

评级：中性

商贸行业

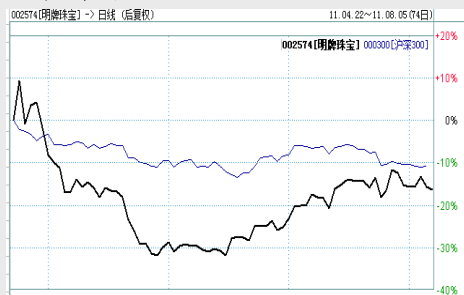
公司研究报告

第一创业研究所
吕丽华 S1080510120003电 话：0755-82485024
邮 件：lvlihua@fcsc.cn**明牌珠宝（002574）****——增收减利，外延速度放缓****交易数据**

52周内股价区间（元）	24.20 - 39.36
总市值（百万元）	7243.20
流通股本（百万股）	60
流通股比率（%）	25

资产负债表摘要(06/11)

股东权益(百万元)	2676.27
每股净资产（元）	11.15
市净率（倍）	2.71
资产负债率（%）	22.61

公司与沪深300指数比较**相关报告**

《明牌珠宝新股定价报告》

事件：

公司今日公告 2011 年半年度报告，上半年实现营业收入 30.72 亿元，同比增长 47.67%；营业利润 1.82 亿元，同比增长 27.23%；归属于上市公司股东的净利润 1.31 亿元，同比下降 10.18%；每股收益 0.65 元。

同时，公司亦在半年度报告中披露了 2011 年 1~9 月的业绩变化幅度预计为-10%~20%。

评论

- **黄金价格走高和需求上升致营业收入快增** 上半年，公司营业收入同比增长 47.67%，主要受黄金价格走高和黄金消费需求快速增长所致，加之公司加大节假日促销、增加黄金饰品款式的开发投入等。三大类产品中，黄金饰品实现营业收入 24.81 亿元，同比增长 63.2%，占总收入的比重由去年同期的 73.06%提升到今年的 80.76%；而铂金饰品由于价格较高和市场需求不振等因素，实现营业收入 3.78 亿元，同比微降 0.2%；镶嵌类饰品实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 6.04%。
- **非经常性损益大幅减少导致业绩同比下滑** 上半年，公司业绩下滑 10.18%，主要是去年同期非经常性损益达 4141.73 万元，占净利润比重 28.44%，而今年上半年的非经常性损益为 1043.46 万元，同比下降 74.81%，占净利润比重 7.98%。若扣除非经常性损益，则今年上半年实现净利润 1.21 亿元，同比增长 15.51%。
- **销售结构变化及成本上升影响毛利率提升** 上半年，公司综合毛利率 10.07%，同比下降 3.14%，主要原因有，一是公司销售结构发生变化，毛利率较低的黄金饰品销售增长较快，占比提升，其毛利率上半年 7.13%，同比下降 1.28%；二是铂金饰品的成本较去年同期上升较快，以及铂金饰品中毛利率较高的自营销售收入占比有所下降，其毛利率上半年 11.76%，同比下降 8.61%。
- **外延速度低于预期，三项费用率各有下降** 上半年，公司新增自营专柜 12 家，加盟店 15 家；受制于商铺租金上涨及地段选择问题，自营专卖店拓展尚处冷淡阶段。上半年，公司期间费用率 3.84%，同比下降 1.43 个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降 0.83、0.24、0.37 个百分点。



- **给予“中性”投资评级** 基于上半年业绩表现，我们下调 2011~2013 年盈利预测分别为 0.99 元、1.3 元和 1.64 元，当前股价对应下 2011 年动态 PE 为 30.6 倍，估值偏高，且虑及公司成长性突出不显，因此给予“中性”投资评级。不过，自公司上市后，股价一直在发行价之下徘徊，目前股价相对发行价有 5.7% 下跌幅度，我们认为，短期内存在一定的交易性机会。
- **风险提示** 原材料价格波动性大、新店培育期延长、竞争加剧等。

