

短期行业阴霾, 长期仍看好公司的成长空间

——明牌珠宝(002574)调研简报

核心观点

1、宏观经济黯淡带动行业景气下降。从产品属性来看, 作为可选择消费品的黄金珠宝销售与宏观经济表现密切相关。2012年上半年宏观经济的最大特征是经济增速持续走低, 截止1季度GDP增速为8.1%, 连续五个季度增速下滑, 5月份的社会消费名义增速分别为14.5%和10.3%, 分别下降2.1和1.6个百分点, 增速创下一年以来的新低。限额以上金银珠宝5月份的累计销售增速为16%, 大幅下降15个百分点。公司2季度收入增速略有放缓(1季度增长29%), 乐观来看, 在公司积极进行渠道拓展的背景下, 全年收入仍能实现30%以上的增速。

2、金价下跌是毛利率下滑的直接原因。公司毛利率变动主要受两方面因素影响: 库存黄金的进货成本和即时的黄金销售价格波动。公司1季度毛利率为5.5%, 同比下滑4.5个百分点, 考虑到2季度期间金价再次出现大幅下跌(其中5月份单月下跌14.3%), 预计2季度的毛利率仍将延续同比下滑的态势。

3、产品结构方面仍以黄金为主力, 规模扩张是主题。从公司的产品结构来看, 黄金产品占比提升至80%, 而铂金产品占比由2009年26%下降至2011年的11%。这主要是由于一方面近几年铂金价格的下跌直接影响了铂金产品经销商的积极性; 另一方面国内消费者对黄金产品的消费包含很大程度保值和增值的心态, 而对铂金的认可程度有待提高。具备更大利润空间的镶嵌类饰品占比相对稳定(5%—7%), 未来伴随公司在江浙地区品牌知名度的逐步提升, 公司会逐步提高该类饰品在上述地区的销售占比。根据公司的经营计划, 2015年的销售额将达到200亿元, 年复合增长率达到40%以上。

4、经销仍是未来主要渠道的拓展方式。目前国内黄金产品市场相对分散, 品牌集中度不高, 总体上仍处于“跑马圈地”阶段, 规模的扩张对公司具有重要意义。公司采取以经销为主(经销占比在70%左右)的渠道拓展方式契合了公司对规模的追求。从区域来看, 未来江浙地区会更加侧重专营形式, 而对北方及中西省份以经销为主。

5、盈利预测和评级。我们预计公司2012—2013年的EPS分别为1.1元和1.52元, 对应估值分别为16倍和12倍, 给予“短期_推荐, 长期_A”评级。

6、风险提示。金价剧烈波动对业绩的冲击。

财务数据与估值

	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	4,029	5,888	7,773	10,415
同比增速	22.1%	46.1%	32.0%	34.0%
净利润(百万)	21,677	25,078	26,362	36,493
同比增速	45.6%	15.7%	5.1%	38.4%
EPS(元)	0.90	1.04	1.10	1.52
P/E	19	17	16	12

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24000.00
流通A股(万股)	7462.01
52周内股价区间(元)	17.61-33.39
总市值(亿元)	42.58
总资产(亿元)	36.80
每股净资产(元)	11.65
目标价	6个月
	12个月

相关报告

研究员: 赵宪栋

电话: 010-84183362

Email: zhaoxiandong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120013

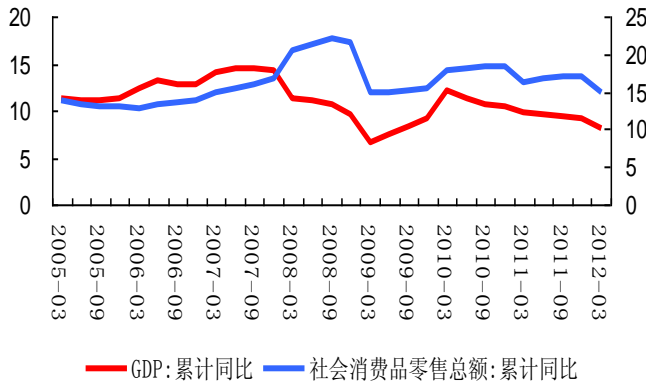
联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

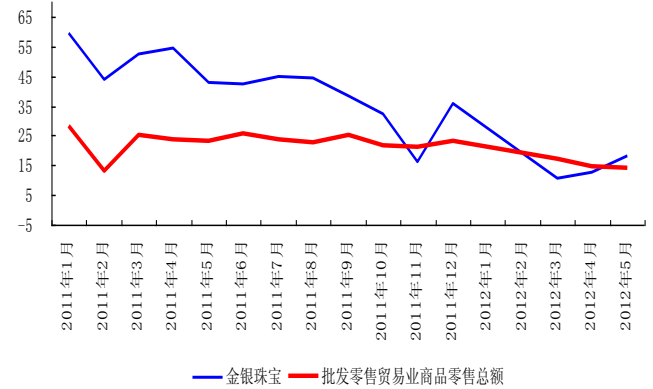
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图 1: GDP 与社会消费增速



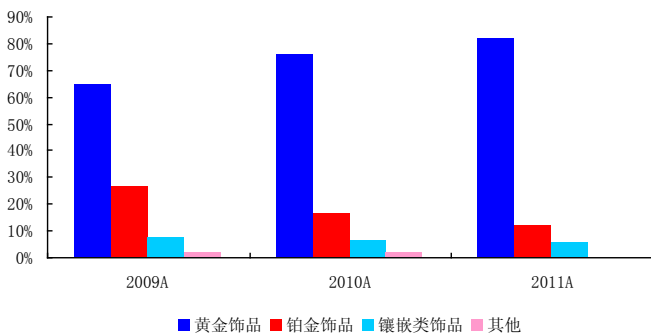
资料来源：统计局、国都证券研究所

图 2: 限额以上金银珠宝销售增速



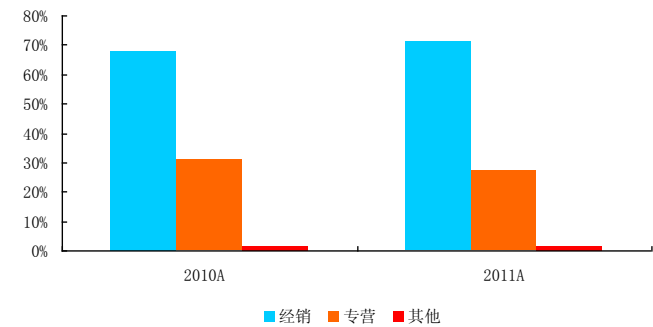
资料来源：统计局、国都证券研究所

图 3: 各类产品的收入占比



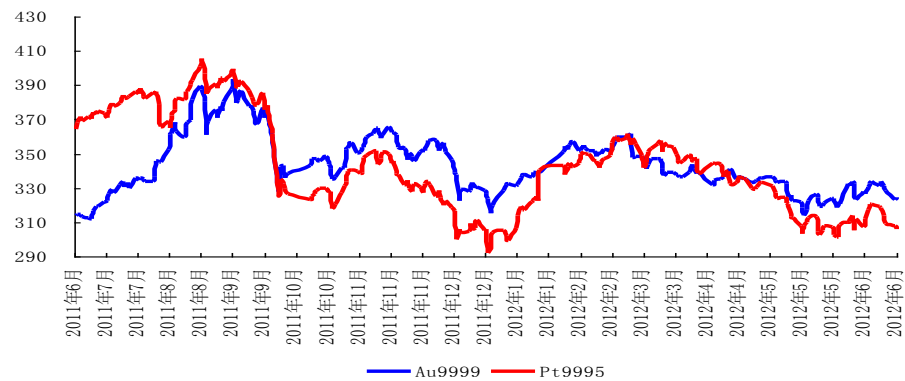
资料来源：统计局、国都证券研究所

图 4: 不同销售渠道的收入占比



资料来源：统计局、国都证券研究所

图 5: 黄金与铂金价格走势



数据来源：国都证券研究所

表 1: 盈利预测表

报告期间	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业收入	402,896	588,828	777,253	1,041,519
减: 营业成本	352,706	528,960	711,186	950,907
营业税金及附加	1,254	2,071	2,332	3,125
资产减值损失	144	1,886	0	0
销售费用	11,125	13,311	17,877	24,996
管理费用	3,965	4,637	5,829	7,916
财务费用	5,818	4,088	4,741	5,728
投资净收益	-4,715	-4,856	0	0
加: 公允价值变动净收益	1,030	4,590	0	0
二、营业利润	24,198	33,609	35,288	48,849
加: 营业外收入	5,407	813	0	0
减: 营业外支出	406	601	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	0	0	0	0
三、利润总额	29,199	33,822	35,290	48,852
减: 所得税费用	7,522	8,743	8,928	12,360
四、净利润	21,677	25,078	26,362	36,493
五、归属母公司所有者的净利润	21,677	25,078	26,362	36,493
少数股东权益	0	0	0	0
六、EPS(全面摊薄/元)	0.90	1.04	1.10	1.52

数据来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			