# 出台股权激励方案，彰显公司信心

## 通灵珠宝(603900)

**投资评级：买入（维持评级）**

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 32.09 |
| 合理价格区间(元): | 45.7~48 |

**许世刚** 研究员 执业证书编号：S0570512080004
025-83387508
xushigang@htsc.com

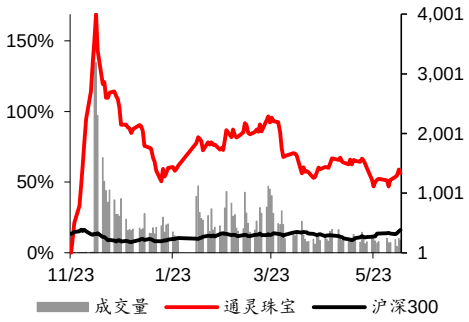
**张坚** 联系人 0755 82364269
zhang_jian@htsc.com

**丁浙川** 联系人 021-28972086
dingzhechuan@htsc.com

**相关研究**

**1《通灵珠宝(603900,买入): Q1 净利增 30%, 品牌力逐步验证》2017.04**
**2《通灵珠宝(603900,买入): 娱乐营销大师, 克拉界“蓝色”贵族》2017.04**

**股价走势图**




资料来源：Wind

**公司基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本 (百万股) | 243.20 |
| 流通 A 股 (百万股) | 60.80 |
| 52 周内股价区间 (元) | 20.52-55.19 |
| 总市值 (百万元) | 7,804 |
| 总资产 (百万元) | 2,520 |
| 每股净资产 (元) | 8.78 |

资料来源：公司公告

### 通灵珠宝出台 2017 年股票期权激励计划

公司出台 2017 年股票期权激励计划，本次激励计划拟向公司核心管理人员、核心技术/业务骨干合计 42 人，授予 303 万份股票期权，其中首次授予 243 万份，预留 60 万份。首次授予的股票期权可行权期分别是：1）自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止；2）自授权日起 48 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止；3）自授权日起 60 个月后的首个交易日起至授权日起 72 个月内的最后一个交易日当日止。行权比例分别为 30%、30%、40%，行权价格为 32.42 元/股，行权价格略高于当前股价。

### 行权条件 2016-2019 年净利润 CAGR 不得低于 26%，彰显公司信心

股票期权三次可行权期行权条件分别是：1）以 2016 年净利润（扣非后净利润）为基数，2019 年净利润增长率不低于 100%；2）以 2016 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 125%；3）以 2016 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 150%。据此计算得出，如果要满足行权条件，公司 2016-2019 年净利润 CAGR 不得低于 26%，可权条件规定彰显了公司对未来发展的信心。

### 国内高端珠宝品牌，由华东向全国快速扩张，品牌力逐步验证

作为主营钻石零售的高端珠宝品牌商，公司从江苏起家，迅速向全国扩张。截止 2016 年底公司共有门店 578 家，已经覆盖全国 22 个省市自治区，2017Q1 又新增门店 34 家，营销渠道已经初具规模。2012-2016 年公司收入年均复合增速 9.04%，利润复合增速 32.36%，2017Q1 收入增速 22%、净利增速 30.5%，即使在过去几年行业不景气的大环境下，公司收入、利润规模仍在迅速扩张。公司江苏以外地区收入贡献占比已经接近 40%，品牌力正逐步得到验证。

### 受益消费升级，长期增长无忧

公司手握“品牌、产品、营销”三大竞争优势，坚持品牌驱动，不断致力于提升品牌形象与知名度，但在扩张上将二三线城市作为扩张重点，绕开竞争激烈的一线城市。目前，广大二三线城市正处在人口回流红利带动消费升级的黄金时期，公司手握三大优势重点进军二三线城市发展前景广阔。

### 维持公司“买入”评级

维持公司盈利预测不变，预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 19.75/24.45/30.05 亿元，分别同比增长 19.62%、23.8%、22.91%；归母净利润分别为 2.78/3.49/4.5 亿元，分别同比增长 25.6%、25.5%、28.83%。公司手握三大优势构建核心壁垒，重点进攻二三线城市发展前景广阔。维持公司“买入”评级，建议投资者积极关注。

