

2013年03月25日

明牌珠宝 (002574.SZ)

业绩符合预期，一季度仍然面临压力

■ **业绩符合预期：**2012年公司实现销售收入66.56亿元，同比增长13.0%；归属于上市公司股东的净利润7381万，同比下降70.6%；每股收益0.31元，符合我们的预期（0.30元）。

■ **行业景气仍处低位：**2012年限额以上金银珠宝类零售额同比增长16.0%，较2010-2011年显著回落；2013年1-2月同比增长14.3%，行业景气度仍未出现好转。春节黄金周期间金银珠宝销售额同比增长38.1%，我们认为主要是情人节单日销售为黄金周数据带来较大影响。我们目前仍然维持珠宝首饰行业处于景气低位的判断。

■ **盈利骤降，一季度仍然面临压力：**2012年公司黄金饰品毛利率3.93%，较上年同期骤降3.86个百分点，严重拖累整体业绩。对冲业务未能有效抵御金价波动的风险，尤其是在订货会期间，价格的不利变化严重削弱了黄金饰品的盈利能力。由于2013年以来金价表现低迷，我们判断公司一季度业绩仍然面临较大压力

■ **盈利预测和投资建议：**我们预计公司2013-2015年收入增速为22.4%、22.8%和18.6%；净利润增速为119.4%、23.6%和22.8%；每股收益分别为0.67元（下调0.05元），0.83元（下调0.01元）和1.02元；维持“中性-A”评级。

■ **风险提示：**1) 经济复苏乏力，珠宝首饰消费低迷；2) 国际金价波动，给公司盈利带来较大扰动。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,888.3	6,656.0	8,144.3	10,000.4	11,860.3
净利润	250.8	73.8	162.0	200.2	245.9
每股收益(元)	1.04	0.31	0.67	0.83	1.02
每股净资产(元)	11.65	11.71	12.38	13.22	14.24
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	14.9	50.6	23.1	18.7	15.2
市净率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
净利润率	4.3%	1.1%	2.0%	2.0%	2.1%
净资产收益率	9.0%	2.6%	5.4%	6.3%	7.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	20.3%	5.1%	8.2%	6.5%	6.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

连锁

投资评级 **中性-A**

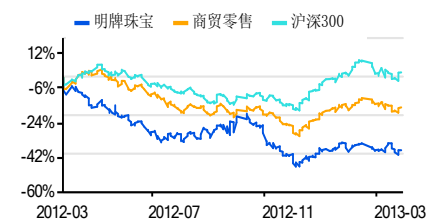
维持评级

6个月目标价 **16.60元**
股价(2013-03-22) **15.56元**

交易数据

总市值(百万元)	3,734.40
流通市值(百万元)	1,153.13
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	74.11
12个月价格区间	13.15/25.00元
十大股东(%)	72.38%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.26	-5.24	-38.60
绝对收益	2.10	5.14	-37.26

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-66581658

报告联系人

张妮

010-66581574

zhangni@essence.com.cn

相关报告

明牌珠宝：三季度销售， 2012-10-29

海水与火焰：明牌珠宝三

季报点评

明牌珠宝：高价存货导致 2012-08-16

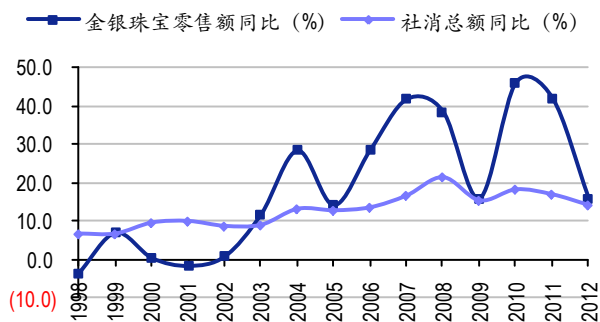
盈利骤降：明牌珠宝中报
点评

1. 行业景气仍处低位

2012 年限额以上金银珠宝类零售额同比增长 16.0%，较 2010-2011 年显著回落；2013 年 1-2 月同比增长 14.3%，行业景气度仍未出现好转。珠宝首饰消费增速放缓，一方面与社会消费品零售额总体放缓有关，另一方面也受到黄金价格走势低迷的影响。国际金价自 2009 年开始的一轮单边上涨行情结束，2012 年总体维持震荡格局，2013 年初金价回落态势再度为珠宝首饰行业带来压力。

