

# 量价齐升双重推动业绩反转



## 事件:

受 QE3 预期及金价上涨影响, 招金矿业股价从 8 月初到目前涨幅接近 30%。

## 投资要点

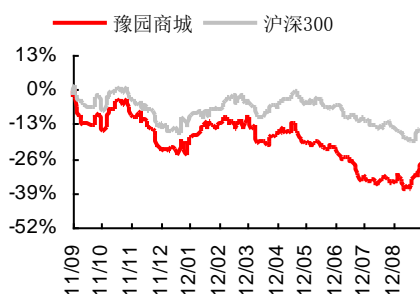
- **预计量价齐升双重推动业绩反转:** 伴随欧美量化宽松政策的延续, 以及传统中印实物黄金首饰需求旺季的到来, 预计金价有望从目前 1800 美金逼近去年历史高点 1923 美元/盎司, 甚至不排除再创历史新高可能。公司是受黄金价格影响弹性较大零售上市公司, 公司拥有黄金零售业务和参股招金矿业, 两块业务贡献接近 1:1, 其业绩受金价变动影响较大。我们测算金价变动 10%, 招金矿业净利润变动 30% 左右, 影响公司总净利润 15% 左右。
- **预计招金矿业下半年投资收益将大幅增加:** 上半年由于招金矿业惜售, 库存大幅增长 3.45 吨, 致使招金矿业投资收益仅为 1.3 亿元, 同比下降 31.6%。伴随 QE3 推出及金价上涨预期, 预计 2012 年招金矿业将实现净利润 19 亿左右, 预计贡献投资收益 4.97 亿元, 贡献 EPS 为 0.345 元。
- **预计下半年显著好于上半年, 净利润环比大幅提升 100%:** 上半年黄金业务实现收入 87.87 亿元, 同比增长 21.5%。由于批发业务占比加大及零售业务下滑 4.66%, 公司黄金业务毛利率整体下滑 2.55 个百分点, 另外公司租金业务公允价值下降 5400 万及招金投资收益下降 6000 万, 致使公司整体净利润下滑 37.54%。下半年伴随招金矿业库存消化及金价提升带来销量提升, 公司净利润将出现反转, 预计下半年公司实现 EPS0.4 元, 环比大幅提升 100%。
- **股价与基本面存在背离, 维持买入评级:** 公司拥有资金、资本及资源优势, 扣除招金矿业市值 85 亿元, 公司主业仅有 23 亿, 严重低估。考虑到上半年金价下跌, 销量受到影响, 我们下调公司 2012 年 EPS 预测从 0.73 至 0.60 元, 下调幅度为 17.8%。由于 2012 年基数的变化, 2013 年、2014 年 EPS 预测也相应下调至 0.72 元和 0.87 元。参考可比公司估值: 公司黄金销售具有规模、品牌优势, 如果金价上涨, 预计成长空间较大, 给予一定溢价为 25 倍, 招金矿业由于不是主营业务, 公司无经营权, 给予一定折价为 15 倍, 其他业务参照行业平均 25 倍, 对应目标价 12.00 元, 维持公司买入评级。

**风险提示:** 金价波动影响公允价值变动。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 09 月 17 日)	7.64 元
目标价格	12.00 元
52 周最高价/最低价	10.71/6.64 元
总股本/A 股 (万股)	143732/143732
A 股市值 (百万元)	10981
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2012 年 09 月 18 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	6.3	10.4	-8.3	-28.0
相对表现 (%)	9.2	12.8	3.8	-10.6
沪深 300 (%)	-2.9	-2.4	-12.1	-17.4



资料来源: WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	12,070	16,604	18,945	21,287	23,752
同比增长	46.2%	37.6%	14.1%	12.4%	11.6%
营业利润 (百万元)	855	992	994	1,194	1,433
同比增长	55.0%	16.0%	0.1%	20.2%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	673	855	860	1,034	1,243
同比增长	39.7%	27.1%	0.6%	20.2%	20.2%
每股收益 (元)	0.47	0.59	0.60	0.72	0.87
毛利率	14.2%	11.0%	10.3%	10.2%	10.2%
净利率	5.6%	5.1%	4.5%	4.9%	5.2%
净资产收益率	15.7%	17.7%	15.6%	16.0%	16.3%
市盈率 (倍)	15.2	12.0	11.9	9.9	8.2
市净率 (倍)	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

**证券分析师** 王佳  
021-63325888\*6074  
wangjia@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860510120020

**相关报告**  
财务投资浮亏不改公司盈利: ——裕臻实 2012-06-18  
业收购 LJI 股权点评  
非经常性损益影响业绩, 长期看好公司 2012-05-03  
豫园商城首次报告——价值低估, 金价上 2011-11-17  
涨显著受益零售股

