

2014年1月11日

金一文化 (002721.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

## A股主营贵金属工艺品第一股

■A股主营贵金属工艺品第一股。公司主营业务为贵金属工艺品的研发设计、外包生产和销售。随着经济的高速发展及居民消费升级，我国文化创意产业正处快速发展时期，贵金属工艺品行业作为分支行业之一也处于行业成长期，产品主要以金、银等贵金属为材质，作为一种高端消费品，体现消费、投资、收藏和馈赠的功能。

■公司竞争优势主要体现在：研发设计优势，营销渠道及客户资源优势，及领先的经营能力。

■公司主营业务特点：1) 六大产品分类中，纯金制品、纯银制品及投资金条占到收入的90%以上；2) 由于行业与区域经济发展水平相关，公司优势区域主要分布在东部沿海；3) 致力于打造包括银行、邮政、零售、电视购物、网络购物、金店及经销商等多元化的营销体系。

■募投资金主要运用于拓展营销渠道和提高研发能力。营销渠道建设有利于推进公司市占率的提高；研发中心的建设有利于提升公司核心竞争力。

■盈利预测及估值：预计2013-2015年净利润增速分别为36.9%、1.4%和16.4%。按照发行4,735万股来计算，全面摊薄的EPS分别为0.75元、0.57元和0.67元。我们认为给予公司2014年PE为18-22倍相对合理，建议询价区间为10.30元-12.59元，定价区间为11.33元-13.85元。

■风险提示：对银行和邮政渠道的依赖性风险；抑制“三公消费”对公司销售产生影响；黄金价格走弱预期降低黄金消费的风险。

询价区间： 10.30—12.59 元  
定价区间： 11.33—13.85 元

### 发行数据

总股本(万股)	14,200
发行数量(万股)	4,735
网下发行(万股)	3,800
网上发行(万股)	935
保荐机构	
发行日期	2014/1/16
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

北京碧空龙翔文化传播有限公司	40.85%
钟葱	23.94%
赵智杰	4.64%
陈昱	3.17%
隋启海	2.99%
孙戈	2.82%
周燕华	2.78%
无锡红土创业投资有限公司	2.68%
深圳市创新投资集团有限公司	2.68%
东莞市美钻廊珠宝有限公司	2.37%

	%	1M	3M	12M
相对收益				
绝对收益				

魏立

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513010001  
weili@essence.com.cn  
021-68765206

报告联系人

王园园

021-68765661  
wangyuan7@essence.com.cn

### 相关报告

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,554.3	2,930.7	3,284.9	3,970.6	4,619.6
净利润	70.9	78.1	106.9	108.4	126.1
每股收益(元)	0.50	0.55	0.75	0.57	0.67
每股净资产(元)	2.96	3.52	4.27	6.53	7.19

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	11.8%	13.7%	11.8%	12.0%	12.1%
净利润率	2.8%	2.7%	3.3%	2.7%	2.7%
净资产收益率	16.9%	15.7%	17.2%	8.7%	9.2%
ROIC	17.2%	19.1%	14.4%	16.6%	10.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 1. 公司简介

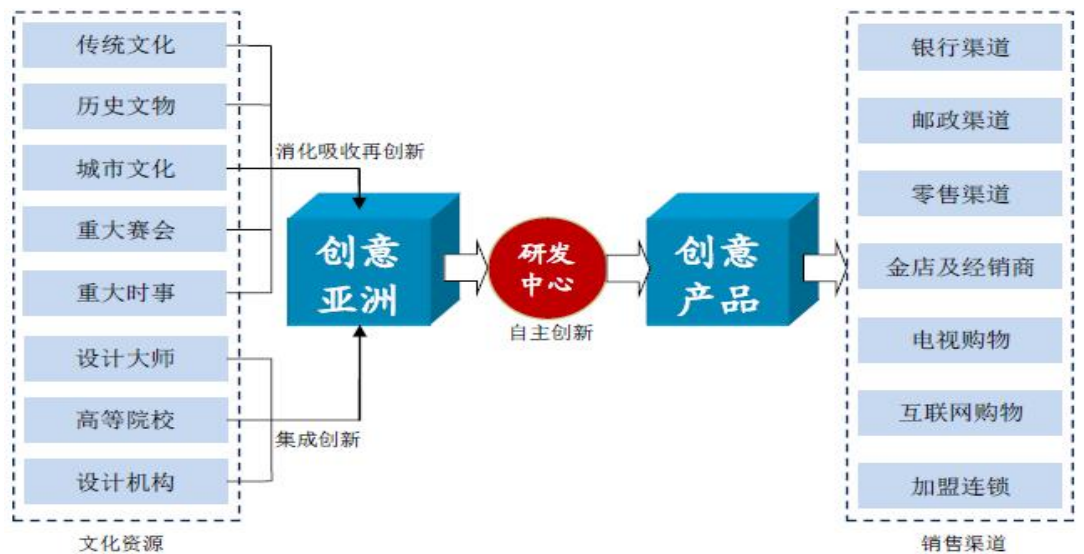
### 1.1. 基本情况

公司前身为北京金一文化发展有限公司，成立于2007年11月。2010年6月20日，整体变更为股份公司。公司以市场需求为导向，以创意设计为龙头，以营销网络拓展为重点，以供应链管理为支撑，以轻资产运营为核心，成为推动中国贵金属工艺品行业发展和产业升级的领先企业，从而满足了消费者对贵金属工艺品日益增长的投资和收藏等需求。公司为国家文化部授予的“国家文化产业示范基地”单位。

### 1.2. 主营业务

公司主营业务为贵金属工艺品的研发设计、外包生产和销售。贵金属工艺品是以金、银等贵金属为载体，通过创意设计和现代工艺将贵金属与中华文化融合而成的文化创意产品。公司的主要业务定位于产业链中附加值较高的研发和销售环节，生产环节则采用委托加工方式。公司以金、银等贵金属为载体，立足于中华五千年璀璨传统文化，秉承让“黄金讲述文化，让文化诠释黄金”的产品研发理念，围绕“创艺见真金”的品牌定位，以“金一”品牌，不断开发出创意独特、品质卓越的贵金属工艺品，逐渐开拓了中国贵金属工艺品行业的新领域。