风险提示：公司门店扩张速度低于预期；公司为加强品牌推广加大广告宣传力度，长期利好但短期业绩可能承压。

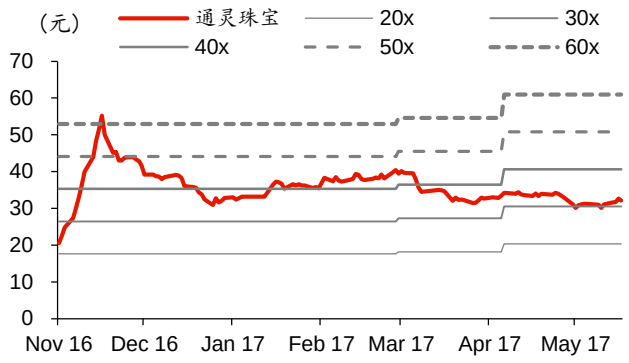
**经营预测指标与估值**

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万元) | 1,491 | 1,651 | 1,975 | 2,445 | 3,005 |
| +/-% | 4.08 | 10.74 | 19.62 | 23.80 | 22.91 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 181.02 | 221.39 | 278.06 | 348.97 | 449.58 |
| +/-% | 5.24 | 22.30 | 25.60 | 25.50 | 28.83 |
| EPS (元，最新摊薄) | 0.74 | 0.91 | 1.14 | 1.43 | 1.85 |
| PE (倍) | 43.11 | 35.25 | 28.07 | 22.36 | 17.36 |

