



## 营收稳步增长, 费用率持续低水平

买入 维持

## 报告摘要:

- **半年报摘要。**公司于8月26日晚间发布2013年半年度报告。报告期内, 公司实现营业总收入181.75亿元, 较上年同期增长35.10%; 营业利润6.65亿元, 利润总额6.80亿元, 归属上市公司股东的净利润3.91亿元, 较上年同期分别增长21.38%、21.13%、24.81%。基本每股收益0.7479元, 同比增长4.01%。
- **营业收入增速回升, 综合毛利率下滑0.47个百分点。**第二季度公司业绩出现反弹, 实现上半年营业收入增速回升, 达到35.10%。13年上半年, 公司的综合毛利率为7.33%, 同比下滑0.47%。毛利率下滑一方面是由于黄金饰品等低毛利率品类收入占比提升, 另一方面是由于自今年年初以来国际金价波动加剧, 库存管理受到负面影响。
- **期间费用率下降0.23%, 继续保持行业领先水平。**2013年上半年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.64%、0.80%、0.52%, 分别比上年同期变动0.05, -0.15, -0.13个百分点。期间费用率2.96%, 比12年同期下降0.23个百分点。公司以批发业务为主, 期间费用率一直处于较低水平, 反应良好费用控制能力。
- **价格垄断处罚低于预期, 长期看好公司发展。**8月12日, 公司下属孙公司上海老凤祥银楼被处以罚款323.3万元, 原因是其违反了《反垄断法》等相关法律法规规定, 但由于银楼配合调查、积极整改, 故从轻处罚。我们认为, 罚款金额仅占12年销售额的1%, 且废除垄断价格后公司的品牌形象有所提升, 该事件对公司业绩不会有太大影响。目前珠宝首饰行业的市场份额正在向龙头企业集中, 公司在品牌和渠道方面依然拥有明显的优势, 我们看好公司的长期投资机会。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计公司13-15年EPS为1.54、1.75、2.36元, 维持公司“买入”评级。

## 消费服务研究组

## 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

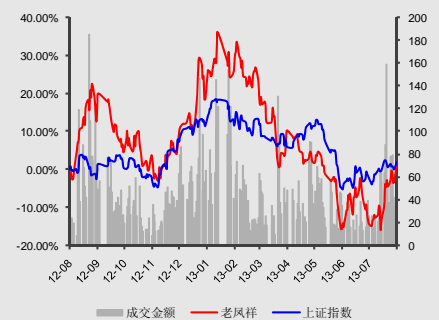
## 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

## 市场表现



## 相关研究

黄金股再次进入长期投资价值区间

2012-10-25

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	21,126.40	25,553.40	35700	42147	50699
增长率(%)	47.62	20.95	39.7	18.06	20.29
归母净利润(百万)	522.94	611.31	805.6	915.46	1234.56
增长率(%)	78.97	16.90	31.75	13.6	34.86
每股收益	1.1996	1.1686	1.54	1.75	2.36
市盈率	16.26	16.70	12.67	11.15	8.27

## 一、公司 2013 年上半年基本业绩指标

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012Q1	2013Q1	13Q1-12Q1	2012Q2	2013Q2	13Q2-12Q2
营业收入	7,196.31	9,090.21	1,893.90	6,256.61	9,084.87	2,828.26
营业收入增速 YOY	10.94%	26.32%	15.38%	20.53%	45.20%	24.68%
营业成本	6,665.87	8,404.74	1,738.87	5,738.39	8,438.26	2,699.87
综合毛利率	7.37%	7.54%	0.17%	8.28%	7.12%	-1.17%
综合毛利率变动幅度	0.09%	0.17%	0.08%	-1.27%	-1.17%	0.10%
营业税金及附加	43.64	51.22	7.58	40.36	76.96	36.59
销售费用	104.75	157.05	52.30	108.66	140.44	31.78
销售费用增速	13.15%	49.93%	36.78%	0.43%	29.25%	28.81%
管理费用	58.54	69.26	10.72	69.09	76.44	7.35
管理费用增速	-0.79%	18.31%	19.10%	-9.57%	10.65%	20.21%
财务费用	43.39	55.50	12.11	44.65	39.50	-5.14
期间费用率	2.87%	3.10%	0.23%	3.55%	2.82%	-0.73%
销售费用率	1.46%	1.73%	0.27%	1.74%	1.55%	-0.19%
管理费用率	0.81%	0.76%	-0.05%	1.10%	0.84%	-0.26%
财务费用率	0.60%	0.61%	0.01%	0.71%	0.43%	-0.28%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.24	-0.24
公允价值变动净收益	8.31	7.68	-0.64	7.75	-8.66	-16.42
投资净收益	-2.61	0.06	2.67	-0.89	0.35	1.24
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	285.82	360.17	74.35	262.33	305.19	42.86
加: 营业外收入	6.05	6.65	0.60	7.22	9.89	2.66
减: 营业外支出	0.34	0.77	0.43	0.10	1.61	1.51
其中: 非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.12	0.55	0.43
利润总额	291.53	366.05	74.52	269.46	313.47	44.01
减: 所得税	72.65	89.78	17.14	79.19	76.15	-3.04
净利润	218.88	276.26	57.38	190.27	237.32	47.05
减: 少数股东损益	50.65	63.35	12.70	45.03	58.99	13.96
归属于母公司所有者的净利润	168.24	212.91	44.68	145.24	178.33	33.09
归母净利润增速	18.98%	26.56%	7.57%	3.35%	22.78%	19.43%
销售净利率(右)	2.34%	2.34%	0.00%	2.32%	1.96%	-0.36%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**表 2: 主营业务构成情况**