图1：公司创新性最佳商业模式



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

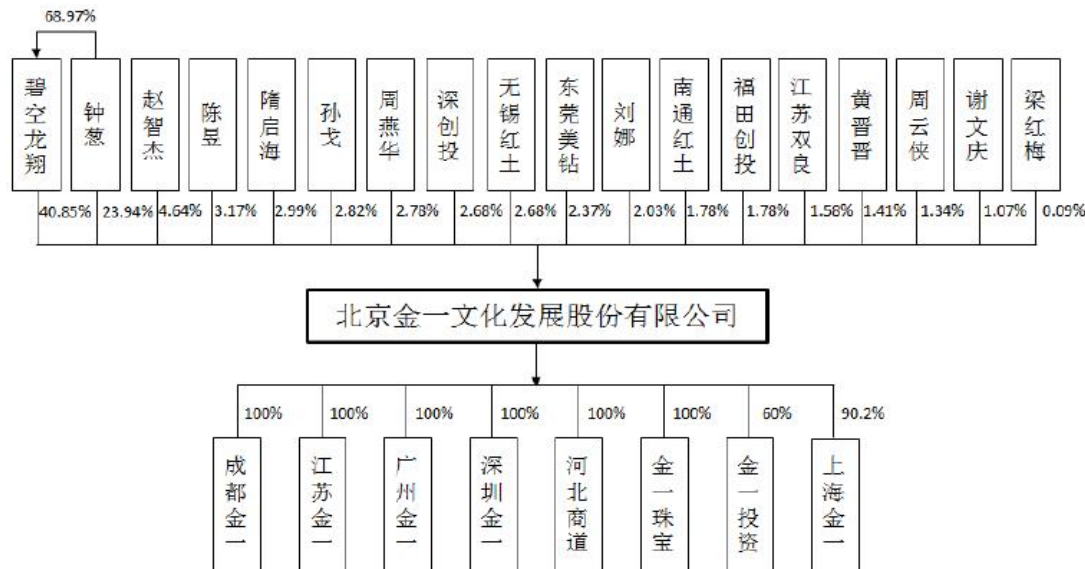
截至2013年6月末，发行人已建立起覆盖全国29个省级行政区的银行、邮政系统和零售等多元化的营销网络，已和中国银行、中国工商银行、交通银行、招商银行、中国农业银行等20多家国内大型商业银行建立了良好合作，并同国内23家省级集邮公司开展业务往来，拥有11家自营连锁店和18家加盟连锁店的零售营销体系，形成了公司在贵金属工艺品行业中较强的竞争优势。

### 1.3. 股权结构

IPO发行前公司总股本为14,200万股，IPO拟发行4,735万股，占发行后总股本的25.01%。

金一文化实际控制人为自然人钟葱，截至招股说明书签署之日，钟葱直接持有公司 3,400 万股股份，持股比例为 23.94%；通过持有公司控股股东碧空龙翔 68.97%的股权，间接持有公司 4,000 万股股份，间接持股比例为 28.17%。钟葱直接和间接持有公司 7,400 万股股份，持股比例为 52.11%。

图 2：本次公开发行前金一文化股权结构



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

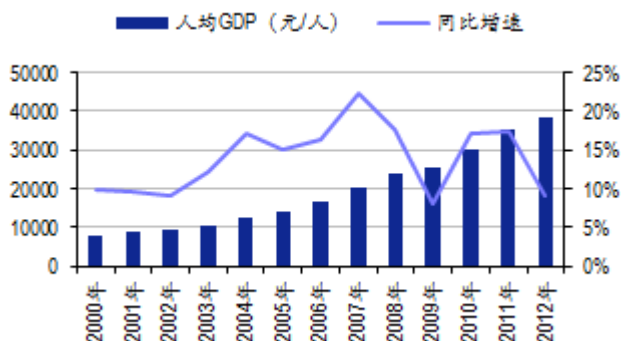
## 2. 贵金属工艺品行业背景分析

### 2.1. 消费升级推动文化创意产业市场快速增长

经济的高速增长和人民生活水平的提高带动居民消费结构的升级。数据显示，中国单位 GDP 的能耗是日本的 7 倍、美国的 6 倍、印度的 2.8 倍。大力发展文化创意产业将为经济社会的持续健康发展以及实现由“中国制造”向“中国创造”的经济转型提供一种新的出路和模式。文化创意产业凭借创意衍生品价值链、价值提升模式，来促进经济发展方式的转变。

根据国际市场经验，人均 GDP 在 1000 美元以下，居民消费主要以物质消费为主；人均 GDP 在 3000 美元左右，进入物质消费和精神文化消费并重时期；人均 GDP 超过 5000 美元，居民的消费结构转向精神文化消费为主的时期。2012 年我国人均 GDP 达到了 6100 美元，整体已经进入了物质消费和文化消费并重的时期。另一方面，贵金属工艺品属于高档消费品，该行业与 GDP 的变化趋势较为一致，近 10 年来我国 GDP 保持年均 10% 左右的高速增长，人均消费能力的提升以及消费升级将有力地推动贵金属工艺品行业的发展。

图 3：2000-2012 年我国人均 GDP 水平



数据来源：统计局,安信证券研究中心

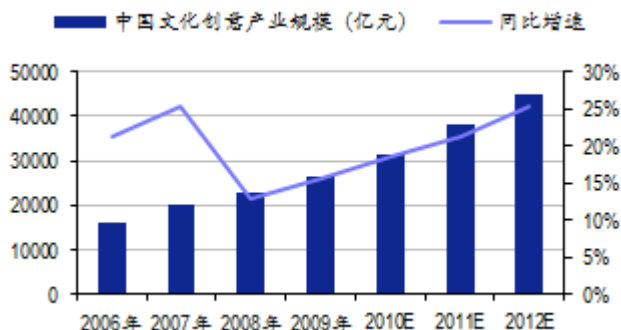
图 4：城镇居民人均可支配收入



数据来源：统计局,安信证券研究中心

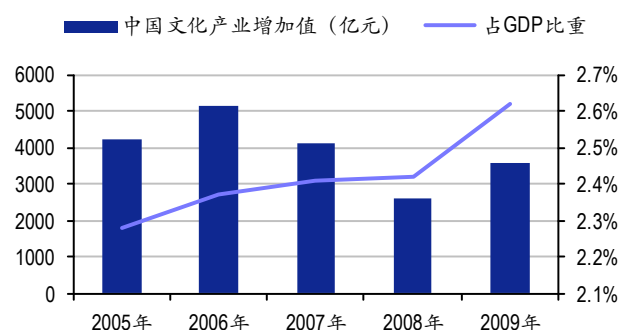
消费升级推动文化创意产业快速发展。2012 年中国人均 GDP 达到 6100 美元，城镇居民和农村居民恩格尔系数分别降至 36.23%和 39.33%，国民文化消费增长势头喜人。现阶段中国文化消费总量为 7000 亿元左右，而正常的文化消费应该在 4 万亿元左右，缺口达 3 万多亿，增长空间极大。尤其是农村居民文化消费潜力巨大，农村文化市场有待深入开发。2009 年，中国国民经济继续保持快速上涨趋势，根据中央经济工作会议促进消费需求持续增长的精神，国民文化消费能力将得以释放。2006 年中国文化创意产业规模 16210 亿元，2009 年规模超过 26000 亿元，预计 2012 年底规模可以达到 44754 亿元。

