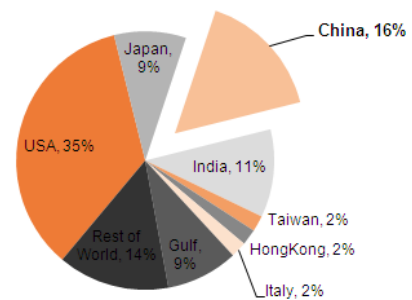
资料来源: DTC, 平安证券研究所

图表 26 2008年世界主要钻石消费国所占比重



资料来源: Debeers 资料, 平安证券研究所

图表 27 2016年世界主要钻石消费国所占比重



资料来源: DeBeers 预测, 平安证券研究所

3.4 K 金首饰——消费频次提高触发高增长

种类繁多。K 金即黄金加入其他金属混合而成, K 金饰品的特点是用金量少、成本低, 又可配制成各种颜色, 且不易变形和磨损。据日本著名的首饰杂志《宝石四季》报道, 现在黄金的配比有 450 种, 最常用的有 20 种。

毛利率较高。一般足金的毛利由足金的购销差价和加工费构成, 毛利率相对较低。一般黄金珠宝的零售毛利率为 5%-20%, 铂金为 10%-20%。而 K 金的贵金属含量较低, 价值主要体现在设计和工艺环节, ‘隐含’的因素较多, 毛利率也相对较高。一般 K 金的零售毛利率为 15%-90%。

投资看点:

未来向快速消费品偏移, 触发高速增长。由于 K 金饰品的多样性, K 金比较讲究和服饰的搭配。随着服饰不断的多样化, 我们认为 K 金的消费频次会逐渐提高, 由此触发 K 金饰品的高速增长。

3.5 翡翠——存在爆发性增长机会

资源稀缺。宝石级翡翠的原产地只有缅甸，资源稀缺，优良质地的玉料更是少之又少。

玉无价。首先，玉的鉴定较为复杂，主要看水、色和种。不同于钻石的 4C 标准，目前翡翠还没有一个统一的量化标准。其次，翡翠原料贸易主要有拍卖会交易和地下走私交易两种形式，其市场运作相比于钻石等较为落后，造成了翡翠的价格管控较为困难。

投资看点：

存在爆发性的增长机会。中国文化中对“玉”的追求自古有之，翡翠更是被誉为“玉中之王”，造成玉的价格上升速度更胜于黄金。今年上半年，高档翡翠出现了平均每月价格上涨 30% 的奇迹。

四、上市公司推荐

4.1 老凤祥：稳健扩张的百年老字号

老凤祥有 1848 年的老凤祥银楼发展而来，有较强的品牌优势，特别是在上海地区。目前，老凤祥有 60 多家连锁银楼、300 多家专卖店和 1000 多家经销商。近几年，老凤祥的产品更新率达到 30% 以上，新品收入到达总收入的 60% 左右。

未来公司将进一步加强老凤祥的品牌建设，稳步发展渠道。公司将利用现有的黄金首饰优势，力求在未来 3-5 年把黄金首饰的集中度提高 5%。

4.2 豫园商城：“亚一”试水综合零售商

豫园商城定位中高端市场，区域以上海为中心，以黄金饰品为主，是老凤祥的直接竞争者，规模仅次于老凤祥。旗下有两家知名金店，老庙与亚一。与老凤祥不同的是，公司打算将亚一打造成专业的珠宝零售商。如果亚一试水成功，公司的渠道将持续快速扩张，拉动公司业绩增长。

4.3 潮宏基：主打 K 金，快速扩张

潮宏基与老凤祥和豫园商城采取错位竞争，主攻 K 金市场。其渠道以商场专柜为主，专卖只有 1-2 家。目前其渠道扩展较为迅速，目前形成了以华东为主，覆盖近 30 个省的销售网络，今年初更是将销售触角伸至西北和西南地区。

潮宏基近两年来增长迅速，3 年的复合增长率达到 34%。未来公司将主要致力于渠道的开发，外延式扩张成为公司的主旋律。

4.4 东方金钰：坐拥翡翠升值利好

公司主营珠宝玉石和黄金摆件首饰，09 年珠宝玉石占销售比重为 24.44%，10 年中期由于翡翠价格的急剧攀升，销售比重上升至 42.81%，存货同比翻番。公司未来持续加强对翡翠原材料的掌控；09 年启动“全国 360 家连锁店计划”，计划用三年左右的时间，在全国建成 360 家包含直营店、加盟店在内的终端销售网络。

未来公司将持续加强对翡翠资源控制，计划将“东方金钰”打造成国内翡翠第一品牌，而黄金业务方面会有所降低。

图表 28上市公司关键指标比较

上市公司	主营首饰	2009 年营业收入*	3 年复合增长	渠道覆盖地区	渠道结构
老凤祥	黄金	7266.45	22.61%	以上海为中心，华东地区	批发比例约为 80%，自营渠道中全部是直营
豫园商城	黄金	6215.36	29.78%	以上海为中心，华东地区	批发比例约为 75%，自营渠道中直营为主
潮宏基	K 金+铂金 黄金珠宝	568.56	33.83%	覆盖省份接近 30 个，集中在华东	以自营为主，自营渠道中几乎全是联营
东方金钰	黄金摆件+ 珠宝玉石	1111.11	91.25%	云南、广东、北京、湖北，以广东省为中心	以批发为主，自营渠道中直营比重略大

*营业收入=与珠宝首饰相关的营业务收入（百万元）

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257