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	毛利率比上年 同期增减(%)
(1)笔类	203,753,785.44	143,252,399.55	29.69	3.11	-2.11	3.75
(2)物业管理	134,711.00	48,000.00	64.37	8.36	18.81	-3.13
(3)铅笔机械	1,555,490.98	1,362,153.14	12.43	66.67	150.19	-29.23
(4)化工原料	12,086,743.74	8,031,714.76	33.55	23.84	20.34	1.93
(5)珠宝首饰	14,234,584,905.40	13,100,411,949.92	7.97	36.61	37.63	-0.68
(6)黄金交易	896,394,592.63	925,636,295.77	-3.26	8.21	12.01	-3.51
(7)工艺品销售	159,241,457.92	137,199,128.85	13.84	-13.73	-15.32	1.63
(8)拍卖佣金	3,020,114.00	0.00	100.00	2.38	0.00	0.00
(9)商贸	29,933,776.86	20,165,533.81	32.63	-17.57	-25.07	6.74
合计	15,540,705,577.97	14,336,107,175.80	7.75	33.05	34.14	-0.75

资料来源:公司公告,宏源证券

**表 3: 销售费用中物料消耗增长最大**

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
销售折让	204,130.23	436,676.09	-53.25%
差旅费	2,780,463.96	3,891,165.05	-28.54%
工资及福利费	105,596,472.64	46,095,968.30	129.08%
折旧费	1,801,781.21	1,847,894.19	-2.50%
办公费	11,376,547.56	6,823,316.42	66.73%
交际应酬费	2,968,149.00	2,266,550.25	30.95%
租赁费	30,372,791.65	27,546,461.32	10.26%
运输费	3,328,620.41	3,370,503.84	-1.24%
广告费	42,639,924.09	33,833,810.33	26.03%
水电费	3,849,512.61	3,464,635.61	11.11%
包装物	5,203,464.68	3,638,501.93	43.01%
装修费	7,774,871.82	6,940,408.41	12.02%
检测费	475,776.09	1,797,038.69	-73.52%
管理费	4,560,225.01	1,736,180.54	162.66%
销售服务费	162,245.30	447,533.37	-63.75%
会务费	1,907,858.00	2,272,506.34	-16.05%
促销费	5,325,426.83	4,476,284.65	18.97%
修理费	1,648,585.81	1,137,393.67	44.94%
社会保险费	722,157.40	202,108.40	257.31%
保安报警费	4,296,345.13	3,609,089.54	19.04%
税金	1,150,953.20	844,057.71	36.36%
提纯工费	735,961.80	919,817.74	-19.99%
劳务费	34,204,617.27	25,637,172.27	33.42%
回样费	888,949.63	0	—
出口费用	3,093,515.01	5,156,128.50	-40.00%

打假专项费用	66,739.10	47,769.95	39.71%
展览费	1,688,228.03	1,211,807.82	39.31%
<b>物料消耗</b>	<b>910,595.82</b>	<b>73,899.04</b>	<b>1132.22%</b>
销售佣金	2,206,487.14	1,638,810.81	34.64%
商检费	2,863,783.36	1,086,848.97	163.49%
印刷费	212,800.00	282,008.55	-24.54%
门市费用	324	17,649.00	-98.16%
中介费	488,115.00	232,331.90	110.09%
保险费	14,759.35	52,145.19	-71.70%
交易手续费	312,827.67	0	—
其他	11,664,178.77	20,381,493.48	-42.77%
合计	297,498,184.58	213,415,967.87	39.40%