图 5：中国文化创意产业规模和增速



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

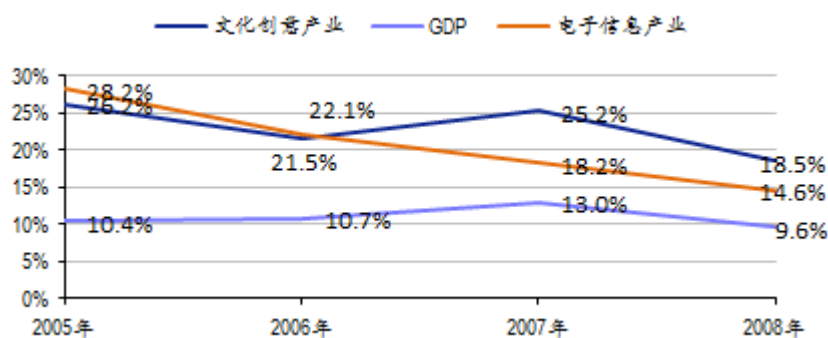
图 6：中国文化产业增加值占 GDP 的比重逐年提高



数据来源：赛迪顾问，统计局，安信证券研究中心

贵金属工艺品行业处于行业成长期，产品主要以金、银等贵金属为材质，作为一种高端消费品，体现消费、投资、收藏和馈赠的功能，其消费投资需求的增长与 GDP 增长呈现明显的正相关关系。中国经济高速发展和人民购买能力的不断提升，给贵金属工艺品行业的发展带来了巨大机遇。北京、上海、广东、湖南、云南等省市的文化创意产业增加值占 GDP 的比重已突破 5%，成为区域经济的战略性支柱产业，成为产业经济的新增长点。近年来，中国文化创意产业平均增长速度高达 17%以上，比同期 GDP 增速高出 10 个百分点左右，不仅高于传统产业的增长速度，而且还高于同为朝阳产业的电子信息等产业的发展速度。

图 7：2005—2008 年中国文化创意产业与 GDP 增速比较



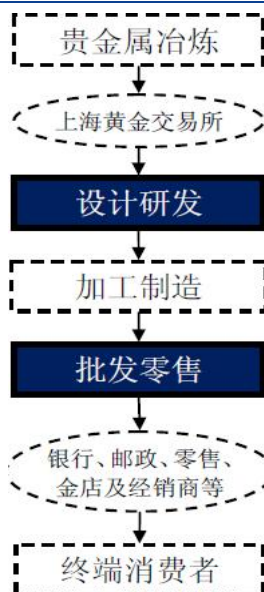
数据来源：赛迪顾问，统计局，安信证券研究中心

## 2.2. 贵金属工艺品行业经营模式独特

**独特经营模式。**贵金属工艺品企业从自身商业模式的角度出发，一般通过研发设计、生产、销售一体化经营或外包生产相结合的经营模式开展业务。同时行业经营模式的特殊性还体现在销售模式上，销售模式主要区分为代销、经销和自营销售，本行业一般采用以银行或邮政渠道为主，以零售、经销商和其他渠道为辅的销售方式。主要渠道的经营成本较高，通过银行和邮政渠道代销和经销产品，企业需让渡适当利润空间给予代销商和经销商，是本行业毛利率偏低的重要原因。

**产品需求直接面向消费者。**本行业的上游行业是贵金属冶炼行业，均具有高度市场化和相对成熟的交易市场，供应充足，本行业不会对上游产生依赖性。本行业的下游是终端消费者，产品通过银行、邮政、零售、金店及经销商等渠道销售到消费者手中。本行业产品终端销售价格一般采用“成本加成，并参考实时金价调整销售价格”的定价机制，故与上游行业的金、银产品价格呈现明显的正相关关系。黄金等贵金属价格上涨推动原材料成本上涨，同时促进贵金属工艺品的投资需求和消费的增长。

图 8：贵金属工艺品行业产业链



注：深蓝色背景方框代表本公司所在环节，虚线椭圆框代表中间市场  
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 2.3. 贵金属工艺品市场存在行业进入壁垒

**研发设计和文化艺术资源壁垒。**贵金属工艺品行业归属于文化创意产业，为知识密集型行业。研发设计是核心和灵魂。研发人才、研发体系、研发机制及研发环境均是构成行业壁垒的重要因素。目前，国内研发设计人员匮乏，集聚和整合对中国传统文化和现代审美兼收并蓄、创意设计与生产工艺良好融合的高端设计师成为行业竞争的主要方式。文化及文物部门对合作者的资本、经营能力、品牌、声誉的考量和上述文化艺术资源授权经营的取得、开发及合作均构成本行业的竞争壁垒。

**营销渠道壁垒。**近年来，银行和邮政系统发展实物黄金产品销售业务，是贵金属工艺品行业快速发展的重要原因。通过银行和邮政渠道销售贵金属工艺品，可实现产品迅速覆盖全国。国内大型的商业银行和各集邮公司对供应商的筛选具有严格的标准，供应商的研发能力、资本规模、产品质量、销售服务、经营业绩以及品牌知名度等均纳入评价范畴，与银行等大型客户建立战略合作的门槛较高。

**资金壁垒。**由于本行业产品的原材料为单位价值较高的金和银等贵金属，采购成本非常高，且在实施渠道拓展过程中，采用代销和经销的经营模式，产品以及原材料存货对资金的需求量较大。由于近年来原材料价格持续上涨，对企业流动资金的需求不断提高，企业必须有足够的资金实力才能保证市场的供应。

**特许经营权壁垒。**近年来，围绕重大赛事开发的相关贵金属工艺品和邮品等经营均实行特许经营权制度。以贵金属工艺品为例，相关重大赛会对贵金属制品的特许经营企业均有严格的资质要求与评定标准。特许经营权构成新进入者开展贵金属制品经营的壁垒。

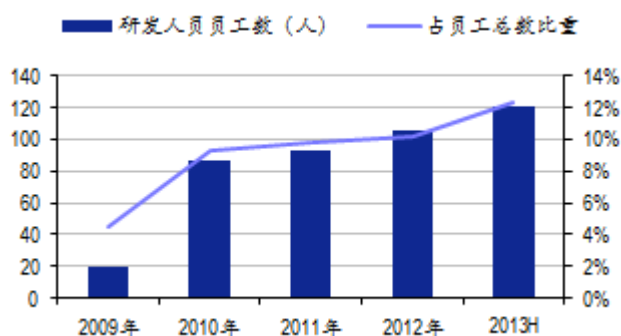
贵金属工艺品行业是随着市场开放迅速发展起来的新兴行业。由于研发设计、渠道建设、资金实力等壁垒限制，行业内企业数量较为有限，目前市场上具有一定规模和影响力的企业不超过 20 家。行业呈现不完全竞争特征，企业之间的竞争主要表现为研发设计能力的提升、文化艺术资源的整合和营销渠道的拓展。