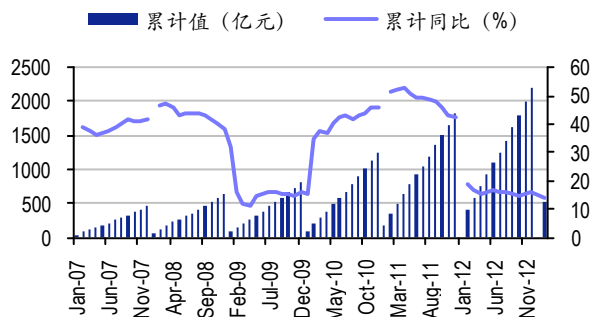
虽然全国重点监测零售企业数据显示，今年春节黄金周期间，金银珠宝销售额同比增长 38.1%，我们认为主要是因为情人节恰逢正月初五，情人节单日销售为黄金周数据带来较大影响。我们目前仍然维持珠宝首饰行业处于景气低位的判断。

图 1：珠宝首饰行业年度增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 2：珠宝首饰行业月度增速



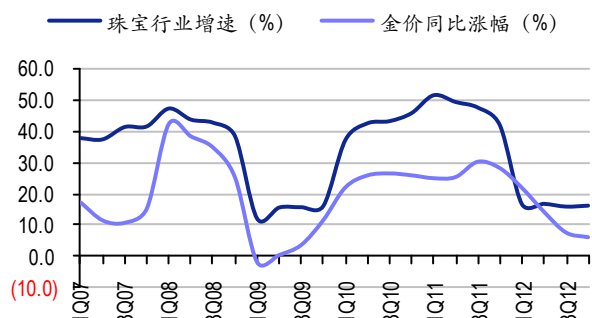
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 3：国际金价走势



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：珠宝首饰行业增速与金价相关性



数据来源：Wind，国家统计局，安信证券研究中心

2. 公司业绩大幅下滑

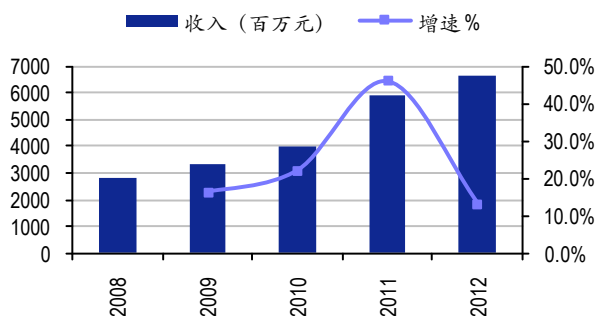
伴随行业景气回落，公司收入增速明显放缓。2012 年公司实现销售收入 66.56 亿元，同

比增长仅为 13.0%。其中黄金饰品增速 20.0%，比行业略强；铂金饰品增速-24.6%，延续萎缩态势；镶嵌饰品增速-8.7%，销售规模下滑。

盈利方面，黄金饰品毛利率 3.93%，较上年同期骤降 3.86 个百分点，形成对业绩的严重拖累；铂金饰品毛利率 6.76%，较上年同期下降 2.5 个百分点；镶嵌饰品毛利率 35.05%，较上年同期基本持平。2012 年公司的黄金对冲业务未能有效抵御金价波动的风险，尤其是在订货会期间，价格的不利变化严重削弱了黄金饰品的盈利能力。报告期内，公司实现归属于上市公司股东的净利润 7381 万，同比下降 70.6%；每股收益 0.31 元，符合我们的预期。

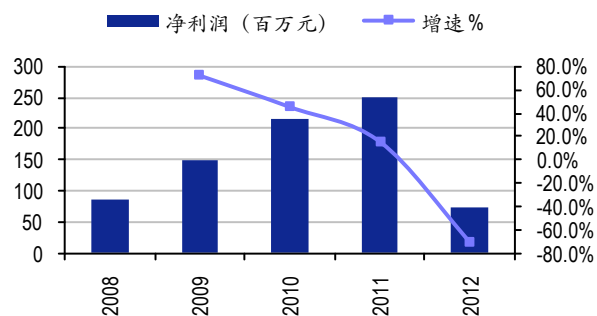
从单季度情况来看，2012 年第三、第四季度毛利率和净利率有所回升，收入和利润增速也于三季度触底，四季度出现一定程度好转。由于 2013 年以来金价表现低迷，我们判断公司一季度业绩仍然面对较大压力。

图 5：公司收入增速



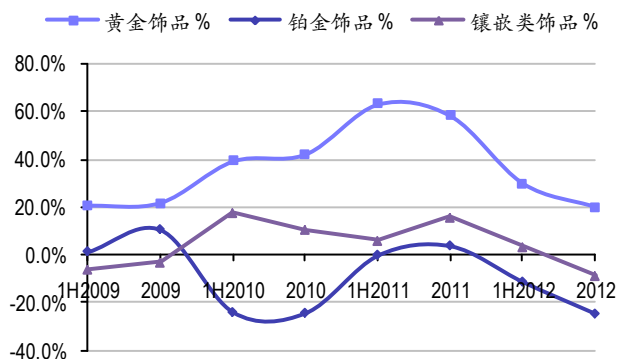
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司净利润增速



