



东兴证券
DONGXING SECURITIES

微笑曲线式发展的黄金文化贵金属蓝海龙头

——金一文化（002721）

2014年01月16日

建议申购

金一文化

新股定价

摘要：

- **黄金盛宴与文化创意相得益彰铸就贵金属工艺大放异彩。**黄金珠宝消费具有投资和可选消费两大属性，前者与金价呈正相关；作为可选消费的“价转量”属性则成反比。我国金银珠宝类零售从03年开始进入高速增长阶段，贵金属工艺品复合增速超过50%，已成为黄金行业发展的助力器，也是其细分市场的蓝海。公司主营的贵金属工艺品归属于文化创意产业之硬件，秉承“让黄金讲述文化，让文化诠释黄金”的理念，基于此的品牌溢价及附加值则成为其盈利能力、流转效率和客户体验、粘性的关键所在。
- **微笑曲线式发展与竞争力巩固并行。**品牌价值、渠道网络价值和细分市场地位构筑了黄金珠宝企业的三维竞争力。贵金属工艺品基于其特殊的银储值渠道和错位于大众消费的市场定位取得了一定先机，但基于其文化内涵、渠道和消费群体的特殊性，其核心竞争力围绕这三点可以具体为研发设计和文化艺术资源壁垒、银行等大客户营销渠道以及资金壁垒、特许经营权壁垒四点，其中研发设计是核心和灵魂，公司每年的研发支出营业利润占比一直维持在20%以上的高位。公司的募投项目也主要围绕着多渠道的同步推进和上游研发核心竞争力的巩固展开。
- **金制品弱周期性、文化、渠道资源整合形成盈利良性循环的关键。**公司纯金制品占70%左右的主导收入份额，通过银行渠道的收入占比为41.52%，新兴渠道的快速发展使得邮政渠道的增速放缓。公司按照“实时金价+固定加成”确认收入，通过加强毛利率高的纯银制品以及设计服务的市场推广提升持续盈利能力。我们将盈利、周转、现金流三大核心指标与代表性珠宝零售企业进行对比：公司的盈利能力随着产品结构的优化和全渠道的均衡以及品牌力的扩大有进一步提升的空间，而与现金流息息相关的运营效率则有望在资本的后发助力下与区域、渠道的扩张相得益彰。
- **盈利预测与投资评级。**预测公司2013-2015三年的EPS分别为0.56、0.58、0.69元，给予14年16-18倍的PE水平，对应相对估值为9.86元，结合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值区间为9.86-12.55之间。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	2,554.26	2,930.72	3,158.84	3,753.99	4,282.51
增长率（%）	14.40	14.74	7.78	18.84	14.08
净利润（百万元）	70.94	78.10	106.74	110.11	130.14
增长率（%）	56.07	10.09	36.67	3.16	18.19
每股收益（元）	0.500	0.550	0.752	0.582	0.687
净资产收益率（%）	16.87	15.62	10.95	10.25	10.92
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

高坤

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480511110001

询价区间

9.8-12.6

上市首日定价区间

9-13

发行上市资料

总股本（万股）	14200.00
发行量（万股）	4735
发行日期	2014-01-16
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	招商证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.52
净资产收益率（%）	15.62%
资产负债率（%）	69.94%

主要股东和持股比例

北京碧空龙翔投资管理有限公司	40.85%
钟蕊	23.94%
赵智杰	4.64%

目 录

1. 黄金盛宴与文化创意相得益彰铸就贵金属工艺大放异彩	4
1.1 黄金消费盛宴未完待续	4
1.2 文化创意附加值无限	5
2. 微笑曲线式发展与竞争力巩固并行	6
2.1 三维竞争力共性之上的文化、营销、特许、资金四大壁垒相得益彰	6
2.2 募投项目围绕渠道建设、研发竞争两条主线	8
3. 金品弱周期性、文化渠道资源整合形成盈利良性循环的关键	9
3.1 金制品主导，多维渠道、多区域立体式发展	9
3.2 盈利能力具备金价的弱周期性特质	11
3.3 文化、渠道资源整合形成竞争力和盈利良性循环的关键	12
4. 盈利预测与投资评级	13
5. 风险提示	14

表格目录

表 1: 贵金属工艺品与贵金属首饰区别比较	5
表 2: 主要可比公司渠道、产品、核心竞争力对比分析	7
表 3: 公司募投项目明细	8
表 4: 公司产品收入、利润结构年度变化趋势	9
表 5: 公司 2012 年主要子公司收入及利润占比、%	10
表 6: 公司各渠道毛利率年度变化趋势	11
表 7: 原材料波动对于产品毛利率的敏感性分析	11
表 8: 公司各类产品毛利率变化趋势	11
表 9: 可比黄金珠宝公司三大核心运营指标横向对比	13
表 10: 公司各品类收入增速及相对占比预测	13
表 11: 可比公司估值对比	14

插图目录

图 1:我国黄金珠宝消费增速趋势.....	4
图 2: 我国居民购买首饰首选的材质结构.....	4
图 3:黄金消费属性与金价相关性分析.....	4
图 4: 我国文化创意产业增加值及 GDP 占比年度变化趋势.....	6
图 5: 公司一体化业务模式图.....	6
图 6: 公司股权结构图.....	9
图 7: 公司渠道结构年度变化趋势.....	10
图 8: 公司三大费率年度变化趋势.....	12

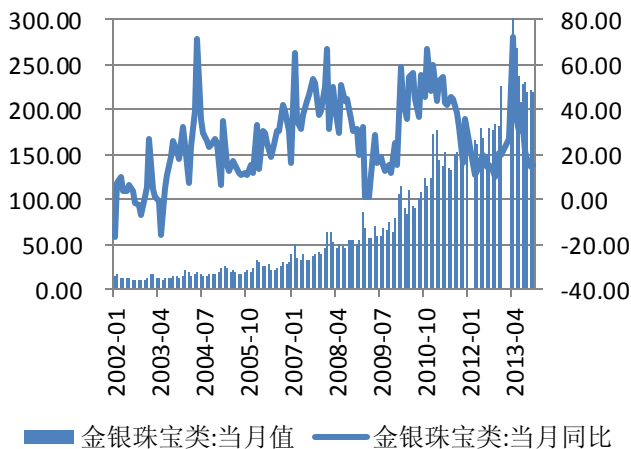
1. 黄金盛宴与文化创意相得益彰铸就贵金属工艺大放异彩

1.1 黄金消费盛宴未完待续

我国金银珠宝类零售总额从 2003 年开始进入高速增长阶段，近五年来复合增长率超过 20%。尽管 2008 年末 2009 年初黄金价格波动性非常剧烈，将近全球的黄金需求都出现下降，唯有中国大陆出现了月度同比高达 70% 左右的高峰。

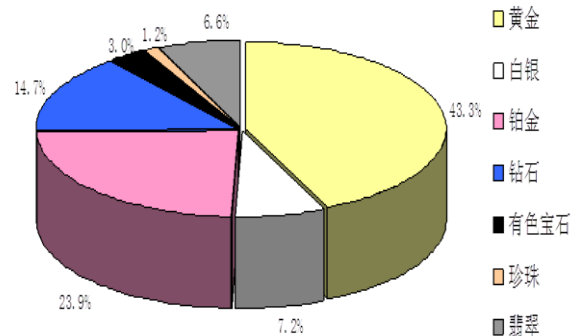
从未来黄金珠宝行业的发展空间看，世界人均拥有量 4.7 克，美国、德国等发达国家人均拥有量分别为 27 克、42 克，而中国人均黄金拥有量 0.46 克，仅为世界平均水平的 1/10，如此的差距足以支撑未来黄金珠宝行业的十年高增长红利。中国目前的珠宝市场存在结构性的寡头垄断，钻石、铂金、黄金三大品种处于完全竞争的格局，黄金协会的调查显示，选择黄金和铂金两类首饰材质的人群占比就达到了 67.2%。

图 1:我国黄金珠宝消费增速趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

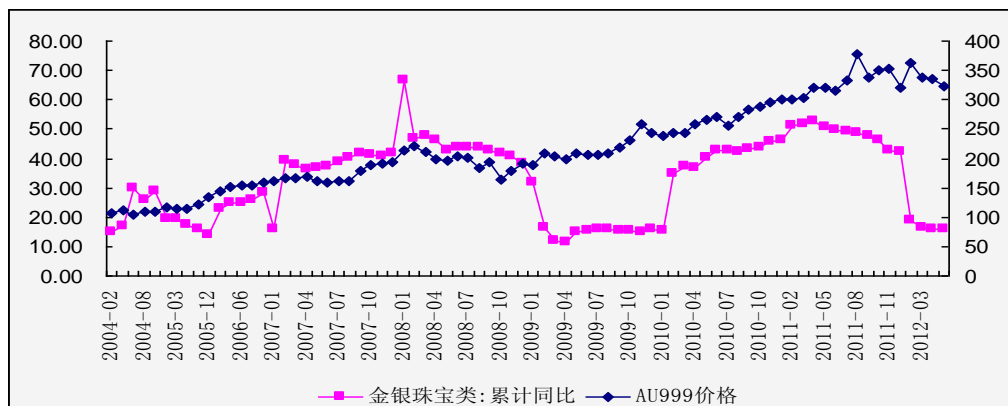
图 2: 我国居民购买首饰首选的材质结构



资料来源：中国黄金业协会，东兴证券研究所

黄金珠宝消费与金价有一定正相关性。黄金珠宝消费具有投资和可选消费两大属性，在金价单边上涨的背景下，投资属性主导的黄金珠宝消费热潮与金价呈现明显的正相关；然而金价震荡下行的去投资属性进程中作为可选消费的饰品属性，也即“价转量”属性与金价则成一定反比。黄金类公司毛利率与金价的相关性两极分化。老凤祥及明牌珠宝的毛利率水平与金价呈现较为明显的负相关，而周大福和潮宏基抗周期特质较为明显，前者凭借品牌溢价、后者凭借产品结构。

图 3:黄金消费属性与金价相关性分析



资料来源：东兴证券研究所

黄金工艺品行业作为贵金属工艺品行业的重要组成部分，年市场增长率超过50%，已成为黄金行业发展的助力器，也属于黄金细分市场的蓝海领域，但其工艺品的属性无论是从需求群体、产品功效还是主要销售渠道等各方面均与贵金属首饰有所区别。“奥运会”、“世博会”、“亚运会”、“大运会”等重大国内国际体育赛事活动推动了贵金属工艺品的发展。中国城市化进程中，以贵金属工艺品演绎区域文化和城市特征，打造城市名片，满足旅游纪念品市场消费者的需求。未来三年，黄金工艺品行业的销售额将突破300亿元，市场前景广阔。

表 1：贵金属工艺品与贵金属首饰区别比较

项目	贵金属工艺品	贵金属首饰
主要原材料	金、银等贵金属	金、银、铂等贵金属
主要消费群体	贵金属投资者、中高收入群体、企业客户	女性消费者为主
产品功效	消费、投资、收藏、欣赏、馈赠、传承	消费佩戴、装饰
设计理念	赋予文化内涵、突显艺术和纪念价值	美观、时尚 个性化
主要销售渠道	银行、邮政、经销商、专卖店	专卖店

资料来源：东兴证券研究所

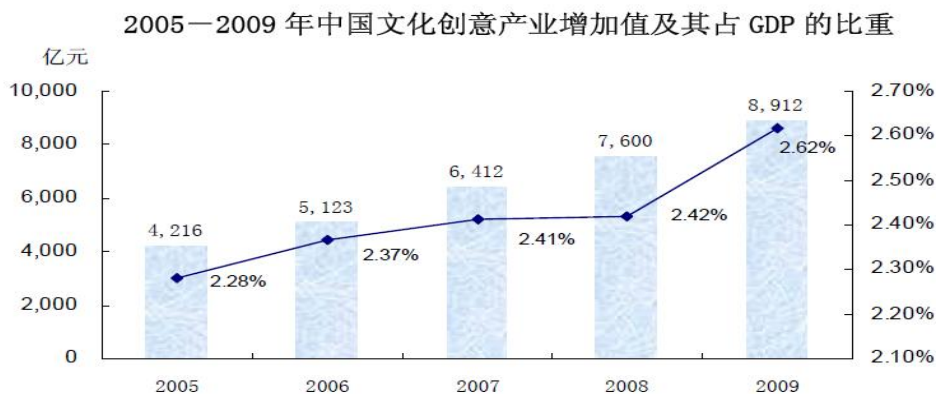
1.2 文化创意附加值无限

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，归属于文化创意产业之贵金属工艺品细分行业。贵金属产品主要是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。公司是国家文化部授予的“国家文化产业示范基地”单位，秉承“让黄金讲述文化，让文化诠释黄金”的理念，实现贵金属和中华文化的完美结合。

文化部发布《“十二五”时期文化产业倍增计划》，将创意设计业作为文化系统“十二五”期间要发展的十一个重点行业门类之一，并明确了搞活创意设计市场、培育壮大创意设计类龙头企业、建设创意设计产业孵化器等主要举措，以及保护创意设计知识

产权、培养创意设计产业人才等政策支持手段。

图 4：我国文化创意产业增加值及 GDP 占比年度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

品牌价值、渠道网络价值和细分市场地位构筑了黄金珠宝行业版图上各企业的三维竞争力。贵金属工艺品基于其特殊的银储渠道和错位于大众消费的市场定位取得了一定先机，基于文化创意特性的品牌溢价及附加值则成为其盈利能力、流转效率和客户体验、粘性的关键所在。以 **TIFFANY** 为例，蒂芙尼每平方英尺销售额行业内排名第一，排名全球第二——仅次于苹果，是竞争对手西格内特珠宝的三倍多，单店年营收超\$130万（用品牌、店面位置、完美的客户体验、多样的选择和独特的设计来吸引顾客）。

2. 微笑曲线式发展与竞争力巩固并行

2.1 三维竞争力共性之上的文化、营销、特许、资金四大壁垒相得益彰

公司所属的贵金属工艺品行业经营模式特殊性主要体现在销售模式上，销售模式主要区分为代销、经销和自营销，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。而贵金属首饰品牌企业一般是以零售、经销渠道为主，较少涉足银行和邮政渠道。

从运作策略上，公司针对各商业银行采取了重点发展数家省级分行而后择机全国性拓展的运作策略。目前公司在各商业银行内部的网络覆盖度较低，未来进一步拓展的空间巨大。截至 2013 年 6 月底，公司已建立起覆盖全国 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，拥有 11 家自营连锁店和 18 家加盟连锁店的零售营销体系。

图 5：公司一体化业务模式图

市场需求	策划与研发	采购	生产与物流	销售
常规性市场需求 定制化市场需求 设计服务需求	传统文化系列 生肖系列 体育系列 时事节庆系列 城市文化系列	黄金交易所 向供应商采购	生产委托加工 第三方物流配送	银行渠道 邮政渠道 零售渠道 金店及经销商 电购与网购 个性化定制

资料来源：东兴证券研究所

品牌、渠道、细分市场地位是公司作为贵金属工艺品先发企业与贵金属首饰共通的三维竞争力，但基于其文化内涵、渠道属性和消费群体的特殊性，其核心竞争力围绕这三点可以具体为**研发设计和文化艺术资源壁垒、营销渠道以及资金壁垒、特许经营权壁垒四点。**

表 2：主要可比公司渠道、产品、核心竞争力对比分析

品牌名称	渠道模式及覆盖地区	主营产品	核心竞争力
周大福	零售(82.1%)和批发(17.9%)（大陆 1417 家主要在广东，浙江，江苏等城市及北京；港澳台 89 家；新加坡 1 家,马来西亚 1 家,台湾 6 家）	黄金首饰	品牌、渠道
六福珠宝	零售、特许经营（中国大陆：878 家，港澳 43 家；海外 5 家）	黄金首饰	区域影响力
潮宏基	零售、批发（优势区域为华东、东北）在全国 110 个城市共有专营店 444 家，全年净增 77 家	K 金珠宝首饰	设计
老凤祥	零售、批发（直营店主要集中于上海地区，全部门店主要覆盖长三角地区）自营专柜 139 家，加盟及经销网点 1876 家。	黄金首饰	品牌
东方金钰	以广东为中心，在缅甸、香港、北京、云南、广东、湖北等地设立了多家专卖店	翡翠珠宝首饰	上游资源

资料来源：东兴证券研究所

——**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。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。公司每年的研发支出营业利润占比一直维持在 20%以上的高位。

——**营销渠道壁垒**：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。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**：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。公司经营活动产生的现金流量净额在 2010 年为负数，后续年份均低于公司当期的净利润金额，与渠道的铺设和相应铺货的增加不无关系。

——**特许经营权壁垒**：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，特许经营权存在资本、研发、营销网络等多项资格评审条件，构成新进入者开展贵金属制品经营的壁垒。

2.2 募投项目围绕渠道建设、研发竞争两条主线

公司的募投项目主要围绕着多渠道的同步推进和上游研发核心竞争力的巩固展开：银邮营销渠道建设是公司进行网络扩张、进一步提高市场占有率、扩大销售规模的手段；零售营销渠道建设则是公司提升终端渠道控制力、品牌影响力的重要方式；提升设计研发能力，为公司实现产品差异化战略奠定基础。

表 3：公司募投项目明细

序号	项目名称	投资总额、万	募集资金使用额、万
1	银邮营销渠道建设与发展	35000	13085.1
1-1	中国工商银行营销渠道建设与发展	15000	5827
1-2	中国农业银行营销渠道建设与发展	10000	3896
1-3	招商银行营销渠道建设与发展	5000	1942.3
1-4	邮政营销渠道的建设与发展	5000	1419.8
2	零售营销渠道的建设与发展	6900	6900
3	江阴研发中心创意亚洲项目	6860.91	3100

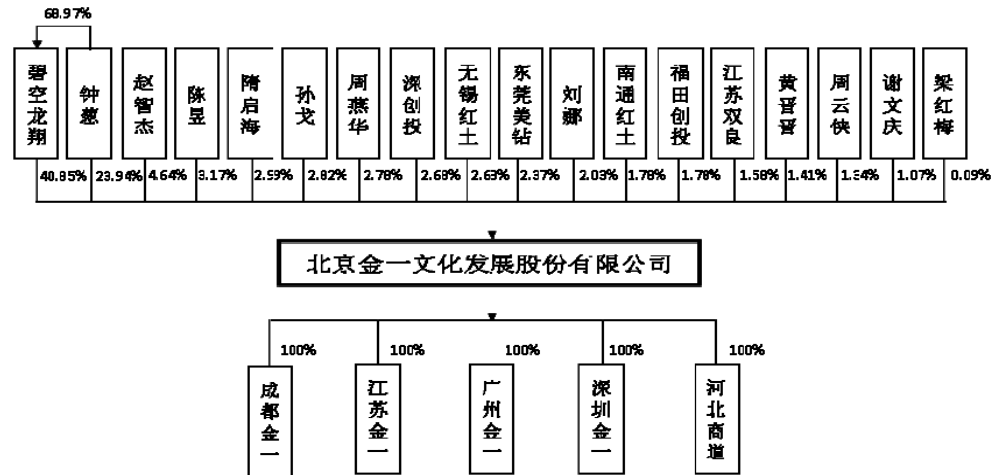
资料来源：东兴证券研究所

三大银行与邮政营销渠道的建设与发展预计项目实施第一年为建设期，达产 80%，第二年达到正常状态，此后三年内收入增长率为 8%；零售营销渠道建设拟建设 30 家联营店，店面总面积为 900 平方米，项目测算假设建设期为一年，第二年达产，之后年收入增长率为 8%，第六年达到稳定状态，测算公司现有一线城市店面的平均经营业绩约为 60 万元/月，二线城市店面约为 50 万元/月；江阴研发中心“创意亚洲”项目致力于整合中国的城市文化资源和创意设计资源，搭建集研究、开发和培训等商业运营为一体的服务平台。

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%。公司本次发行前总股

本 14,200 万股，本次发行股份为 4,735 万股，占公司发行后总股本的 25.01%。

图 6：公司股权结构图



资料来源：东兴证券研究所

3. 金品弱周期性、文化渠道资源整合形成盈利良性循环的关键

3.1 金制品主导，多维渠道、多区域立体式发展

从产品构成看，公司纯金制品占据 70% 左右的主导收入份额，收入增长趋势明显，主要是互联网购物和金店及经销商的销售收入增长较快，但相对占比受到其他品类的此消彼长而略有下降；纯银制品以电视购物和网络购物渠道销售为主，随着两类新兴渠道的快速崛起，纯银制品的相对收入份额也由 5.6% 大幅提升至 12 年近 15% 的水平；珠宝首饰和投资金条为公司的价值链延伸产品，同时利用现有自营专卖店营销渠道丰富产品品种，但珠宝首饰销售主要是代理其他品牌进行销售，公司不进行珠宝首饰的设计生产，在公司未来发展战略中不是重点方向；投资金条则基于其极低的毛利率水平和较大的波动性同样属于附属品类。

表 4：公司产品收入、利润结构年度变化趋势

	2011 年报	2012 年报	2013Q2 年报
收入构成			
纯金制品 (%)	76.46	53.14	68.09
珠宝首饰 (%)	0.52	0.44	12.38
投资金条 (%)	4.79	28.80	7.92
纯银制品 (%)	14.33	14.73	8.76
其他 (%)	3.59	2.21	1.40
邮票 (%)	0.31	0.55	0.01
利润构成			
纯金制品 (%)	61.39	46.73	66.26

珠宝首饰(%)	0.62	0.14	2.88
投资金条(%)	0.22	2.45	0.78
纯银制品(%)	26.33	40.02	23.63
其他(%)	12.33	10.15	7.60
邮票(%)	1.36	2.32	0.03

资料来源: 东兴证券研究所

从区域和渠道结构来看, 江苏金一子公司占据了主导地位, 收入及利润的占比分别为75%和86%, 随着公司重点发展数家省级分行而后择机全国性拓展的运作策略的推进, 以及零售渠道铺设引致的全国影响力提升, 收入的区域均衡化趋势或将越发明显。

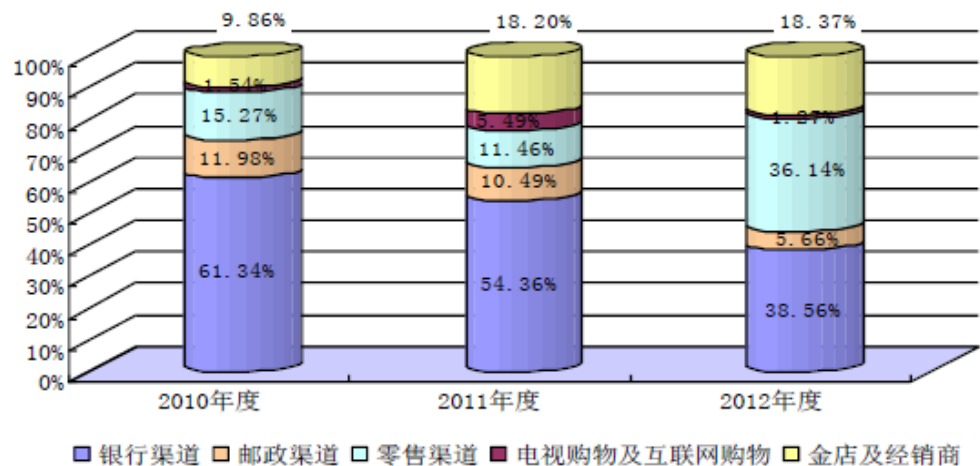
表 5: 公司 2012 年主要子公司收入及利润占比、%

	母公司	江苏金一	广州金一	深圳金一	河北商道	成都金一
收入	15.19	34.74	2.50	46.54	0.07	0.24
利润	36.79	51.87	1.75	7.68	-0.66	0.73
净利润	35.00	55.70	1.50	6.72	-0.60	0.63

资料来源: 东兴证券研究所

同时公司致力于打造包括自营、银行、邮政、电视购物、网络购物、金店及经销商等多元化的营销体系。2013Q2 年度, 公司通过银行渠道的销售收入占当年主营业务收入 41.52%, 较前两年有所下滑, 借助银行渠道构建贵金属工艺品销售通路, 具有独特优势; 通过邮政渠道实现的销售收入占主营业务收入的 1.06%, 邮政渠道相对成熟, 网点遍布城乡, 回款速度快, 拥有大量固定的企业、政府及个人客户, 但新兴渠道的快速发展使得邮政渠道的增速大幅放缓; 零售渠道的拓展有效提升了公司的终端渠道控制力和品牌影响力, 且基于渠道的扁平化毛利率较高。

图 7: 公司渠道结构年度变化趋势



资料来源: 东兴证券研究所

表 6: 公司各渠道毛利率年度变化趋势

	2011 年报	2012 年报	2013Q2 年报
银行渠道	12.69	22.96	20.93
邮政渠道	7.80	8.54	10.00
零售渠道	17.90	6.73	7.22
电视购物及互联网购物	13.34	13.30	11.85
金店及经销商	6.92	9.31	4.71
合计	11.76	13.65	11.98

资料来源: 东兴证券研究所

3.2 盈利能力具备金价的弱周期性特质

公司按照“实时金价+固定加成”对外销售并确认收入,同时按销售的实时金价向中国黄金集团公司结算采购成本,存货成本采用加权平均法确定。金料作为公司产品最重要的原材料占有的比重达到 70.38%,银料占 8.26%。公司一般能通过产品销售价格调整触发机制较好地转移黄金价格波动给消费者和销售商,获得经营收益。

公司通过加强毛利率高的纯银制品以及设计服务的市场推广和销售比重,提升持续盈利能力。黄金采购价格在总体上升的过去三年及一期中(10-13Q2),公司综合毛利率分别为 11.65%、11.77%、13.7%、11.87%,期间毛利率均保持了稳定。2014 年我们认为金价趋势性反弹的动力不大,主要原因有两点:一是美国内生性增长强劲,美元作为核心储备货币的信用恢复;二是美国 QE 退出付诸实施,美元走强,对于公司整体毛利率的影响偏正面。

表 7: 原材料波动对于产品毛利率的敏感性分析

原料	波动比例	成本变动金额、万	毛利额、万	毛利变动率	敏感系数
金料	-1%	-1779.07	41921.14	4.43%	-4.43%
	0%	—	39951.48	0%	0%
	+1%	1779.07	38363.00	-4.43%	4.43%
银料	-1%	-208.87	40350.94	0.52%	-0.52%
	0%	—	39951.48	0%	0%
	+1%	208.87	39933.20	-0.52%	0.52%

资料来源: 东兴证券研究所

除了对于原材料的敏感性之外,黄金产品的毛利率水平与当年主要题材产品的结构、渠道结构有一定关系;而纯银制品毛利率的逐年下降则主要基于公司为扩大纯银制品的销售收入,采取了降低利润率的销售策略;公司的珠宝首饰销售以采购成品后直接销售的模式为主,并非由公司自己设计,因此其毛利率不高,基本维持稳定。

表 8: 公司各类产品毛利率变化趋势

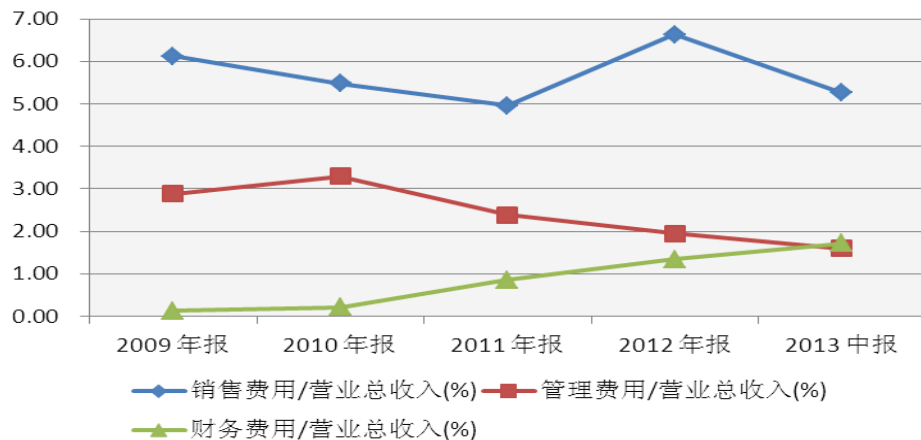
毛利率	2011 年报	2012 年报	2013Q2 年报
-----	---------	---------	-----------

纯金制品(%)	9.23	11.77	11.36
珠宝首饰 (%)	13.76	4.14	2.71
投资金条(%)	0.52	1.14	1.15
纯银制品 (%)	21.13	36.38	31.47
其他(%)	39.53	61.33	63.47
邮票(%)	50.79	56.45	48.70

资料来源: 东兴证券研究所

公司的销售费用随逐年增长, 销售费用中市场推广费和特许费是主要两大开支, 占营业收入的比重整体保持稳定; 管理费用 2010 年度因股份支付而导致金额较大, 之后呈现逐年优化的态势; 财务费用的金额较小。

图 8: 公司三大费率年度变化趋势



资料来源: 东兴证券研究所

3.3 文化、渠道资源整合形成竞争力和盈利良性循环的关键

公司所处的文化创意行业、黄金行业及珠宝首饰行业均属于市场化程度较高的行业。目前行业内主要产品为贵金属工艺品的规模型企业不超过 20 家, 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。

除本公司外, 行业内的主要企业包括中国金币总公司、中钞国鼎投资有限公司、国金黄金集团有限公司、深圳市富理实业有限公司、北京繁荣文化发展有限公司等。但鉴于以下主要三家可比公司数据的缺失, 我们将公司的盈利、周转、现金流三大黄金珠宝类企业的核心指标与代表性珠宝零售企业进行大致对比。

- **中国金币总公司** 资金实力雄厚, 但产品种类较为单一, 主要集中在贵金属纪念币。熊猫普制金币为该公司的代表性产品。

- **中钞国鼎投资有限公司** 主营业务为贵金属工艺品的研发、制作、销售和防伪印制产品。现有直营店和经销商约 300 家, 为 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、

2010 年广州亚运会及迪士尼公司的贵金属特许经营商和英国皇家造币厂特许经营商。

·**深圳市富理实业有限公司**主要产品为珠宝首饰和贵金属工艺品。公司营销网络和服务机构遍布阿联酋、法国、意大利、北美等二十多个国家和地区。

首先从盈利能力看，公司的毛利率水平略低于定位中高端的珠宝品牌企业潮宏基、飞亚达，但基于贵金属工艺品的定位略高于同类批零兼并的贵金属首饰类企业，同时，特许经营等费、全渠道推广费的高企使得公司的净利率位于平均水平之下，轻资产的运营模式又使其 ROE 水平位居中上游；其次从存货周转效率看，公司的存货周转率仅低于老凤祥、金叶，普遍高于潮宏基为代表的零售主导的时尚定位企业；此外，零售模式主导的贵金属首饰企业在 2011 年前后的黄金消费浪潮初期进行了大规模的终端渠道扩张，从而导致了现金流能力的较快下降，公司 12 年现金流效率位居末尾。总体来看，公司的盈利能力随着产品结构的优化和全渠道的均衡以及品牌力的扩大有进一步提升的空间，而与现金流息息相关的运营效率则有望在资本的后发助力下与区域、渠道的扩张相得益彰。

表 9：可比黄金珠宝公司三大核心运营指标横向对比

2012	销售毛利率	销售净利率	净资产收益率	存货周转天数	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
飞亚达 A	34.45	3.82	8.02	320.00	1.52
金叶珠宝	6.60	2.80	16.97	56.54	-4.04
潮宏基	33.16	8.54	8.88	472.63	6.20
明牌珠宝	6.19	1.11	2.63	136.85	1.37
东方金钰	8.63	3.32	21.79	271.76	7.04
老凤祥	8.19	3.11	22.14	74.99	2.94
金一文化	13.70	2.68	15.62	94.67	-8.12

资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们结合黄金珠宝各品类的行业增速和公司巩固黄金核心；重白银、邮品高毛利品类；轻金条、珠宝等非核心品类的产品结构战略得出以下各品类的收入增速及结构预测表：

表 10：公司各品类收入增速及相对占比预测

		2012	2013E	2014E	2015E
纯金制品	收入增速	-20.24%	28.50%	22.00%	16.00%
	相对占比	53.21%	63.36%	65.04%	66.14%

纯银制品	收入增速	17.97%	-28.00%	25.00%	20.00%
	相对占比	14.75%	9.84%	10.35%	10.89%
投资金条	收入增速	589.93%	0.00%	0.00%	0.00%
	相对占比	28.83%	9.18%	7.73%	6.77%
其他	收入增速	5.00%	1.00%	5.00%	5.00%
	相对占比	2.22%	2.08%	1.83%	1.69%
珠宝首饰	收入增速	-1.81%	3669.23%	15.00%	10.00%
	相对占比	0.44%	15.51%	15.01%	14.47%
邮品	收入增速	104.70%	-93.79%	35.00%	25.00%
	相对占比	0.55%	0.03%	0.04%	0.04%

资料来源：东兴证券研究所

公司的毛利率水平将受到产品结构和渠道结构的双重影响，随着高毛利率非金品类的均衡化和高毛利率零售渠道、新媒体渠道占比的逐步提升，毛利率水平有望逐年小幅提升；而主导黄金产品的毛利率则将在需求下降和原料下降的博弈下基本保持稳定。我们用各品类的收入占比为权重，通过加权平均各产品毛利率水平得出综合毛利率水平，预计 12-14 的毛利率水平分别为 11.87%、11.9%、11.97%。