## 3. 公司竞争优势分析

### 3.1. 研发设计优势

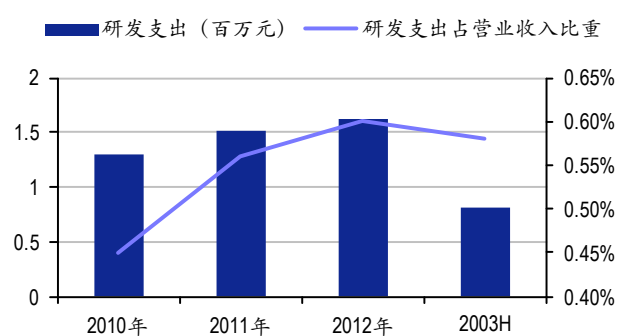
截至 2013 年上半年，公司有研发、创意及设计人员 120 人，建立了以第 16 届亚运会会徽设计者张强为核心的研发设计团队，研发设计人员占公司员工总人数 12.3%。公司近三年，共设计研发了 1464 款产品，已立项在研产品 189 款，年均推出 480 余款新产品。同时公司还拥有实力雄厚的文化顾问团队，包括北京奥运会奖牌主创设计师肖勇、北京奥运会吉祥物主创设计师陈楠、上海造币有限公司工艺美术大师罗永辉、日本“动画天才”“铁臂阿童木之父”月冈贞夫等数十位国内外知名工艺大师，均与公司建立了良好的合作关系，通过产品设计、培训指导等方式增强公司的研发实力，实现本土创意与全球思维的良好融合。

图 9：研发设计人员数量占比不断提高



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

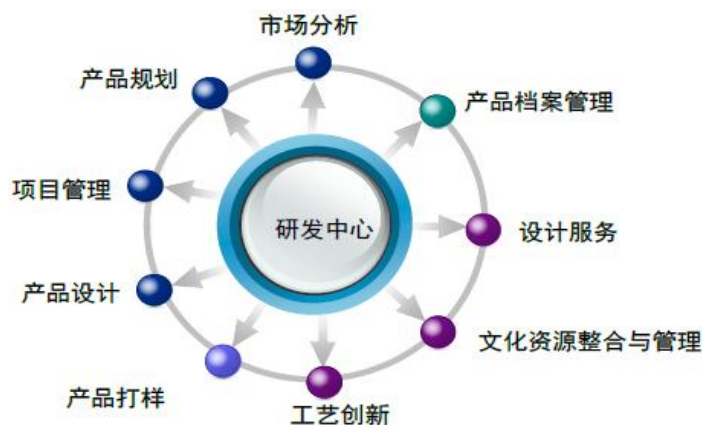
图 10：研发支出金额不断提升



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司制定了《研发中心激励制度》，研发中心按照所实现的新产品级别和数量、新产品销售占比、设计获奖比例和数量、获得专利数量等研发指标进行考核，并按月度、季度和年度对研发人员进行综合评比，对优秀的设计师和优秀设计团队实施奖励，建立绩效管理激励制度与相适应的员工晋升制度。

图 11：公司研发设计流程



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 3.2. 营销渠道及客户资源优势

营销渠道和客户资源是公司保持快速成长的重要基础。公司营销渠道主要包括银行、邮政、零售、金店及经销商、电视购物、互联网购物等，公司营销渠道实现多元化发展。公司近三年通过银行和邮政渠道实现的收入占公司主营业务收入的比重为 66.77%。银邮渠道之外，公司现有零售连锁店面 29 家，零售渠道的拓展有效地提升公司的终端渠道控制力和品牌影响力，公司将继续加大零售渠道建设，形成旗舰店、直营店和联营店的零售连锁网络架构，实现“百店计划”的战略目标。

图 12: 公司拥有一批信誉良好的客户



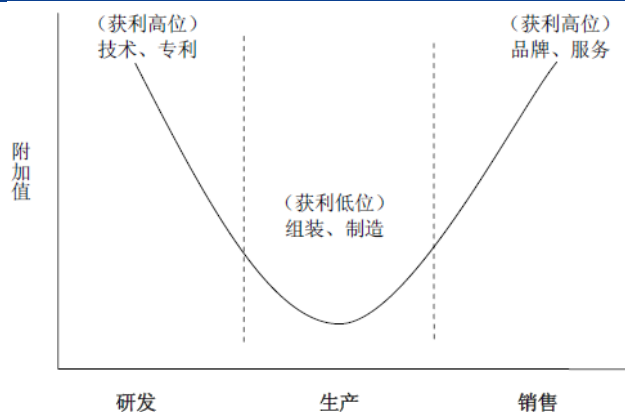
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

公司主要客户经济实力强, 信誉良好, 业务发展迅速, 使得公司的业务发展稳定, 且增长潜力巨大, 业务风险较小。同时, 这些优质客户在各行业的影响巨大, 为公司开拓行业内的潜在客户奠定良好基础, 扩大和强化了公司的品牌优势, 为公司带来了稳定并持续增长的业务来源。

### 3.3. 领先的经营模式

公司采取“研发+营销”哑铃式经营模式, 集聚“微笑曲线”两端, 重点发展附加值较高的研发和销售环节, 生产环节外包。公司将主要资源投入研发设计、新产品开发和市场营销, 保证公司对主业的专注。同时公司以产业化运作实现“创意产品化、创意产业化、产业创意化”。形成了一条独特的文化创意产业链, 同时开创了贵金属产业的创意之路, 推动了贵金属产业的升级。

图 13: 产业链微笑曲线



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

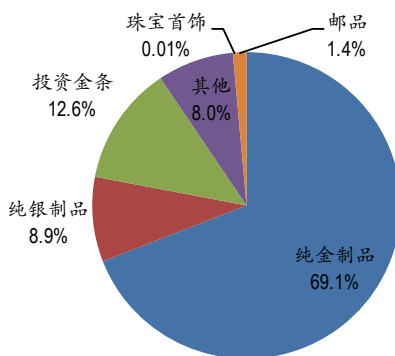
## 4. 公司主营业务分析

### 4.1. 贵金属工艺品是公司的主营业态

公司主要从事贵金属工艺品的研发设计和销售。公司的产品分为六类: 纯金制品、纯银制品、珠宝首饰、投资金条、邮品及其他产品。贵金属工艺品作为公司的主营产品, 是公司收入及利润的主要来源, 其具体形态为纯金制品和纯银制品。2010-2013H 贵金属工艺品销售收入占当期主营业务收入的比例分别为 85.23%、90.80%、67.96%和 77.98%。



图 14: 2013H 分产品销售收入结构

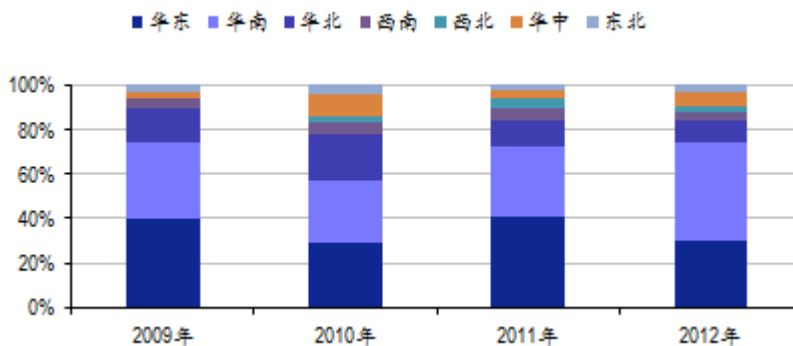


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

#### 4.2. 东部沿海地区是公司的优势地区

由于贵金属工艺品行业的发展与区域经济发展水平相关, 我国地区发展的不平衡, 导致不同地区居民的可支配收入和消费理念差别较大, 而广东、上海、北京等中心城市及其所在的华南、华东和华北地区的市场容量较大, 北京奥运会之后公司将华南、华东地区作为业务拓展的主要地区, 将有限的营运资金用于该地区银行渠道销售的铺货。2012年, 华东地区主营业务收入占比 30.3%, 华北地区 9.4%, 华南地区 44.3%。

图 15: 东部沿海地区收入占比最高

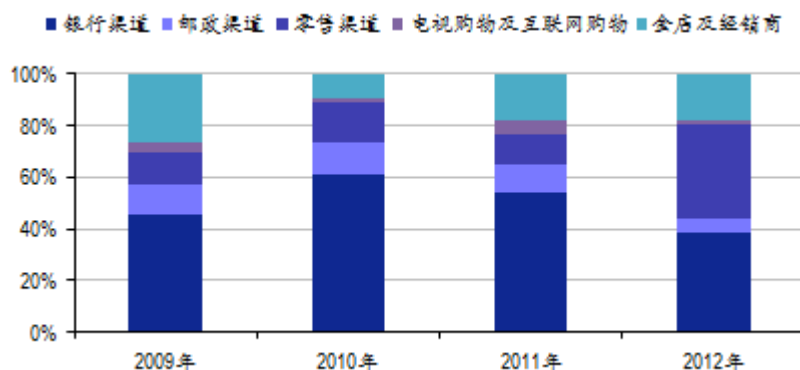


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

#### 4.3. 银行邮政渠道是公司主要的销售渠道

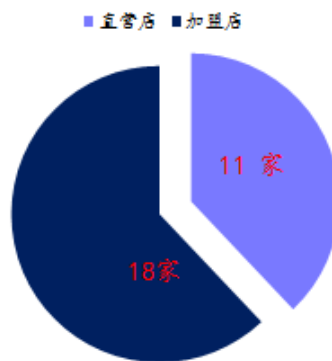
公司致力于打造包括银行、邮政、零售、电视购物、网络购物、金店及经销商等多元化的营销体系。2010-2012 年公司通过银行渠道的销售收入占总收入的比重分别为 45.34%、61.34%、54.36%; 通过邮政渠道的销售收入占总收入的比重分别为 11.39%、11.98%、10.49%; 通过银邮渠道合计的销售收入占比依次为 56.73%、73.32%、64.85%。目前银邮渠道构成了公司营销体系中最为重要的组成部分, 公司对银邮渠道存在一定的依赖性。

图 16: 银邮渠道销售收入占比最高



数据来源: 招股说明书,安信证券研究中心

图 17: 零售渠道包括直营和加盟两种模式



数据来源: 招股说明书,安信证券研究中心

## 5. 公司财务分析

### 5.1. 盈收规模增速放缓 毛利率逐渐攀升

2010 年以来公司营业收入总体呈现较快增长态势。近三年公司营业收入分别为 22.33 亿元、25.54 亿元、29.31 亿元，同比增幅分别为 160.8%、50.6%和 14.1%。2013 年第三季度，公司归属于母公司的净利润同比增长 236.3%，主要是因为公司销售规模的扩大及黄金租赁业务在黄金价格下跌的过程中为公司带来较大金额的公允价值变动收益。

图 18: 公司营业收入及同比增速

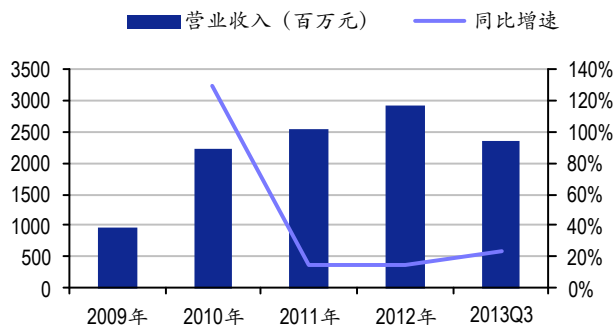
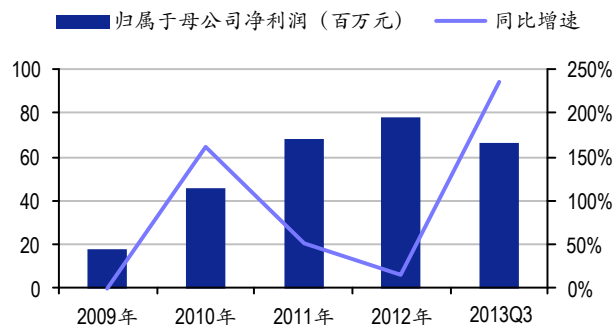