**图 1：招金矿业股价走势**


资料来源：东方证券整理预测

由于上半年受金价下跌，黄金饰品销售增速尤其是金条销售较 2011 年出现明显下滑，另外由于和风楼和绿波廊装修，餐饮收入也出现下滑，共同导致我们下调公司收入预测，从 205 亿下调至 189.5 亿元，下调幅度为 7.79%。另外由于公司上半年批发业务增长较快以及金价下跌，导致公司毛利率出现一定下滑，我们下调公司毛利率预测从 10.6% 下调至 10.3%。收入下调及毛利率下调共同导致公司净利润下调，每股收益预测从 0.73 元下调至 0.6 元，下调幅度为 17.8%。由于基数的变化，我们也相应下调 2013 年和 2014 年的收入预测，下调至 212.87 亿元和 237.52 亿元，下调幅度为 7.42% 和 6.92%，由于公司短期内以扩张市场份额为战略的目标不变，毛利率较 2012 年有略微下滑，毛利率为 10.2% 和 10.2%，比之前预期分别下降 0.3 和 0.3 个百分点。以上原因也共同导致 2013 年和 2014 年业绩预测下调。

人民币百万元(标注除外)	调整前			调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
营业收入	20545	22994	25517	18945	21287	23752
变动幅度				-7.79%	-7.42%	-6.92%
营业利润	1218	1476	1769	990	1,191	1,434
变动幅度				-18.72%	-19.31%	-18.94%
归属母公司净利润	1043	1270	1525	857	1031	1245
变动幅度				-17.83%	-18.82%	-18.36%
每股收益(元)	0.730	0.880	1.060	0.600	0.720	0.870
变动幅度				-17.81%	-18.18%	-17.92%
毛利率(%)	10.60%	10.50%	10.50%	10.30%	10.20%	10.20%
变动幅度				-2.83%	-2.86%	-2.86%
净利率(%)	5.10%	5.50%	6.00%	4.50%	4.80%	5.20%
变动幅度				-11.76%	-12.73%	-13.33%

表 2: 行业平均估值

	11EPS(E)	12EPS(E)	13EPS(E)	2014EPS	2012P/E
老凤祥	0.87	1.2	1.52	1.92	17.93
名牌珠宝	1.044	0.976	1.3185	1.5037	18.95
潮宏基	0.8379	1.03	1.3822	1.806	21.85
平均					19.6
山东黄金	1.34	1.82	2.16	2.61	21.73
中金黄金	0.93	0.71	0.83	1.02	22.70
平均					22.2

资料来源: WIND, 东方证券研究所

关于公司估值:

黄金饰品业务: 我们认为基于中国黄金饰品行业集中度较低(行业 CR3 仅为 10%), 豫园旗下黄金业务老庙和亚一销售位于全国第三名, 上海第二名, 并且老庙和亚一从地域性品牌逐渐向跨区域的全国性品牌发展, 品牌规模、知名度及竞争力都具有较大优势, 并且公司渠道下沉速度也具有先发优势, 未来金价如果上涨, 预计公司黄金饰品销售将面临量价齐升的态势, 我们看好公司未来黄金饰品的发展前景, 公司估值较行业平均应享受一定溢价, 给予 2012 年黄金饰品估值 25 倍。

招金矿业投资收益: 由于公司参股招金矿业 26.18% 的股权, 角色主要是财务投资者, 对招金矿业经营没有话语权, 每年仅参与招金矿业分红, 我们认为公司不参与招金实质性经营, 对于招金投资收益这一块, 我们给予一定折价 30% 左右, 给予 15 倍。

其他业务包括医药、食品等业务, 参照行业平均, 给予 25 倍。

综合以上分部估值, 我们得出公司目标价为 12.00 元。

**表 3：按业务估值**

EPS	2012E	合理股价
合计	0.60	$6.25+4.5+1.25=12$ 元
黄金业务	0.25	$0.25*25=6.25$ 元
招金矿业收益	0.30	$0.30*15=4.5$ 元
其他业务	0.05	$0.05*25=1.25$ 元

