

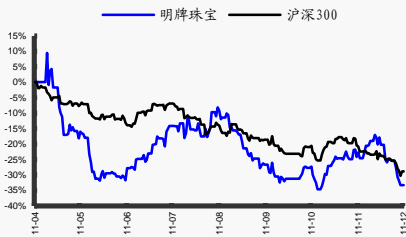
研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005  
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

## 黄金首饰比例提高，业绩受制于金价波动

### ——明牌珠宝（002574）2011年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现 (%)	1m	3m	12m
明牌珠宝	-7.8	-5.0	-36.3
沪深300	-3.1	0.2	-23.0

市场数据 2012-4-18

当前价格 (元)	22.80
52周价格区间 (元)	21.7-39.36
总市值 (百万)	5472.00
流通市值 (百万)	1368.00
总股本 (万股)	24000.00
流通股 (万股)	6000.00
日均成交额 (百万)	85.36
近一月换手 (%)	40.44

合规声明

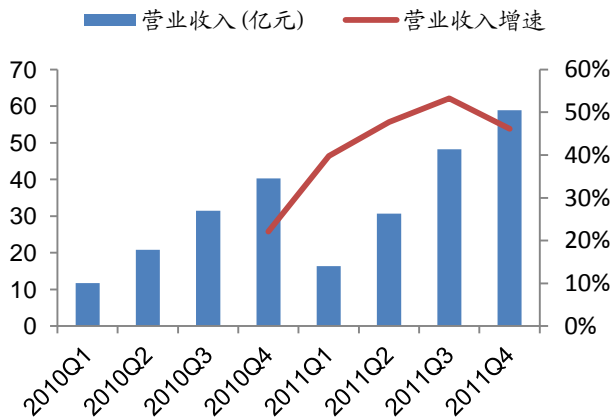
国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

### 投资要点：

- **业绩总体增长良好，四季度低于预期** 明牌珠宝 2011 年实现营业收入 58.9 亿，净利润 2.5 亿，分别同比增长 46.2% 和 15.7%，对应 EPS 1.14 元，拟每 10 股派现金 2.5 元。公司四季度仅实现净利润 4000 万，低于市场预期。
- **黄金首饰增长较快，铂金首饰优势减弱** 公司 11 年黄金首饰收入大幅增加 58.3%，占总收入比重提高 6.29 个百分点至 81.8%；具有品牌优势的铂金首饰收入仅同比增长 3.7%。由于定价方式不同，铂金首饰毛利率高于黄金首饰，公司整体盈利能力有所削弱。
- **产品毛利率下降，金价下降增加盈利压力** 11 年黄金和铂金价格先高后低，9 月到达高点后逐渐回落，公司全年黄金首饰毛利率降低 0.54 个百分点至 7.8%；铂金首饰毛利率大幅降低 8.3 个百分点至 9.3%，说明盈利能力受贵金属原材料价格波动影响较大。若金价继续回落，将给公司未来盈利带来压力。
- **一季度业绩下滑，二季度仍有压力** 公司 4 月 11 日公布 2012 年一季度业绩快报，利润同比下滑 55%-58%，主要由于黄金价格走低，黄金首饰利润率下降导致。预计二季度业绩相比于同期较高基数，增长仍有压力。
- **短期业绩走低，长期看好行业发展，给予中性评级** 黄金价格下降拖累上半年业绩，而且公司有从优势铂金加工业务回归传统的低附加值黄金首饰制造业务的趋势，不能完全享有珠宝行业高溢价估值。预计 12-14 年公司 EPS1.18、1.42 和 1.62 元，PE19.3、16.1 和 14.1 倍，给予“中性”评级。

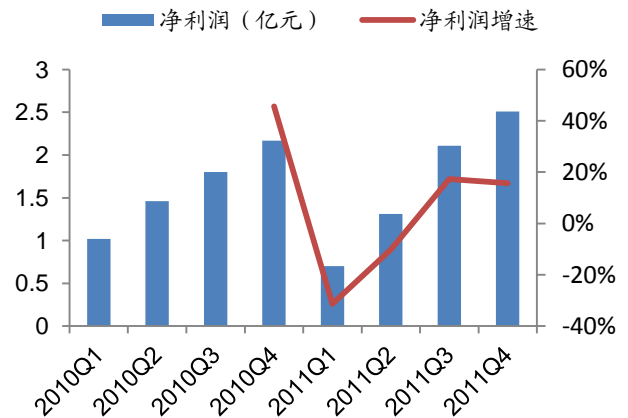
预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	5888	6570	7332	8182
增长率 (%)	46%	12%	12%	12%
净利润 (百万元)	251	284	341	389
增长率 (%)	16%	13%	20%	14%
摊薄每股收益 (元)	1.04	1.18	1.42	1.62
ROE (%)	8.97%	9.40%	10.39%	10.84%