图 19: 归属于母公司净利润及同比增速

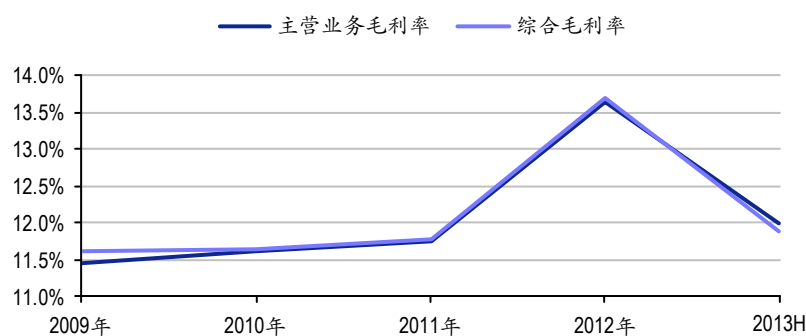


公司毛利率稳步上升。2012 年公司主营业务毛利率大幅提升至 13.65%。2013 年上半年，公司主营业务毛利率较上年略有下降，但仍高于 2010 年和 2011 年的水平。

毛利率分商品来看，报告期内，公司纯银制品的毛利率较高，在 20%以上，主要是因为银的单价较低，其保值、投资的功能有限，更突出其创意设计价值，因此能够作为高附加值的产品销售。而纯金制品毛利率一直维持在 10%左右，2012 年，公司纯金制品毛利率上升为 11.77%，主要是因为公司与招商银行等合作的手续费代销模式下的销售收入占比较高，而手续费代销模式的毛利率高于公司以往与银行合作主要采用的买断式代销模式。

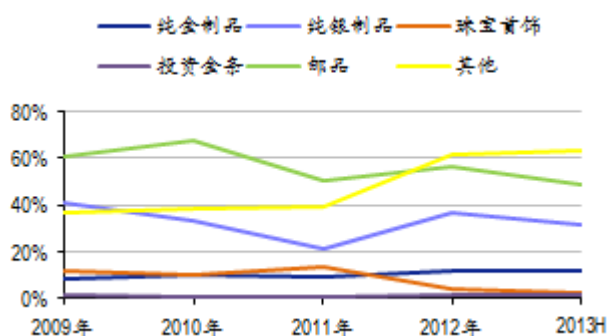
毛利率分渠道观察，2012 年公司银行渠道的毛利率上升至 22.96%，主要也是受益于公司与招商银行等合作的手续费代销模式的推动。

图 20：公司毛利率情况



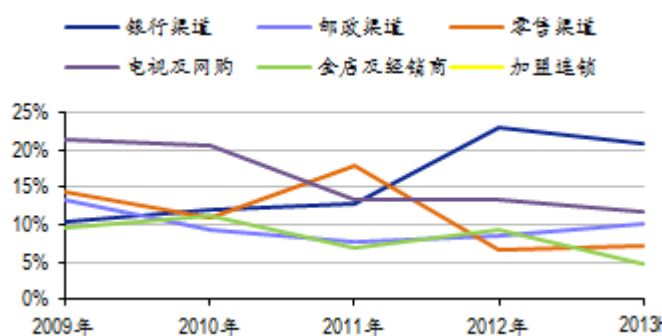
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 21：分商品毛利率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 22：分渠道毛利率



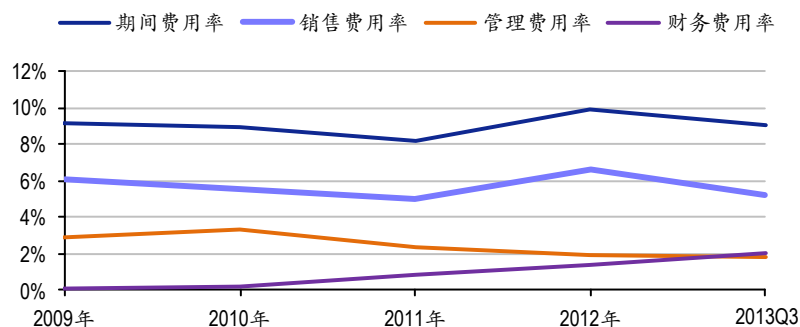
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 5.2. 期间费用率略有提升

2010 年和 2011 年，公司三项费用变动不大，分别为 2.00 亿元、2.09 亿元，占公司营业收入的比例分别为 8.98%、8.20%。2012 年，公司三项费用 2.91 亿元，占营业收入的比重为 9.93%，较上年度有所上升，主要是当期进行的手续费式代销规模有所提高导致销售费用

增长，同时公司银行贷款的不断增长导致财务费用增加。

**图 23：公司期间费用率略有提升**

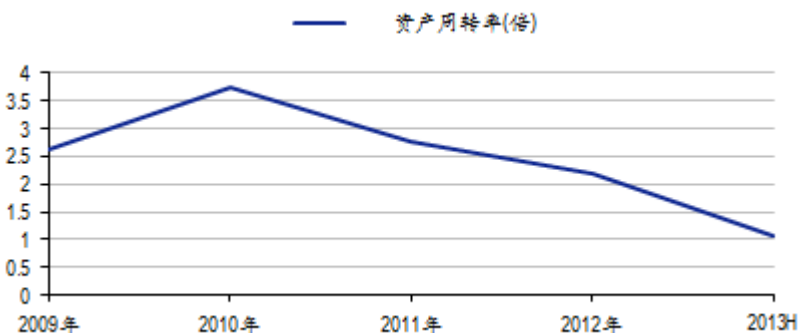


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 5.3. 资产周转率下降，应收账款周转慢是主因

2010 年以来公司资产周转率呈现下降趋势，2013 年上半年为 1.07 倍，主要原因在于公司业务规模扩大、营业收入增加，而对银邮渠道的依赖导致客户付款往往滞后于款项结算，应收账款增加。为此，公司加大了金店及经销商渠道、加盟商渠道的业务拓展力度，同时为降低黄金价格波动对公司经营业绩影响，加强存货管理，提升周转率和销售效率。