资料来源：东方证券整理预测

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,511	1,513	3,582	3,530	3,884	营业收入	12,070	16,604	18,945	21,287	23,752
应收账款	124	225	326	301	327	营业成本	10,359	14,775	16,986	19,106	21,326
预付账款	451	547	992	962	996	营业税金及附加	159	169	167	183	190
存货	2,440	5,110	5,945	6,687	7,464	营业费用	372	433	440	479	482
其他	328	295	675	624	642	管理费用	515	511	530	575	594
<b>流动资产合计</b>	<b>5,853</b>	<b>7,690</b>	<b>11,520</b>	<b>12,105</b>	<b>13,314</b>	财务费用	170	218	251	278	285
长期股权投资	3,003	3,132	3,078	3,078	3,232	资产减值损失	2	44	1	1	4
固定资产	953	907	842	777	713	公允价值变动收益	12	98	(40)	12	12
在建工程	116	133	131	135	139	投资净收益	350	440	464	517	550
无形资产	74	72	66	60	54	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	274	324	184	184	184	<b>营业利润</b>	<b>855</b>	<b>992</b>	<b>994</b>	<b>1,194</b>	<b>1,433</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,420</b>	<b>4,569</b>	<b>4,301</b>	<b>4,234</b>	<b>4,321</b>	营业外收入	35	67	70	75	80
<b>资产总计</b>	<b>10,273</b>	<b>12,259</b>	<b>15,820</b>	<b>16,338</b>	<b>17,636</b>	营业外支出	5	13	9	3	2
短期借款	611	687	3,188	2,670	2,915	<b>利润总额</b>	<b>885</b>	<b>1,047</b>	<b>1,055</b>	<b>1,266</b>	<b>1,511</b>
应付账款	279	375	506	702	508	所得税	173	141	142	171	201
其他	2,542	3,508	3,885	3,629	3,566	<b>净利润</b>	<b>713</b>	<b>906</b>	<b>912</b>	<b>1,095</b>	<b>1,310</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,432</b>	<b>4,569</b>	<b>7,578</b>	<b>7,001</b>	<b>6,989</b>	少数股东损益	40	51	52	62	67
长期借款	1,025	991	991	991	991	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>673</b>	<b>855</b>	<b>860</b>	<b>1,034</b>	<b>1,243</b>
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益 (元)	0.47	0.59	0.60	0.72	0.87
其他	34	359	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,059</b>	<b>2,349</b>	<b>1,991</b>	<b>1,991</b>	<b>1,991</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,491</b>	<b>6,918</b>	<b>9,569</b>	<b>8,992</b>	<b>8,979</b>		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	212	250	302	364	431	<b>成长能力</b>					
股本	1,437	1,437	1,437	1,437	1,437	营业收入	46.2%	37.6%	14.1%	12.4%	11.6%
资本公积	946	682	682	682	682	营业利润	55.0%	16.0%	0.1%	20.2%	20.0%
留存收益	2,186	2,969	3,829	4,863	6,106	归属于母公司净利润	39.7%	27.1%	0.6%	20.2%	20.2%
其他	(0)	2	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,782</b>	<b>5,340</b>	<b>6,251</b>	<b>7,347</b>	<b>8,656</b>	毛利率	14.2%	11.0%	10.3%	10.2%	10.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,273</b>	<b>12,259</b>	<b>15,820</b>	<b>16,338</b>	<b>17,636</b>	净利率	5.6%	5.1%	4.5%	4.9%	5.2%
						ROE	15.7%	17.7%	15.6%	16.0%	16.3%
						ROIC	11.3%	12.8%	10.6%	10.6%	11.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债率	53.5%	56.4%	60.5%	55.0%	50.9%
净利润	713	906	912	1,095	1,310	净负债率	11.4%	31.5%	30.0%	19.6%	16.2%
折旧摊销	3	30	81	72	72	流动比率	1.71	1.68	1.52	1.73	1.91
财务费用	170	218	251	278	285	速动比率	0.99	0.56	0.73	0.77	0.83
投资损失	(350)	(440)	(464)	(517)	(550)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(406)	(2,655)	(1,029)	(256)	(1,347)	应收账款周转率	95.8	95.2	68.8	67.9	75.6
其它	426	853	(165)	(11)	(8)	存货周转率	4.8	3.9	3.1	3.0	3.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>555</b>	<b>(1,088)</b>	<b>(415)</b>	<b>663</b>	<b>(237)</b>	总资产周转率	1.3	1.5	1.3	1.3	1.4
资本支出	(72)	15	(5)	(4)	(5)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	124	(168)	40	0	(157)	每股收益	0.47	0.59	0.60	0.72	0.87
其他	224	91	441	52	722	每股经营现金流	0.39	-0.76	-0.29	0.46	-0.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>276</b>	<b>(63)</b>	<b>476</b>	<b>48</b>	<b>561</b>	每股净资产	3.18	3.54	4.14	4.86	5.72
债权融资	885	68	(243)	34	71	<b>估值比率</b>					
股权融资	372	(264)	0	0	0	市盈率	15.2	12.0	11.9	9.9	8.2
其他	(1,022)	351	2,250	(796)	(41)	市净率	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>235</b>	<b>155</b>	<b>2,007</b>	<b>(762)</b>	<b>30</b>	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
汇率变动影响	(1)	(1)	0	0	0	EV/EBIT	-	-	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	<b>1,065</b>	<b>(997)</b>	<b>2,068</b>	<b>(51)</b>	<b>354</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

---

## 东方证券研究所

**地址：** 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：** 王骏飞

**电话：** 021-63325888\*1131

**传真：** 021-63326786

**网址：** www.dfzq.com.cn

**Email：** wangjunfei@orientsec.com.cn