资料来源：公司公告，宏源证券

**表 2：管理费用中环保检测费增速最快**

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
管理部门工资	26,174,424.68	23,761,507.80	10.15%
职工福利基金	3,884,582.36	4,141,199.21	-6.20%
折旧费	8,558,176.88	6,831,066.14	25.28%
修理费	1,775,520.45	1,193,046.06	48.82%
物料消耗	1,368,942.01	944,735.73	44.90%
低值易耗品	245,125.36	646,159.43	-62.06%
办公费用	4,421,289.92	4,468,373.27	-1.05%
差旅会务费	5,351,955.14	4,247,221.22	26.01%
运输费	2,063,250.04	2,198,694.92	-6.16%
劳动保护费	1,133,661.01	2,687,265.32	-57.81%
上下班交通费	1,982,217.82	1,210,109.34	63.80%
质量认证费用	53,075.47	36,567.74	45.14%
检验检疫费	62,689.66	167,054.73	-62.47%
职工教育经费	127,912.49	319,167.36	-59.92%
工会经费	1,039,336.61	805,079.97	29.10%
失业保险费	888,895.36	1,166,695.23	-23.81%
劳动保险费	1,208,480.37	2,218,508.22	-45.53%
养老统筹基金	19,738,855.33	13,565,536.57	45.51%
工伤保险	368,204.33	236,111.65	55.95%
住房公积金	3,866,044.00	3,097,403.27	24.82%
生育保险	479,535.75	360,938.40	32.86%
咨询中介费	1,956,558.44	2,402,205.38	-18.55%
诉讼律师费	306,103.77	804,920.74	-61.97%
业务招待费	2,640,899.47	2,442,658.42	8.12%
房产税	2,038,877.27	2,074,914.04	-1.74%
车船使用税	6,821.00	9,327.00	-26.87%
土地使用税	652,813.78	531,844.20	22.75%

印花税	673,158.37	535,160.29	25.79%
河道城建税	1,505,921.38	945,856.13	59.21%
土地使用费	460,739.24	460,739.24	0.00%
无形资产摊销	1,810,635.07	1,693,673.35	6.91%
递延资产摊销	2,145,407.40	1,298,824.21	65.18%
研究开发费	9,769,972.88	9,086,658.61	7.52%
商标专利费	62,132.27	162,420.00	-61.75%
出国人员经费	26,787.00	385,868.00	-93.06%
保险费	1,683,936.30	1,281,930.41	31.36%
排污排水费	80,828.76	69,486.52	16.32%
清洁卫生费	250,243.00	323,044.00	-22.54%
水电费	3,485,544.85	1,494,256.14	133.26%
董事会费	73,633.00	60,450.00	21.81%
上市公司费用	25,000.00	23,690.00	5.53%
租赁仓储费	6,180,172.29	5,678,474.09	8.84%
警卫保安费	1,195,979.17	870,409.77	37.40%
治安承包费	78,446.00	57,470.00	36.50%
绿化消防费	235,604.65	124,182.92	89.72%
养路费	0	-9,600.00	-100.00%
环保监测费	25,517.00	4,774.00	434.50%
审计费	1,027,966.40	1,037,280.69	-0.90%
上缴管理费	0	400,000.00	-100.00%
临时工工资	753,432.50	200,273.30	276.20%
聘退工资	7,068,357.42	5,760,935.62	22.69%
外来劳动力费用	3,490,013.38	2,318,256.10	50.54%
交易手续费	0	222,680.05	-100.00%
广告材料费	114,350.00	133,420.83	-14.29%
技术服务费	620,595.81	0	—
装修费	1,068,699.03	0	—
其他	9,397,497.01	10,443,630.37	-10.02%
合计	145,704,818.95	127,632,556.00	14.16%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 财务费用情况

项目	2013 年上半年	2012 年上半年
利息支出	90,844,394.17	86,919,651.88
减: 利息收入	11,779,708.71	6,690,601.86
加: 汇兑净损失/(净收益)	641,942.34	225,726.92
手续费及其他	15,299,509.17	7,580,398.20
合计	95,006,136.97	88,035,175.14

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**作者简介:**

**陈炫如:** 商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5年证券行业从业经验，2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

**姜天骄:** 商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

主要覆盖公司：永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A、新华都、欧亚集团

**机构销售团队**

		姓名	电话1	电话2	邮箱
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。