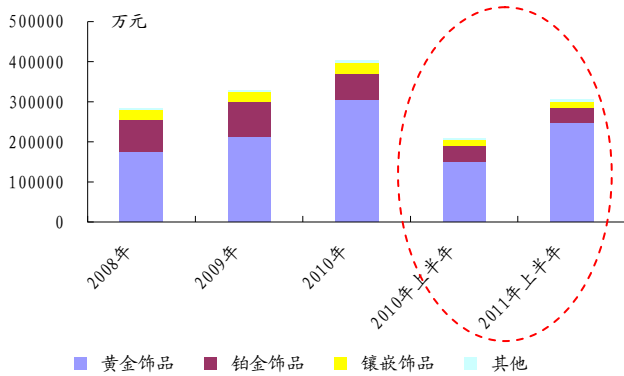
重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4029	4722	5785	7119
收入同比(%)	22.13%	17.19%	22.53%	23.05%
归属母公司净利润	217	237	311	393
净利润同比(%)	45.59%	9.24%	31.26%	26.42%
毛利率(%)	12.46%	11.63%	11.58%	11.77%
ROE(%)	31.58%	8.59%	10.14%	11.36%
每股收益(元)	0.90	0.99	1.30	1.64
P/E	33.41	30.59	23.30	18.43
P/B	10.55	2.63	2.36	2.09
EV/EBITDA	27	23	19	15

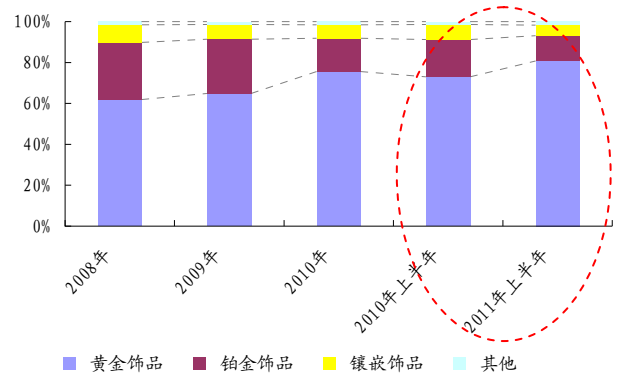


Figure 1 明牌珠宝分品类营业收入情况



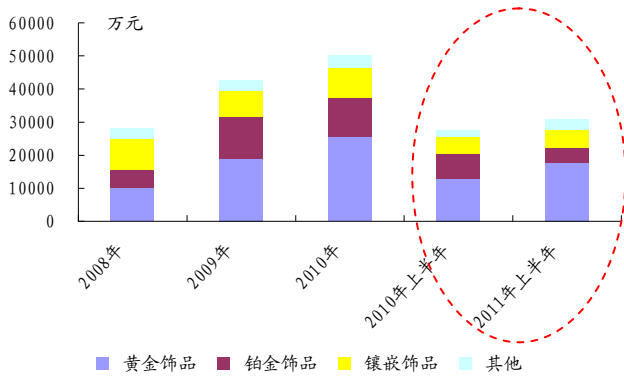
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 2 明牌珠宝分品类营业收入占比情况



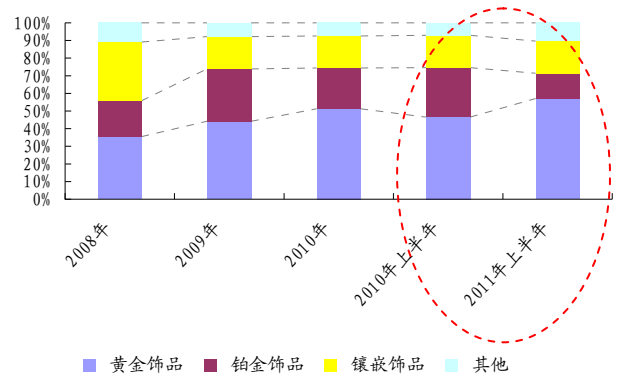
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 3 明牌珠宝分品类营业毛利情况



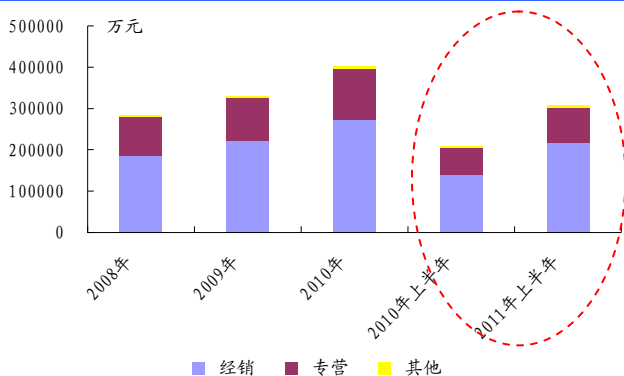
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 4 明牌珠宝分品类营业毛利占比情况