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

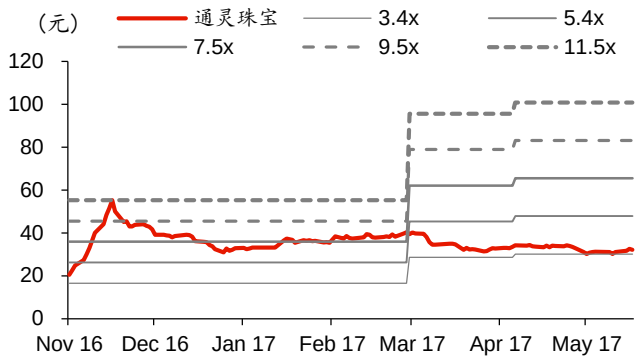
## PE/PB – Bands

**图表1： 通灵珠宝历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表2： 通灵珠宝历史 PB-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 1,390 | 2,313 | 2,713 | 3,156 | 3,736 |
| 现金 | 87.92 | 779.37 | 846.50 | 846.37 | 892.87 |
| 应收账款 | 128.66 | 136.88 | 161.33 | 202.68 | 247.95 |
| 其他应收账款 | 8.86 | 11.43 | 14.84 | 18.17 | 22.42 |
| 预付账款 | 41.18 | 44.82 | 56.25 | 69.75 | 85.62 |
| 存货 | 1,108 | 1,326 | 1,617 | 2,003 | 2,472 |
| 其他流动资产 | 14.99 | 14.21 | 16.25 | 15.36 | 15.47 |
| 非流动资产 | 171.19 | 180.61 | 156.78 | 139.23 | 121.53 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 86.67 | 81.78 | 91.93 | 102.68 | 114.79 |
| 无形资产 | 20.93 | 29.33 | 26.37 | 23.02 | 19.59 |
| 其他非流动资产 | 63.60 | 69.51 | 38.48 | 13.53 | (12.86) |
| 资产总计 | 1,561 | 2,493 | 2,869 | 3,295 | 3,858 |
| 流动负债 | 480.49 | 462.68 | 561.10 | 639.17 | 753.72 |
| 短期借款 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 275.38 | 263.77 | 391.00 | 457.22 | 563.09 |
| 其他流动负债 | 155.11 | 198.91 | 170.10 | 181.95 | 190.63 |
| 非流动负债 | 8.15 | 8.71 | 9.30 | 8.72 | 8.91 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 8.15 | 8.71 | 9.30 | 8.72 | 8.91 |
| 负债合计 | 488.64 | 471.39 | 570.40 | 647.89 | 762.63 |
| 少数股东权益 | (1.99) | (2.59) | (3.39) | (4.37) | (5.64) |
| 股本 | 182.40 | 243.20 | 243.20 | 243.20 | 243.20 |
| 资本公积 | 441.84 | 1,190 | 1,190 | 1,190 | 1,190 |
| 留存公积 | 450.17 | 591.55 | 869.61 | 1,219 | 1,668 |
| 归属母公司股 | 1,074 | 2,024 | 2,302 | 2,651 | 3,101 |
| 负债和股东权益 | 1,561 | 2,493 | 2,869 | 3,295 | 3,858 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金 | 138.57 | 35.22 | 94.86 | 33.88 | 82.33 |
| 净利润 | 180.52 | 220.78 | 277.26 | 347.99 | 448.31 |
| 折旧摊销 | 37.34 | 45.53 | 31.34 | 35.06 | 35.85 |
| 财务费用 | 6.83 | 9.36 | (8.13) | (8.46) | (8.70) |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (82.28) | (237.63) | (200.62) | (343.69) | (398.56) |
| 其他经营现金 | (3.84) | (2.82) | (4.99) | 2.99 | 5.42 |
| 投资活动现金 | (47.77) | (36.14) | (35.86) | (42.46) | (44.53) |
| 资本支出 | 47.79 | 28.03 | 14.61 | 15.97 | 18.18 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | (2.68) | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 0.01 | (8.11) | (23.93) | (26.49) | (26.35) |
| 筹资活动现金 | (74.39) | 697.43 | 8.13 | 8.46 | 8.70 |
| 短期借款 | (20.00) | (50.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 60.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 747.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (54.39) | (61.13) | 8.13 | 8.46 | 8.70 |
| 现金净增加额 | 16.33 | 692.94 | 67.13 | (0.12) | 46.49 |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,491 | 1,651 | 1,975 | 2,445 | 3,005 |
| 营业成本 | 688.58 | 757.82 | 937.95 | 1,169 | 1,435 |
| 营业税金及附加 | 46.60 | 42.21 | 54.94 | 67.58 | 82.20 |
| 营业费用 | 391.43 | 407.59 | 464.49 | 557.32 | 657.59 |
| 管理费用 | 115.84 | 131.42 | 153.43 | 191.50 | 235.36 |
| 财务费用 | 6.83 | 9.36 | (8.13) | (8.46) | (8.70) |
| 资产减值损失 | 4.23 | 3.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 237.32 | 299.19 | 372.23 | 467.89 | 603.88 |
| 营业外收入 | 5.54 | 2.30 | 3.31 | 3.35 | 3.16 |
| 营业外支出 | 1.78 | 1.81 | 1.83 | 1.81 | 1.82 |
| 利润总额 | 241.08 | 299.68 | 373.72 | 469.42 | 605.22 |
| 所得税 | 60.56 | 78.90 | 96.46 | 121.43 | 156.91 |
| 净利润 | 180.52 | 220.78 | 277.26 | 347.99 | 448.31 |
| 少数股东损益 | (0.50) | (0.61) | (0.80) | (0.98) | (1.27) |
| 归属母公司净利润 | 181.02 | 221.39 | 278.06 | 348.97 | 449.58 |
| EBITDA | 281.49 | 354.08 | 395.45 | 494.48 | 631.04 |
| EPS (元) | 0.99 | 0.91 | 1.14 | 1.43 | 1.85 |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.08 | 10.74 | 19.62 | 23.80 | 22.91 |
| 营业利润 | 2.92 | 26.07 | 24.41 | 25.70 | 29.06 |
| 归属母公司净利润 | 5.24 | 22.30 | 25.60 | 25.50 | 28.83 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 53.81 | 54.10 | 52.51 | 52.18 | 52.26 |
| 净利率 | 12.14 | 13.41 | 14.08 | 14.27 | 14.96 |
| ROE | 16.85 | 10.94 | 12.08 | 13.16 | 14.50 |
| ROIC | 17.38 | 18.05 | 18.59 | 19.22 | 20.52 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 31.30 | 18.91 | 19.88 | 19.66 | 19.77 |
| 净负债比率 (%) | 10.23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 2.89 | 5.00 | 4.83 | 4.94 | 4.96 |
| 速动比率 | 0.59 | 2.13 | 1.95 | 1.80 | 1.68 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.93 | 0.81 | 0.74 | 0.79 | 0.84 |
| 应收账款周转率 | 13.20 | 11.96 | 12.55 | 12.91 | 12.76 |
| 应付账款周转率 | 1.93 | 2.81 | 2.87 | 2.76 | 2.81 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.74 | 0.91 | 1.14 | 1.43 | 1.85 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.57 | 0.14 | 0.39 | 0.14 | 0.34 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.42 | 8.32 | 9.47 | 10.90 | 12.75 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 43.11 | 35.25 | 28.07 | 22.36 | 17.36 |
| PB (倍) | 7.26 | 3.86 | 3.39 | 2.94 | 2.52 |
| EV_EBITDA (倍) | 24.91 | 19.80 | 17.73 | 14.18 | 11.11 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

**行业评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com