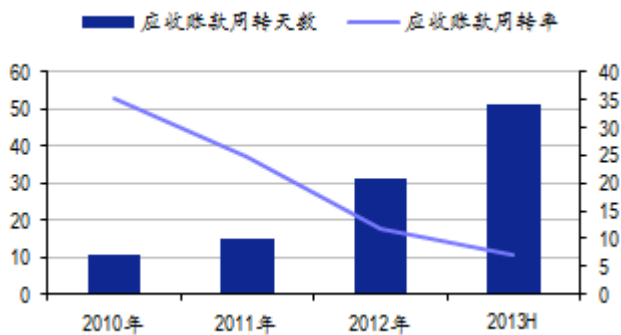
**图 24：公司资产周转率呈现下降趋势**



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

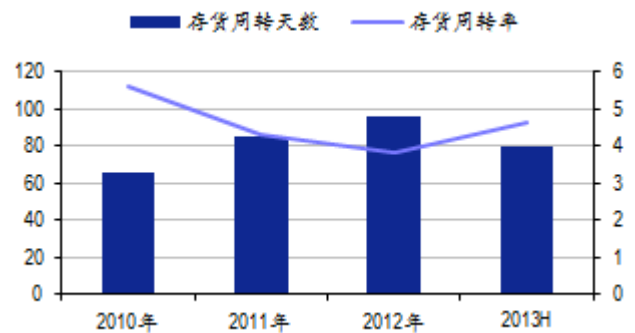
2010 年-2013 年上半年，公司应收账款周转率依次为 35.14 次、24.74 次、11.67 次和 7.17 次，周转天数依次为 10.39 天、14.76 天、31.27 天和 50.92 天。2012 年公司应收账款周转天数上升为 31.27 天，主要是因为 2012 年应收账款增长较快，较 2011 年末增加 2.75 亿元，增幅 241.47%。2010 年-2013 年上半年，公司存货周转率依次为 5.58 次、4.32 次、3.80 次和 4.61 次，存货周转天数依次为 65.41 天、84.49 天、95.99 天和 79.11 天。2011 年较 2010 年存货周转率有下降趋势，主要是因为近两年公司扩大与银行邮政渠道的合作，铺货量增加，导致 2010 年末和 2011 年末存货余额大幅增长。2012 年度，存货周转率进一步下降为 3.80，存货周转天数为 95.99 天，主要是因为 2012 年末存货余额进一步增加所致。2013H，公司存货周转天数下降主要是因为公司加强存货管理，提升销售效率所致。

图 25: 应收账款周转率及周转天数



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 26: 存货周转率及周转天数



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

## 6. 募投资项目分析

公司募集资金主要运用于拓展营销渠道和提高研发能力。公司本次募集资金总额扣除对应发行费用后预计募集资金使用额为 2.31 亿元。其中, 56.7%的募投资金将用于银邮营销渠道的建设与发展; 29.9%用于零售营销渠道的建设与发展; 13.4%用于江阴研发中心创意亚洲项目。

表 1: 募投资项目及募投资金使用概况

序号	项目备案名称	投资总额 (万元)	募集资金使用额 (万元)
1	银邮营销渠道建设与发展	35,000	13,085.10
1-1	中国工商银行营销渠道的建设与发展	15,000	5,827.00
1-2	中国农业银行营销渠道的建设与发展	10,000	3,896.00
1-3	招商银行营销渠道的建设与发展	5,000	1,942.30
1-4	邮政营销渠道的建设与发展	5,000	1,419.80
2	零售营销渠道的建设与发展	6,900	6,900.00
3	江阴研发中心创意亚洲项目	6,860.91	3,100.00
合计		48,760.91	23,085.10

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

营销渠道建设有利于推进公司市占率的提高。募投资金主要用于银邮和零售营销渠道。其中, 银邮营销渠道作为公司最主要的业务收入来源, 通过拓展渠道加强与主要合作伙伴的业务关系, 来巩固现有优势, 同时开拓新的银邮网络营销渠道。零售营销渠道的建设主要为提升公司终端渠道控制力和品牌影响力, 同时还能提高公司对整个市场需求及趋势变化的敏感度。

研发中心的建设有利于提升公司核心竞争力。公司定位贵金属工艺品企业, 创意研发能力是其产业链顶端最重要的一环, 也是公司产品最核心的竞争力。募投的江阴研发中心创意亚洲项目将全面提升公司创意研发能力。

## 7. 盈利预测及估值

基于以上分析, 对公司关键财务指标预测如下:

## 1) 主营产品收入增速

主营产品	2012年	2013E	2014E	2015E
纯金制品	-20.2%	35.0%	23.0%	18.0%
纯银制品	18.0%	-33.0%	20.0%	15.0%
珠宝首饰	-1.8%	3899.0%	30.0%	20.0%
投资金条	589.9%	-63.0%	-5.0%	-2.0%
邮品及其他	-18.6%	-30.0%	5.0%	2.0%
主营业务收入	14.6%	12.1%	20.9%	16.3%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心预测

## 2) 主营产品毛利率

主营产品	2012年	2013E	2014E	2015E
纯金制品	11.77%	11.6%	11.8%	12.0%
纯银制品	36.38%	31.7%	31.9%	32.1%
珠宝首饰	4.14%	2.7%	2.7%	2.7%
投资金条	1.14%	1.0%	1.1%	1.2%
邮品及其他	60.36%	63.4%	63.5%	63.6%
主营业务收入	13.69%	11.8%	12.0%	12.1%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心预测

## 3) 期间费用率

主营产品	2012年	2013E	2014E	2015E
纯金制品	6.6%	5.9%	5.3%	5.5%
纯银制品	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
珠宝首饰	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%
主营业务收入	9.9%	9.5%	8.6%	8.6%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心预测

综合以上分析,我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 1.07 亿元、1.08 亿元、1.26 亿元,净利润增速分别为 36.9%、1.4%和 16.4%。按照发行 4,735 万股来计算,全面摊薄的 EPS 分别为 0.75 元、0.57 元和 0.67 元。根据可比上市公司 2014 年 PE 估值的对比,我们认为给予公司 2014 年 PE 为 18-22 倍相对合理,建议询价区间为 10.30 元-12.59 元,定价区间为 11.33 元-13.85 元。

表 2: 可比上市公司估值比较

公司	股价 (元/股)	EPS (元)			PE (X)			PB(X) (MRQ)
		2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	
潮宏基	11.27	0.31	0.43	0.54	36.4	26.2	20.9	3.3
老凤祥	24.92	1.17	1.44	1.73	21.3	17.3	14.4	4.9
豫园商城	8.13	0.67	0.73	0.83	12.1	11.1	9.8	2.1
明牌珠宝	19.6	0.31	0.4	0.48	63.2	49	40.8	1.7
东方金钰	18.37	0.46	0.74	1.01	39.9	24.8	18.2	9.2
平均					34.6	25.7	20.8	4.2

注：股价为 2013 年 12 月 9 日至 2014 年 1 月 8 日的月均价。

数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心

## 8. 风险提示

## 8.1. 对银行和邮政渠道的依赖性风险

公司致力于打造包括银行、邮政、零售、电视购物、网络购物、金店及经销商等多元化的营销体系。2010-2012 年通过银邮渠道合计的销售收入占比依次为 73.32%、64.85%、44.22%。目前银邮渠道构成了公司营销体系中最为重要的组成部分，公司对银邮渠道存在一定的依赖性风险。同时，对银邮渠道的依赖，也伴随着应收账款回款较慢的风险。