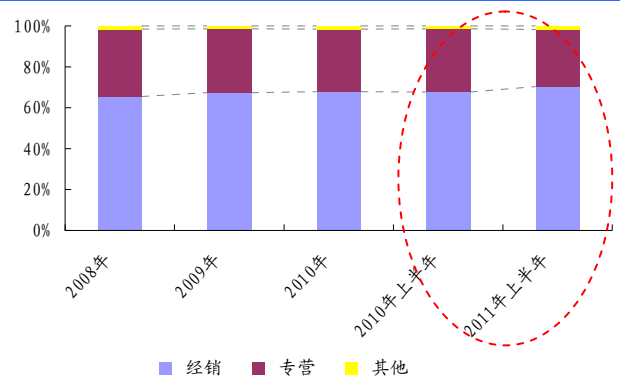
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 5 明牌珠宝分销售模式收入情况



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

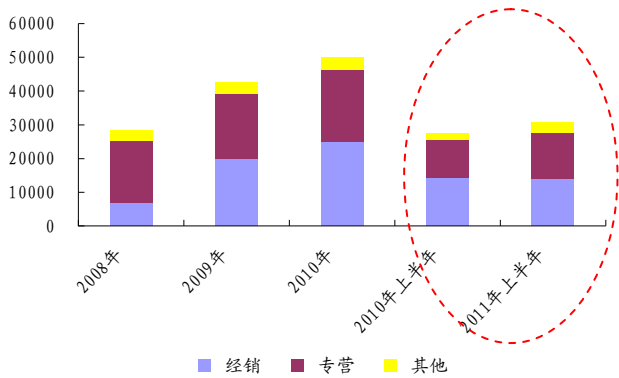
Figure 6 明牌珠宝分销售模式收入占比情况



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

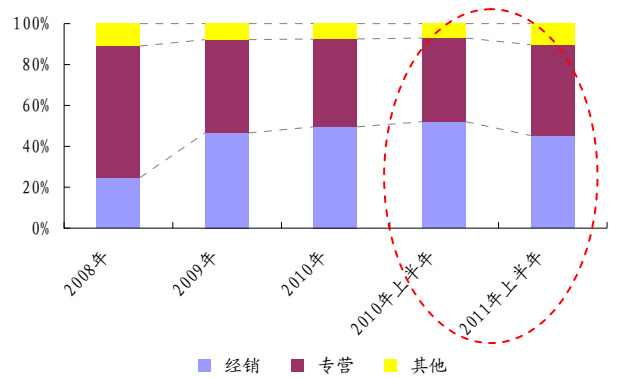


Figure 7 明牌珠宝分销售模式毛利情况



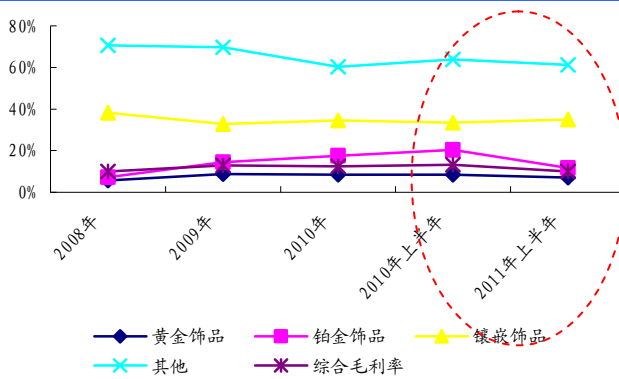
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 8 明牌珠宝分销售模式毛利占比情况



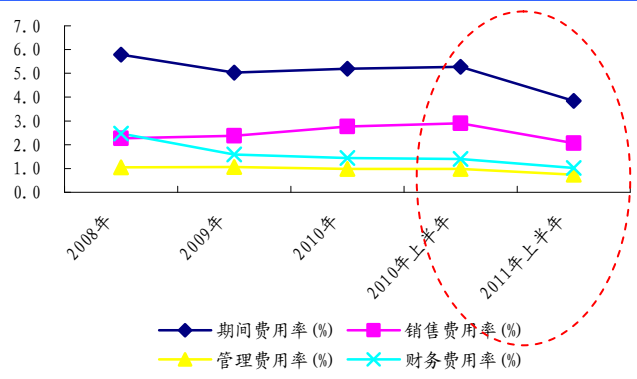
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 9 明牌珠宝分产品毛利率变化



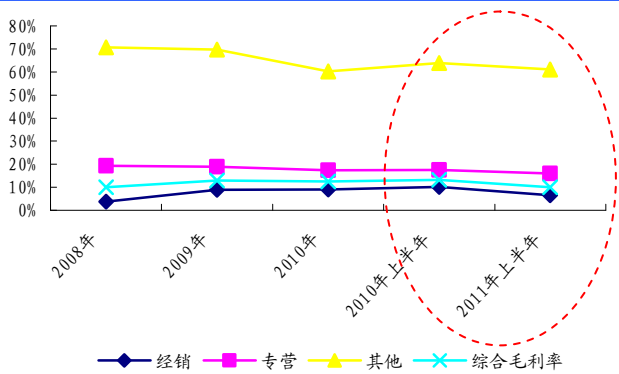
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 10 明牌珠宝三项费用率变化



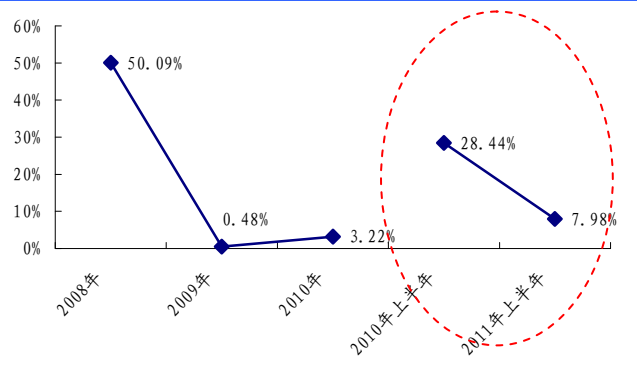
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 11 明牌珠宝分销售模式毛利率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 12 明牌珠宝非经常性扣益占净利润比重变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2045	3313	3685	4151
现金	224	1251	1129	990
应收账款	293	310	378	483
其他应收款	1	3	3	3
预付账款	22	19	23	32
存货	1505	1730	2152	2643
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	61	58	55	51
长期投资	2	2	2	2
固定资产	33	32	30	28
无形资产	22	20	19	17
其他非流动资产	4	4	5	4
资产总计	2106	3371	3740	4202
流动负债	1419	616	674	743
短期借款	973	200	200	200
应付账款	113	62	88	134
其他流动负债	333	354	386	409
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1420	616	674	743
少数股东权益	0	0	0	0
股本	180	240	240	240
资本公积	140	1904	1904	1904
留存收益	367	604	914	1307
归属母公司股东权益	687	2755	3066	3459
负债和股东权益	2106	3371	3740	4202

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-88	14	-119	-135
净利润	217	237	311	393
折旧摊销	0	2	2	2
财务费用	58	26	5	6
投资损失	47	0	0	0
营运资金变动	0	-260	-437	-537
其他经营现金流	-410	9	-0	2
投资活动现金流	51	1	2	2
资本支出	21	0	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他投资现金流	71	1	2	2
筹资活动现金流	129	1012	-5	-6
短期借款	189	-773	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	60	0	0
资本公积增加	0	1764	0	0
其他筹资现金流	-60	-39	-5	-6
现金净增加额	92	1027	-123	-139

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4029	4722	5785	7119
营业成本	3527	4172	5115	6281
营业税金及附加	13	23	28	34
营业费用	111	132	162	199
管理费用	40	50	61	75
财务费用	58	26	5	6
资产减值损失	1	2	0	0
公允价值变动收益	10	8	0	0
投资净收益	-47	0	0	0
营业利润	242	324	414	524
营业外收入	54	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	292	324	414	524
所得税	75	88	104	131
净利润	217	237	311	393
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	217	237	311	393
EBITDA	300	352	421	531
EPS (元)	0.90	0.99	1.30	1.64

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.1%	17.2%	22.5%	23.1%
营业利润	19.0%	34.1%	27.8%	26.4%
归属于母公司净利润	45.6%	9.2%	31.3%	26.4%
获利能力				
毛利率(%)	12.5%	11.6%	11.6%	11.8%
净利率(%)	5.4%	5.0%	5.4%	5.5%
ROE(%)	31.6%	8.6%	10.1%	11.4%
ROIC(%)	13.5%	13.4%	13.4%	13.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.4%	18.3%	18.0%	17.7%
净负债比率(%)	68.54%	32.49%	29.68%	26.91%
流动比率	1.44	5.38	5.47	5.59
速动比率	0.38	2.57	2.27	2.03
营运能力				
总资产周转率	2.16	1.72	1.63	1.79
应收账款周转率	16	15	17	16
应付账款周转率	55.93	47.65	68.31	56.61
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.99	1.30	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	0.06	-0.50	-0.56
每股净资产(最新摊薄)	2.86	11.48	12.78	14.41
估值比率				
P/E	33.41	30.59	23.30	18.43
P/B	10.55	2.63	2.36	2.09
EV/EBITDA	27	23	19	15

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120