

证券研究报告—动态报告

商业贸易

奢侈品

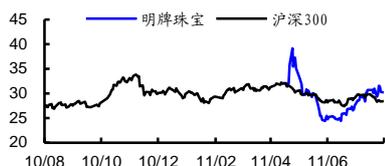
明牌珠宝(002574)
推荐

2011年半年报点评

(维持评级)

2011年8月5日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本(百万股)	240.0/60.0
总市值(百万元)	7,250.4/1,812.6
沪深300/深圳成指	2,703.78/12,002.42
12个月最高/最低(元)	39.15/24.40

相关研究报告:

《明牌珠宝-002574-步入快速发展期的“明牌珠宝”——2011-4-11》

证券分析师: 祝彬

电话: 021-60933156

E-mail: zhubin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120063

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

半年报点评

行业景气上行带动公司稳健发展

● 主营业务增长符合预期

公司2011年上半年实现营业收入30.7亿元,同比增长47.7%;归属于上市公司股东的净利润1.3亿元,同比减少10.2%,EPS0.65元(系按加权股本计算)。净利润回落主要是去年同期非经常性损益较高,以及今年上市后费用上升影响所致。就主营业务而言,上半年营业利润同比增长27.2%,符合预期增速水平。

● 伴随行业上行趋势,销售网点保持稳健扩张

2011年上半年公司新开自营门店12家,加盟店15家。虽然短期内上涨的租金和人工成本将一定程度上拖延部分新开门店盈利周期,但随着黄金珠宝行业发展呈上行趋势,公司有望实现稳健的网点扩张规划。

● 受销售结构影响,毛利有所下滑

公司综合毛利率为10.1%,较去年下降约3个百分点。主要原因是:1)公司高毛利的铂金类商品受行业景气度影响,成本上涨的同时,出现销售占比和毛利率的双重下降;2)相对低毛利的黄金类商品占比提升,以及黄金价格上涨造成成本基数增大,在收取相同加工费的前提下,表现为毛利率的下降。

● 风险提示

门店成本上涨,盈利周期延长;原材料价格大幅波动,降低毛利率。

● 盈利预测、估值及投资评级

我们调低上市前对公司的盈利预测,2011~2013年营业收入56.4亿元、79.6亿元和111.3亿元,同比增长40%、41%和40%,净利润为2.6亿元、3.4亿元和4.5亿元,同比增长22%、27%和35%,EPS为1.10/1.39/1.88元(按期末股本2.4亿股计算)。当前2011PE为27X,维持中长期“推荐”评级。

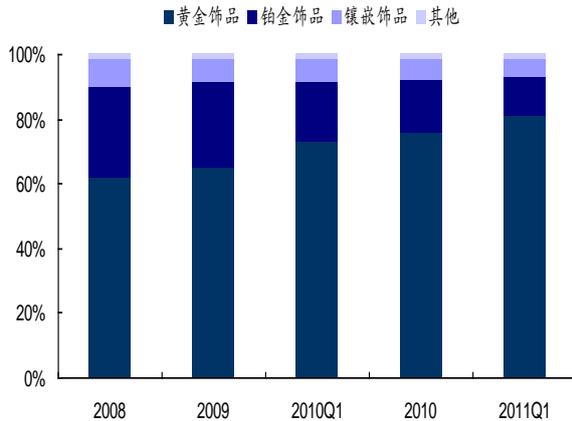
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,299.02	4,028.96	5,636	7,958	11,125
(+/-%)	16.25%	22.13%	39.9%	41.2%	39.8%
净利润(百万元)	148.90	216.77	264	335	450
(+/-%)	72.49%	45.59%	21.8%	26.8%	34.5%
每股收益(元)	0.83	1.20	1.10	1.39	1.88
EBIT Margin	6.06%	7.25%	6.7%	6.0%	6.0%
净资产收益率(ROE)	31.70%	31.58%	30.3%	30.3%	31.7%
市盈率(PE)	36.52	25.09	27.4	21.6	16.1
EV/EBITDA	30.24	21.52	23.8	20.8	17.0
市净率(PB)	11.58	7.92	8.31	6.55	5.10

主营业绩增长符合预期

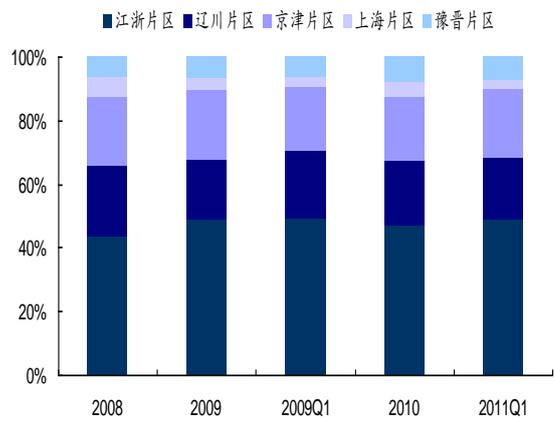
公司 2011 年上半年实现营业收入 30.7 亿元，同比增长 47.7%；归属于上市公司股东的净利润 1.3 亿元，同比减少 10.2%，EPS0.65 元（系按加权股本计算）。净利润回落主要是去年同期非经常性损益较高，以及今年上市后费用上升影响所致。就主营业务而言，上半年实现营业利润 1.8 亿元，同比增长 27.2%，符合预期增速水平。