图 1、明牌珠宝营业收入及增速



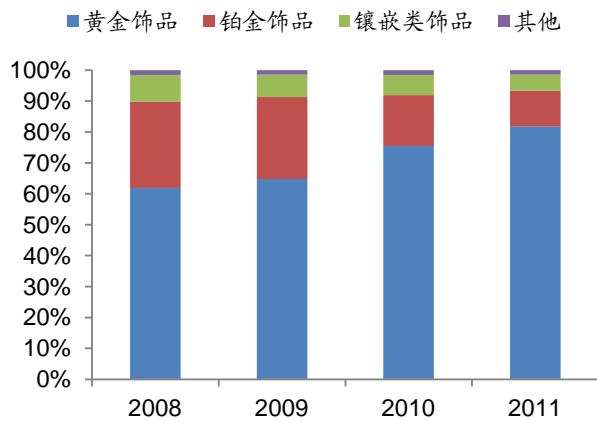
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、明牌珠宝净利润及增速



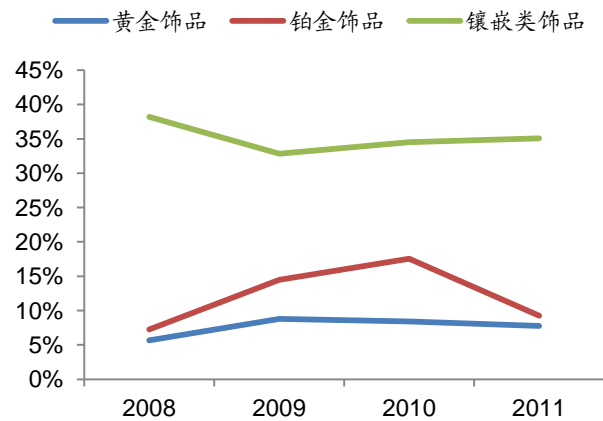
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、黄金首饰占明牌珠宝收入比重大幅增加



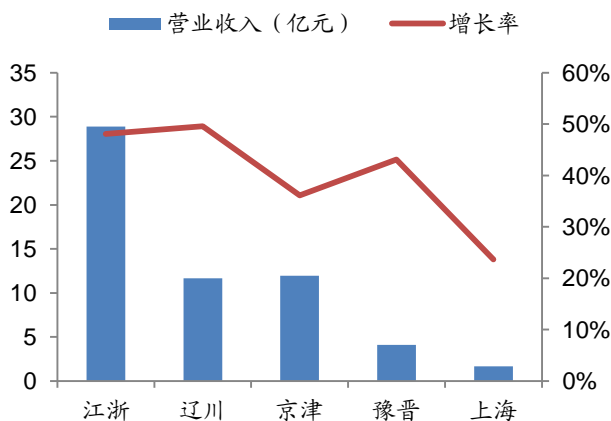
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4、明牌珠宝铂金首饰毛利率有明显下降



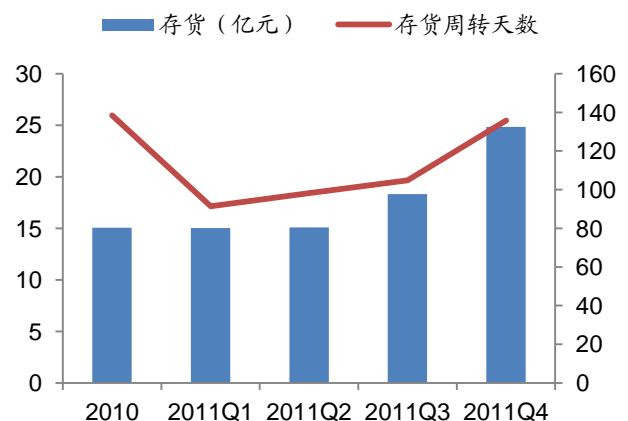
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 5、明牌珠宝不同地区营业收入及增速



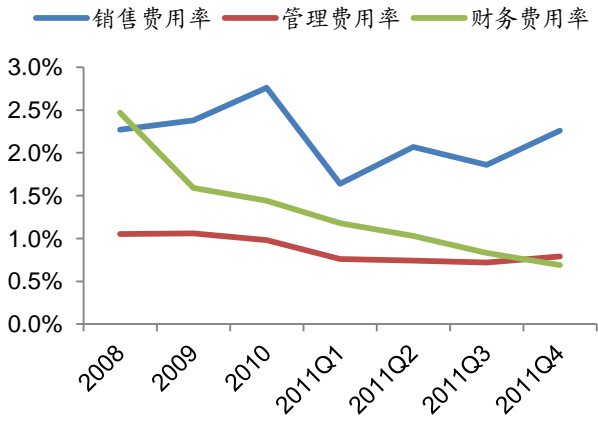
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 6、明牌珠宝存货和存货周转天数有所增加



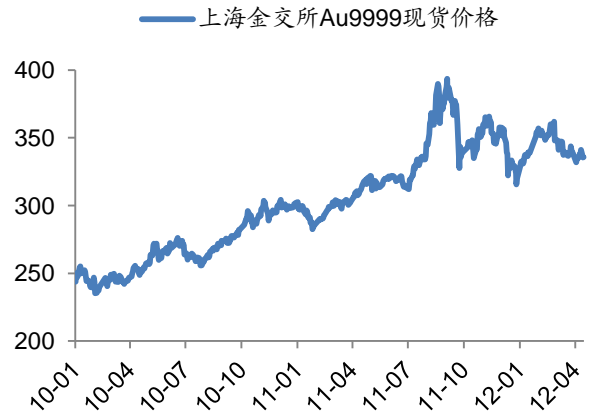
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 7、明牌珠宝费用率总体较为稳定



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 8、上海金交所黄金价格走势



资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 1、财务预测与估值

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	9%	10%	11%	EPS	1.04	1.18	1.42	1.62
毛利率	10%	10%	10%	10%	BVPS	11.65	12.57	13.68	14.94
期间费率	4%	4%	4%	4%	<b>估值</b>				
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	21.82	19.29	16.05	14.08
<b>成长能力</b>					P/B	1.96	1.81	1.67	1.53
收入增长率	46%	12%	12%	12%	P/S	0.93	0.83	0.75	0.67
利润增长率	16%	13%	20%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
总资产周转率	1.60	1.68	1.75	1.81	营业收入	5888	6570	7332	8182
应收账款周转率	17.20	17.20	17.20	17.20	营业成本	5290	5910	6576	7330
存货周转率	2.13	2.13	2.13	2.13	营业税金及附加	21	23	26	29
<b>偿债能力</b>					销售费用	133	149	166	185
资产负债率	24%	23%	22%	21%	管理费用	46	52	58	64
流动比	4.14	4.13	4.26	4.42	财务费用	41	34	37	40
速动比	1.30	1.00	0.84	0.68	其他费用/(-收入)	(22)	(20)	(10)	(10)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业利润	336	382	460	524
现金及现金等价物	714	421	229	39	营业外净收支	2	0	0	0
应收款项	342	382	426	476	利润总额	338	382	460	524
存货净额	2485	2787	3101	3456	所得税费用	87	99	119	136
其他流动资产	82	92	102	114	净利润	251	284	341	389
流动资产合计	3623	3681	3858	4085	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	31	128	245	341	归属于母公司净利润	251	284	341	389
在建工程	0	80	70	70	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
无形资产及其他	21	21	19	17	经营活动现金流	(826)	(78)	(30)	(20)
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	251	284	341	389
资产总计	3680	3916	4198	4518	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	502	502	502	502	折旧摊销	6	5	15	26
应付款项	49	55	61	68	公允价值变动	46	0	0	0
预收帐款	78	87	97	109	营运资金变动	(1129)	(366)	(385)	(435)
其他流动负债	246	246	246	246	投资活动现金流	(14)	(177)	(107)	(95)
流动负债合计	875	890	907	925	资本支出	2	(177)	(107)	(95)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	其他	(17)	0	0	0
长期负债合计	9	9	9	9	筹资活动现金流	547	(63)	(76)	(86)
负债合计	884	899	915	934	债务融资	(471)	0	0	0
股本	240	240	240	240	权益融资	1859	0	0	0
股东权益	2796	3017	3282	3584	其它	(840)	(63)	(76)	(86)
负债和股东权益总计	3680	3916	4198	4518	现金净增加额	(293)	(317)	(212)	(202)

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。