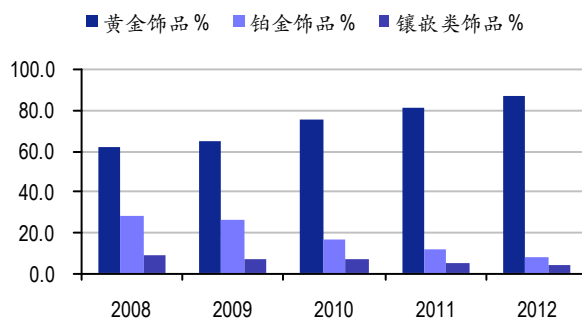
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：各产品收入增速



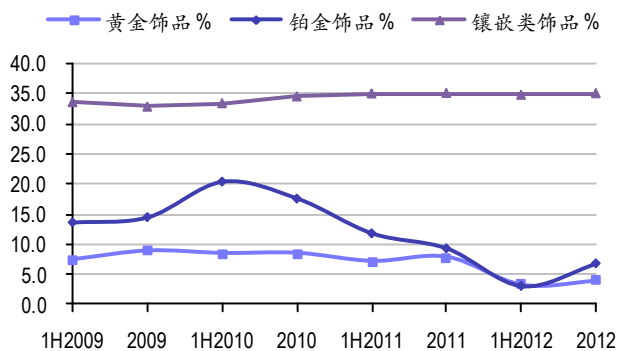
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：各产品收入占比



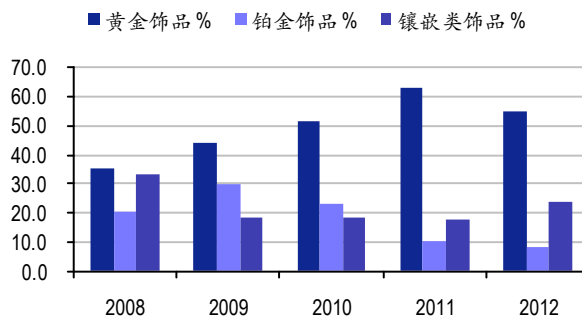
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9: 各产品毛利率比较



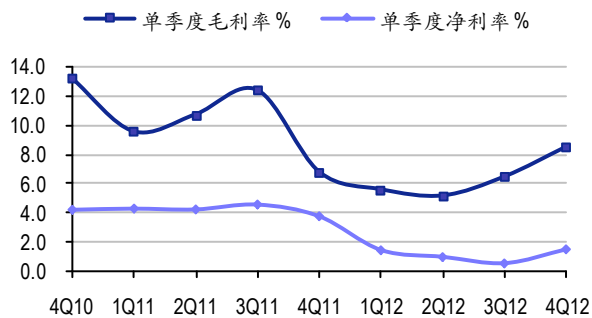
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 10: 各产品利润占比



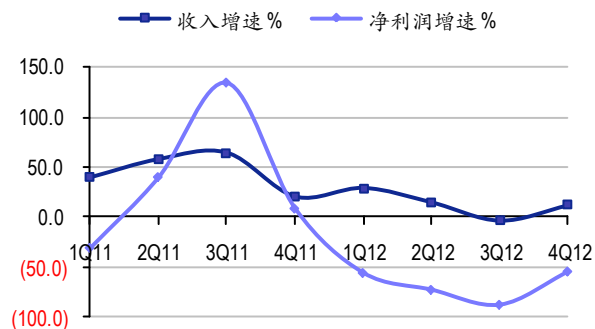
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 11: 单季度利润率



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 单季度收入和利润增速



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2013-2015 年收入增速为 22.4%, 22.8% 和 18.6%; 净利润增速为 119.4%, 23.6% 和 22.8%; 每股收益分别为 0.67 元, 0.83 元和 1.02 元; 维持“中性-A”评级。

4. 风险因素

- 1) 经济复苏乏力, 珠宝首饰消费低迷;
- 2) 国际金价波动, 给公司盈利带来较大扰动。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,888.3	6,656.0	8,144.3	10,000.4	11,860.3	成长性					
减:营业成本	5,289.6	6,243.7	7,588.2	9,330.7	11,072.1	营业收入增长率	46.1%	13.0%	22.4%	22.8%	18.6%
营业税费	20.7	24.6	28.5	35.0	41.5	营业利润增长率	38.9%	-69.4%	107.9%	23.8%	23.0%
销售费用	133.1	152.9	179.2	220.0	260.9	净利润增长率	15.7%	-70.6%	119.4%	23.6%	22.8%
管理费用	46.4	49.4	58.6	72.0	85.4	EBITDA 增长率	25.0%	-56.2%	75.6%	18.7%	16.5%
财务费用	40.9	58.4	72.3	72.8	68.6	EBIT 增长率	25.6%	-57.2%	77.5%	18.0%	16.8%
资产减值损失	18.9	6.0	3.5	5.0	6.0	NOPLAT 增长率	6.1%	-54.7%	63.5%	17.9%	16.7%
加:公允价值变动收益	45.9	-25.9	-	-	-	投资资本增长率	80.0%	1.9%	49.5%	26.8%	16.0%
投资和汇兑收益	-48.6	7.8	-	-	-	净资产增长率	307.3%	0.5%	5.8%	6.7%	7.8%
营业利润	336.1	102.9	213.9	265.0	325.8	利润率					
加:营业外净收支	2.1	0.9	2.0	2.0	2.0	毛利率	10.2%	6.2%	6.8%	6.7%	6.6%
利润总额	338.2	103.8	215.9	267.0	327.8	营业利润率	5.7%	1.5%	2.6%	2.6%	2.7%
减:所得税	87.4	30.0	54.0	66.7	82.0	净利润率	4.3%	1.1%	2.0%	2.0%	2.1%
净利润	250.8	73.8	162.0	200.2	245.9	EBITDA/营业收入	6.5%	2.5%	3.6%	3.5%	3.4%
						EBIT/营业收入	6.4%	2.4%	3.5%	3.4%	3.3%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	2	2	2	3	4
货币资金	713.9	1,164.6	407.2	500.0	593.0	流动营业资本周转天数	120	135	137	153	156
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	173	210	188	176	178
应收帐款	342.3	632.0	613.6	761.5	974.3	应收帐款周转天数	19	26	27	25	26
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	122	129	121	128	127
预付帐款	80.2	46.2	70.7	98.0	100.6	总资产周转天数	177	216	196	184	185
存货	2,484.6	2,262.5	3,190.3	3,903.3	4,433.0	投资资本周转天数	123	141	145	161	164
其他流动资产	1.9	49.5	80.7	132.6	201.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.0%	2.6%	5.4%	6.3%	7.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	1.7%	3.6%	3.6%	3.8%
长期股权投资	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4	ROIC	20.3%	5.1%	8.2%	6.5%	6.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	31.0	31.3	67.2	119.4	130.3	销售费用率	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
在建工程	-	69.2	69.2	69.2	69.2	管理费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
无形资产	21.1	57.5	53.6	50.1	46.7	财务费用率	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%
其他非流动资产	4.2	2.4	3.5	3.4	3.1	三费/营业收入	3.7%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%
资产总额	3,680.5	4,316.4	4,557.7	5,638.8	6,553.0	偿债能力					
短期债务	502.0	-	964.7	1,819.0	2,372.4	资产负债率	24.0%	34.9%	34.8%	43.7%	47.8%
应付帐款	60.5	57.5	134.5	119.3	146.6	负债权益比	31.6%	53.6%	53.4%	77.8%	91.7%
应付票据	-	-	20.6	8.4	13.3	流动比率	4.14	8.04	2.75	2.19	2.01
其他流动负债	310.2	399.8	369.7	363.0	364.2	速动比率	1.29	3.66	0.74	0.60	0.60
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	9.22	2.76	3.96	4.64	5.75
其他非流动负债	8.8	989.6	-	-	-	分红指标					
负债总额	884.2	1,506.4	1,585.7	2,466.6	3,134.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,556.2	2,570.1	2,732.0	2,932.2	3,178.1						
股东权益	2,796.2	2,810.0	2,972.0	3,172.2	3,418.1						

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
净利润	250.8	73.8	162.0	200.2	245.9	EPS(元)	1.04	0.31	0.67	0.83	1.02
加:折旧和摊销	5.7	6.2	7.8	11.4	12.4	BVPS(元)	11.65	11.71	12.38	13.22	14.24
资产减值准备	18.9	6.0	3.5	5.0	6.0	PE(X)	14.9	50.6	23.1	18.7	15.2
公允价值变动损失	-45.9	25.9	-	-	-	PB(X)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
财务费用	55.1	80.2	72.3	72.8	68.6	P/FCF	-2.7	7.3	-3.2	-4,639.04	159.92
投资损失	48.6	-7.8	-	-	-	P/S	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.0	21.0	16.0	15.9	15.0
营运资金的变动	-1,161.9	-83.6	-864.3	-913.2	-698.7	CAGR(%)	-7.2%	49.3%	20.1%	18.4%	14.2%
经营活动产生现金流量	-826.2	91.4	-618.7	-623.8	-365.8	PEG	-2.1	1.0	1.1	1.0	1.1
投资活动产生现金流量	-14.2	-86.9	-40.3	-59.8	-20.0	ROIC/WACC	2.3	0.6	0.9	0.7	0.7
融资活动产生现金流量	1,332.2	404.0	-95.1	781.4	484.8	REP	0.9	2.3	1.3	1.5	1.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明

示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