图 1：08-11 年 1-6 月公司销售情况（按商品）



资料来源：Wind，公司半年报，国信证券经济研究所整理

图 2：08-11 年 1-6 月公司销售情况（按地区分）



资料来源：Wind，公司半年报，国信证券经济研究所整理

伴随行业上行趋势，销售网点保持稳健扩张

就行业而言，我们认为对于金银珠宝行业，最坏情况是社会平衡发展，对于这类高价值商品需求低迷。而目前由于社会发展不均衡，部分消费者需求价值和品位随着可支配收入增长而提升，同时 CPI 的持续高位运行，也提升了这类具备保值功能的商品需求。因此，在宏观大环境不变的前提下，对于黄金珠宝这类商品将保持景气上行的趋势。

2011 年上半年公司新开自营门店 12 家，加盟店 15 家。虽然短期内上涨的租金和人工成本将一定程度上拖延部分新开门店盈利周期，但随着黄金珠宝行业发展的上行趋势，公司有望实现稳健的网点扩张规划。今年上半年受租金、人工等成本因素影响，商业公司大多减缓了开店步伐，我们预计下半年随着房地产业发展形势稳定和明朗后，门店扩张速度相较于上半年或有所提升。

受销售结构影响，毛利有所下滑

公司综合毛利率为 10.1%，较去年下降约 3 个百分点。主要原因是：1) 公司高毛利的铂金类商品受行业景气度影响及成本上涨的同时，出现销售占比和毛利率的双重下降；2) 相对低毛利的黄金类商品占比提升，以及黄金价格上涨造成成本基数增大，在收取相同加工费的前提下，表现为毛利率的下降。

我们认为铂金产量下半年或略有回升，但全年仍将处于下降状态。但考虑到铂金和黄金产能一定程度上具备可切换性，确保了商品结构调整下产能的充分利用。

随着上市后募集资金的补充,以及公司的管理制度趋于严谨,期间费用率同比呈现0.2~0.8个百分点的不同程度下降。

风险提示

门店成本上涨,盈利周期延长;
原材料价格大幅波动,降低毛利率;
行业景气度下降,需求减弱。

盈利预测

我们调低上市前对公司的盈利预测,2011~2013年营业收入56.4亿元、79.6亿元和111.3亿元,同比增长40%、41%和40%,净利润为2.6亿元、3.4亿元和4.5亿元,同比增长22%、27%和35%,EPS为1.10/1.39/1.88元(按期末股本2.4亿股计算)。当前2011PE为27X,维持中长期“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	224	50	75	100
应收款项	294	423	610	861
存货净额	1505	2207	3199	4517
其他流动资产	22	31	32	22
流动资产合计	2045	2711	3916	5500
固定资产	33	122	177	172
无形资产及其他	22	21	20	19
投资性房地产	4	4	4	4
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	2106	2860	4118	5698
短期借款及交易性金融负债	973	1243	1848	2565
应付款项	142	262	447	688
其他流动负债	305	483	717	1024
流动负债合计	1419	1989	3013	4277
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1420	1989	3013	4277
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	687	871	1106	1421
负债和股东权益总计	2106	2860	4118	5698

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.20	1.10	1.39	1.88
每股红利	0.34	0.33	0.42	0.56
每股净资产	3.81	3.63	4.61	5.92
ROIC	17%	15%	15%	15%
ROE	32%	30%	30%	32%
毛利率	12%	11%	10%	10%
EBIT Margin	8%	7%	6%	6%
EBITDA Margin	9%	7%	6%	6%
收入增长	22%	40%	41%	40%
净利润增长率	46%	22%	27%	35%
资产负债率	67%	70%	73%	75%
息率	1.1%	1.5%	1.8%	2.5%
P/E	25.1	27.4	21.6	16.1
P/B	7.9	8.3	6.6	5.1
EV/EBITDA	19.9	23.8	20.8	17.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4029	5636	7958	11125
营业成本	3527	5021	7130	9960
营业税金及附加	13	17	32	50
销售费用	111	158	227	323
管理费用	40	60	88	129
财务费用	58	57	81	115
投资收益	(47)	20	20	20
资产减值及公允价值变动	9	9	9	9
其他收入	0	0	0	0
营业利润	242	352	429	577
营业外净收支	50	0	0	0
利润总额	292	352	429	577
所得税费用	75	88	94	127
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	217	264	335	450

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	217	264	335	450
资产减值准备	2	4	2	(0)
折旧摊销	6	7	12	14
公允价值变动损失	(9)	(9)	(9)	(9)
财务费用	58	57	81	115
营运资本变动	(326)	(538)	(758)	(1012)
其它	(2)	(4)	(2)	0
经营活动现金流	(113)	(275)	(420)	(556)
资本开支	(13)	(90)	(60)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(13)	(90)	(60)	0
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(61)	(79)	(100)	(135)
其它融资现金流	330	270	605	716
融资活动现金流	209	191	505	581
现金净变动	84	(174)	25	25
货币资金的期初余额	140	224	50	75
货币资金的期末余额	224	50	75	100
企业自由现金流	(82)	(335)	(431)	(480)
权益自由现金流	248	(108)	112	146

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn