

刚泰控股(600687)/黄金
零售业务快速增长, 盈利能力提升
评级: 增持(维持)

市场价格: 13.3

目标价格:

分析师: 鞠兴海

执业证书编号: S0740516120001

电话: 021-20315087

Email: juxh@r.qlzq.com.cn

联系人

邵璟璐

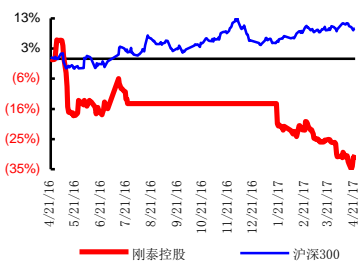
shaojl@r.qlzq.com.cn

王雨丝

wangys@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,489
流通股本(百万股)	1,079
市价(元)	13.3
市值(百万元)	19,800
流通市值(百万元)	14,345

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《携手顶级品牌 Buccellati, 完善珠宝全产业链布局》

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,845.21	10,663.87	11,745.01	13,823.02	15,642.30
营业收入增速	86.54%	20.56%	10.14%	17.69%	13.16%
归属于母公司的净利润	347.55	496.07	699.61	901.14	1,091.39
净利润增长率	38.37%	42.73%	41.03%	28.81%	21.11%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.31	0.44	0.57	0.69
市盈率(倍)	107.44	52.42	30.11	23.37	19.30
PEG	2.80	1.23	0.73	0.81	0.91
每股净资产(元)	3.48	3.77	4.24	5.42	6.11
每股现金流量(元)	-0.34	-1.00	1.84	0.63	0.78
净资产收益率	6.71%	8.84%	11.09%	10.50%	11.28%

备注:

投资要点

事件: 公司发布年报, 2016 年实现收入 106.6 亿元, 同增 20.56%, 实现归属净利润 4.96 亿元, 同增 42.73%。同时公司公告每 10 股派发现金红利 0.35 元(含税)。

■ **线上线下齐发力, 零售收入大幅增长:** 公司通过并购珂兰钻石、优娜珠宝等全力向产业链下游零售业务发展, 业务结构持续优化, 零售业务占比快速增长。2016 年公司批发(82.34 亿元)、零售业务(19.95 亿)占比分别为 80% (-17PCTs)、20%(+17PCTs)。具体到渠道方面, 2016 年线上方面珂兰与京东商城签订战略合作协议, 进一步扩大公司线上珠宝市场的影响力, 同年双十一珂兰获取天猫、京东双平台珠宝类第一名。线下方面, 2016 年公司各类线下门店共增加 144 家(珂兰+71 至 124 家、米莱+3、刚泰黄金+10), 推动公司线下及 O2O 业务爆发式增长。2016 年, 珂兰钻石全年销售收入 16.98 亿元(线上 10.06 亿元、线下 3.5 亿元), 优娜珠宝全年销售收入 2.44 亿元(线上 0.79 亿元、线下 1.65 亿元)。

■ **零售业务拓展提振毛利率, 盈利能力提升明显:** 由于高毛利的零售业务占比大幅提升, 报告期内公司毛利率提升明显, 提升 5.62PCTs 至 13.47%。同时, 由于公司拓展零售业务线上线下费用投入加大, 费用率也相应提升, 2016 年全年公司销售期间费用率为 5.13% (+2.37PCTs), 综合影响下, 公司当期归属净利率为 4.78%, 同比提升 0.85 个百分点。

■ **品牌布局提速, 打造珠宝品牌集团:** 公司已实现从开采端、加工制造、设计和销售的珠宝全产业链布局, 业务涉及贵金属收藏品(国鼎黄金)、钻石(珂兰钻石)、彩宝(优娜珠宝)领域。渠道以零售与批发为主, 结合 O2O 模式(珂兰和优娜)。为顺应消费升级下消费者珠宝的需求从材料消费向品牌消费提升, 公司于 2016 年拟通过收购世界第二珠宝品牌 Buccellati(进展顺利)以补齐公司在品牌、设计、工艺的短板, 提升整体品牌格调, 同时也开启时尚珠宝品牌的布局。

■ **盈利预测与估值:** 公司未来定位为一家以珠宝为核心的品牌集团, 通过品牌升级(不断引进高端/轻奢品牌)和渠道升级(打造珠宝垂直电商)来满足消费升级下客户的需求。考虑到未来线上线下渠道拓展费用开支加大, 且 2017 年 Buccellati 有望并表带来的费用加大, 预计 2017/2018/2019 年归属母公司净利润分别为 7.0/9.0/10.9 亿元(原预测 2017/18 净利润为 8/10 亿元)、对应 EPS 0.44/0.57/0.69 元, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 收购标的与公司协同效益低于预期; 标的未能如期交割风险; 国内外珠宝市场需求低于预期。

图表 1: 财务报表 (百万元)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,742	8,845	10,664	11,745	13,823	15,642	货币资金	379	3,874	2,280	7,718	10,379	11,818
增长率	236.78%	86.5%	20.6%	10.1%	17.7%	13.2%	应收账款	1,685	2,228	1,856	2,645	2,846	3,026
营业成本	-4,339	-8,151	-9,227	-10,013	-11,579	-13,018	存货	764	1,361	4,199	1,500	1,600	1,700
% 销售收入	91.5%	92.2%	86.5%	85.3%	83.8%	83.2%	其他流动资产	118	275	545	731	781	831
毛利	403	694	1,437	1,732	2,244	2,624	流动资产	2,946	7,738	8,881	12,595	15,606	17,375
% 销售收入	8.5%	7.8%	13.5%	14.7%	16.2%	16.8%	% 总资产	81.1%	83.3%	78.0%	89.8%	91.1%	91.6%
营业税金及附加	-7	-5	-51	-60	-69	-78	长期投资	63	251	447	447	447	447
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	310	408	465	534	598	655
营业费用	-4	-16	-174	-294	-387	-391	% 总资产	8.5%	4.4%	4.1%	3.8%	3.5%	3.5%
% 销售收入	0.1%	0.2%	1.6%	2.5%	2.8%	2.5%	无形资产	308	882	1,566	425	455	455
管理费用	-30	-65	-146	-200	-373	-422	非流动资产	689	1,552	2,504	1,433	1,527	1,585
% 销售收入	0.6%	0.7%	1.4%	1.7%	2.7%	2.7%	% 总资产	18.9%	16.7%	22.0%	10.2%	8.9%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	361	608	1,066	1,179	1,414	1,732	资产总计	3,634	9,291	11,385	14,028	17,133	18,960
% 销售收入	7.6%	6.9%	10.0%	10.0%	10.2%	11.1%	短期借款	623	1,726	1,830	2,530	2,830	3,030
财务费用	-40	-163	-228	-142	-195	-218	应付款项	338	664	860	873	1,022	1,147
% 销售收入	0.8%	1.8%	2.1%	1.2%	1.4%	1.4%	其他流动负债	721	1,211	1,659	1,680	1,734	1,781
资产减值损失	-29	5	-41	-4	-1	-2	流动负债	1,682	3,602	4,349	5,083	5,585	5,957
公允价值变动收益	21	6	9	-100	10	10	长期贷款	339	498	55	255	355	455
投资收益	18	23	-119	10	5	5	其他长期负债	5	10	1,307	2,307	2,507	2,707
% 税前利润	5.1%	4.7%	—	1.0%	0.4%	0.3%	负债	2,027	4,109	5,711	7,645	8,447	9,119
营业利润	331	479	687	943	1,233	1,527	普通股股东权益	1,607	5,181	5,613	6,307	8,579	9,673
营业利润率	7.0%	5.4%	6.4%	8.0%	8.9%	9.8%	少数股东权益	0	0	61	76	107	168
营业外收支	10	10	28	10	10	10	负债股东权益合计	3,634	9,291	11,385	14,028	17,133	18,960
税前利润	341	490	714	953	1,243	1,537	比率分析						
利润率	7.2%	5.5%	6.7%	8.1%	9.0%	9.8%							
所得税	-90	-142	-204	-238	-311	-384	每股指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	26.3%	29.0%	28.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	0.512	0.233	0.333	0.470	0.569	0.689
净利润	251	348	510	715	932	1,153	每股净资产 (元)	3.278	3.480	3.771	4.237	5.417	6.108
少数股东损益	0	0	14	15	31	61	每股经营现金净流 (元)	-2.995	-0.343	-0.997	1.838	0.632	0.778
归属于母公司的净利润	251	348	496	700	901	1,091	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.3%	3.9%	4.7%	6.0%	6.5%	7.0%	回报率						
							净资产收益率	15.63%	6.71%	8.84%	11.09%	10.50%	11.28%
							总资产收益率	6.91%	3.74%	4.36%	4.99%	5.26%	5.76%
							投入资本收益率	12.47%	13.12%	13.04%	29.39%	32.63%	37.48%
							增长率						
							营业总收入增长率	236.78%	86.54%	20.56%	10.14%	17.69%	13.16%
							EBIT 增长率	113.40%	68.39%	75.27%	10.60%	19.96%	22.48%
							净利润增长率	180.93%	38.37%	42.73%	41.03%	28.81%	21.11%
							总资产增长率	78.78%	155.65%	22.54%	23.22%	22.13%	10.66%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	24.6	24.4	32.7	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	36.8	47.6	110.0	50.0	50.0	50.0
							应付账款周转天数	7.0	7.5	11.0	8.0	8.0	8.0
							固定资产周转天数	24.3	14.7	14.8	15.3	14.7	14.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	73.36%	-12.47%	33.84%	-25.34%	-42.34%	-46.92%
							EBIT 利息保障倍数	9.0	3.7	4.7	8.3	7.2	7.9
							资产负债率	55.78%	44.23%	50.16%	54.50%	49.30%	48.10%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。请务必阅读正文之后的重要声明部分。