## 8.2. 抑制“三公消费”对公司销售产生影响

自中央关于改进作风、密切联系群众的“八项规定”出台后，有关抑制公款消费、反对铺张浪费的“组合拳”也接连发力。公司金银月饼业务受到相关“禁令”以及今年金价大幅波动的影响，今年“金银月饼”的销售行情也叫往年冷清许多。而且产品的滞销降低了资金利用效率，提高了存货跌价准备的风险。

## 8.3. 黄金价格走弱预期降低黄金消费的风险

随着美联储减少资产购买规模和 QE 即将推出的强烈预期，导致 2013 年以来黄金价格黄金持续大幅下挫，黄金告别牛市，以投资升值为主要目的黄金消费预期将受到抵制，这对公司黄金工艺品消费产生负面影响，抑制了公司黄金产品的提价能力。黄金等原材料价格持续下跌，贵金属工艺品的潜在市场需求将存在下降的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月10日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>2,554.3</b>	<b>2,930.7</b>	<b>3,284.9</b>	<b>3,970.6</b>	<b>4,619.6</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,253.6	2,529.3	2,896.2	3,494.1	4,059.7	营业收入增长率	14.4%	14.7%	12.1%	20.9%	16.3%
营业税费	6.9	9.0	8.2	10.9	12.8	营业利润增长率	20.3%	41.6%	31.2%	1.4%	21.1%
销售费用	126.6	194.3	194.2	209.7	253.0	净利润增长率	56.1%	10.1%	36.9%	1.4%	16.4%
管理费用	60.8	57.3	66.1	73.8	81.5	EBITDA 增长率	48.5%	47.0%	34.3%	5.4%	16.9%
财务费用	22.1	39.4	51.6	56.8	60.9	EBIT 增长率	47.8%	50.8%	31.2%	3.9%	16.8%
资产减值损失	1.7	7.5	9.0	-	-	NOPLAT 增长率	65.5%	49.4%	32.2%	3.9%	16.8%
加:公允价值变动收益	-10.2	20.2	58.0	-	-	投资资本增长率	34.9%	74.4%	-9.4%	91.7%	0.1%
投资和汇兑收益	-5.8	-20.1	6.0	-	-	净资产增长率	19.5%	19.1%	20.8%	103.9%	10.1%
<b>营业利润</b>	<b>66.5</b>	<b>94.1</b>	<b>123.5</b>	<b>125.2</b>	<b>151.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	28.0	11.6	15.7	18.4	15.2	毛利率	11.8%	13.7%	11.8%	12.0%	12.1%
<b>利润总额</b>	<b>94.5</b>	<b>105.7</b>	<b>139.2</b>	<b>143.7</b>	<b>166.9</b>	营业利润率	2.6%	3.2%	3.8%	3.2%	3.3%
减:所得税	23.5	27.0	34.8	35.9	41.7	净利率	2.8%	2.7%	3.3%	2.7%	2.7%
<b>净利润</b>	<b>70.9</b>	<b>78.1</b>	<b>106.9</b>	<b>108.4</b>	<b>126.1</b>	EBITDA/营业收入	3.8%	4.9%	5.8%	5.1%	5.1%
						EBIT/营业收入	3.5%	4.6%	5.3%	4.6%	4.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	17	15	18	20	20
货币资金	99.4	112.5	262.8	317.6	369.6	流动营业资本周转天数	47	73	76	88	103
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	111	146	178	186	193
应收帐款	167.3	458.6	636.4	709.2	907.7	应收帐款周转天数	19	38	60	61	63
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	73	82	88	89	92
预付帐款	76.1	130.1	37.3	185.8	89.2	总资产周转天数	131	166	201	210	214
存货	535.5	794.8	814.2	1,146.4	1,221.8	投资资本周转天数	64	88	95	109	123
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.9%	15.7%	17.2%	8.7%	9.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.9%	4.7%	5.2%	4.1%	4.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	17.2%	19.1%	14.4%	16.6%	10.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	124.0	122.2	206.8	238.1	266.0	销售费用率	5.0%	6.6%	5.9%	5.3%	5.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	2.4%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
无形资产	2.3	9.0	8.4	7.8	7.3	财务费用率	0.9%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	8.2%	9.9%	9.5%	8.6%	8.6%
<b>资产总额</b>	<b>1,034.3</b>	<b>1,666.1</b>	<b>1,996.6</b>	<b>2,628.1</b>	<b>2,875.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	230.0	560.0	512.3	48.2	109.1	资产负债率	59.4%	69.9%	69.7%	53.0%	52.7%
应付帐款	68.8	78.0	347.1	82.8	353.7	负债权益比	146.0%	232.6%	229.8%	113.0%	111.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.44	1.29	1.26	3.13	2.55
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.56	0.60	0.67	1.61	1.35
长期借款	-	-	-	638.1	496.9	利息保障倍数	4.01	3.39	3.39	3.21	3.49
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>613.9</b>	<b>1,165.2</b>	<b>1,391.3</b>	<b>1,394.2</b>	<b>1,516.2</b>	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	1.0	-1.5	-2.1	-3.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	142.0	142.0	142.0	189.4	189.4	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	278.4	357.9	464.8	1,046.7	1,172.8						
<b>股东权益</b>	<b>420.4</b>	<b>500.9</b>	<b>605.3</b>	<b>1,233.9</b>	<b>1,359.1</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EPS(元)	0.50	0.55	0.75	0.57	0.67
净利润	70.9	78.7	106.9	108.4	126.1	BVPS(元)	2.96	3.52	4.27	6.53	7.19
加:折旧和摊销	12.2	15.6	15.9	19.3	22.7	PE(X)	-	-	-	-	-
资产减值准备	1.7	7.5	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	10.2	-20.2	58.0	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	21.3	39.6	51.6	56.8	60.9	P/S	-	-	-	-	-
投资损失	7.0	20.1	-6.0	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	0.6	-2.5	-0.6	-0.9	CAGR(%)	15.0%	16.8%	35.3%	15.0%	16.8%
营运资金的变动	-85.4	-404.1	119.7	-717.1	34.3	PEG	-	-	-	-	-
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>22.9</b>	<b>-237.9</b>	<b>343.7</b>	<b>-533.2</b>	<b>243.1</b>	ROIC/WACC	2.3	2.5	1.9	2.2	1.3
投资活动产生现金流量	-81.6	-35.8	-94.0	-50.0	-50.0	REP	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	91.4	286.0	-99.4	638.1	-141.2						

资料来源: 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

魏立声明, 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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@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
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@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

邮编： 100034