销售费率随着多渠道营销和全国区域辐射范围的扩大呈现稳步上升态势；管理费率则随着规模经济效益的不断发挥而逐年优化。

公司未来的业绩亮点在于品牌溢价引致的核心品类盈利能力提升、产品结构优化带来的结构性盈利提升以及多维营销渠道和区域间协同引致的费用优化，而公司作为贵金属工艺品的蓝海领域全品类领航者有望凭借资本的后发优势在黄金盛宴中全面突围。预测公司 2012-2014 三年的 EPS 分别为 0.56、0.58、0.69 元，给予 14 年 16-18 倍的 PE 水平，对应相对估值为 9.86 元。我们以市场预期收益率为 11%、第二阶段增长率 7%、长期增长率 1.5% 等为假设，公司的绝对估值价格 12.55 元，结合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值区间为 9.86-11.55 之间。

表 11：可比公司估值对比

证券简称	收入(亿元)	市值(亿元)	市盈率 PE(倍)	市销率 PS(倍)
老凤祥	255.53	120.68	12.99	0.47
潮宏基	15.34	47.16	20.77	3.07
周大福	465.2	1,124.00	13.80	1.98
周生生	148.8	146.89	10.29	0.82

资料来源：东兴证券研究所

5. 风险提示

- 1、黄金价格波动对于需求下降和原材料库存跌价影响风险，同时黄金期货对冲交易也存在一定投资风险；

- 2、对于银行和邮政渠道依赖性风险。11-13Q2 通过银邮渠道合计的销售收入占比依次为 64.58%、44.22%、42.57%;
- 3、客户集中度较高风险，公司主要通过银行和邮政渠道销售贵金属工艺品。最近二年一期，公司对前五大客户的销售收入占公司营业收入的比例分别为 64.69%、35.77%和 39.35%。

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	878	1496	1210	1937	2122	营业收入	2554	2931	3159	3754	4283
货币资金	99	112	158	676	685	营业成本	2254	2529	2784	3307	3770
应收账款	114	388	132	165	176	营业税金及附加	7	9	9	11	13
其他应收款	54	70	76	90	103	营业费用	127	194	171	203	223
预付款项	76	130	158	191	229	管理费用	61	57	63	79	86
存货	535	795	686	815	930	财务费用	22	39	25	22	34
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.74	7.49	7.50	9.00	8.00
非流动资产合计	156	170	161	152	144	公允价值变动收益	-10.17	20.22	24.00	6.00	6.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-5.84	-20.08	8.00	8.00	8.00
固定资产	124.04	122.16	114.26	106.36	98.46	营业利润	66	94	131	137	164
无形资产	2	9	8	7	6	营业外收入	28.57	13.79	11.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.57	2.21	0.00	0.00	0.00
资产总计	1034	1666	1371	2089	2266	利润总额	94	106	142	147	174
流动负债合计	611	1160	392	1011	1071	所得税	24	27	36	37	43
短期借款	230	560	104	552	465	净利润	71	79	107	110	130
应付账款	62	77	76	136	155	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	23	102	197	310	438	归属母公司净利润	71	78	107	110	130
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	99	151	165	168	206
非流动负债合计	3	5	3	3	2	RPS (元)	0.50	0.55	0.75	0.58	0.69
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	614	1165	395	1014	1073	成长能力					
少数股东权益	0	1	1	1	1	营业收入增长	14.40%	14.74%	7.78%	18.84%	14.08%
实收资本(或股本)	142	142	142	142	142	营业利润增长	20.28%	41.58%	39.50%	4.19%	19.52%
资本公积	143	144	524	524	524	归属母公司净利润增长	36.67%	3.16%	36.67%	3.16%	18.19%
未分配利润	132	207	292	381	485	获利能力					
归属母公司股东权益合计	420	500	975	1074	1191	毛利率(%)	11.77%	13.70%	11.87%	11.90%	11.97%
负债和所有者权益	1034	1666	1371	2089	2266	净利率(%)	2.78%	2.68%	3.38%	2.93%	3.04%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.86%	4.69%	7.79%	5.27%	5.74%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	16.87%	15.62%	10.95%	10.25%	10.92%
经营活动现金流	23	-238	540	98	138	偿债能力					
净利润	71	79	107	110	130	资产负债率(%)	59%	70%	29%	49%	\
折旧摊销	10.29	17.40	0.00	8.80	8.80	流动比率	1.44	1.29	3.09	1.91	1.98
财务费用	22	39	25	22	34	速动比率	0.56	0.60	1.34	1.11	1.11
应收账款减少	0	0	257	-33	-11	营运能力					
预收账款增加	0	0	95	113	128	总资产周转率	2.75	2.17	2.08	2.17	1.97
投资活动现金流	-82	-36	25	5	6	应收账款周转率	25	12	12	25	25
公允价值变动收益	-10	20	24	6	6	应付账款周转率	16.45	42.24	41.34	35.38	29.45
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-6	-20	8	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.55	0.75	0.58	0.69
筹资活动现金流	91	286	-519	415	-134	每股净现金流(最新摊薄)	0.23	0.09	0.32	3.65	0.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.52	6.87	7.57	8.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-2	1	379	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	33	12	45	518	9	EV/EBITDA	1.32	2.97	-0.32	-0.74	-1.07

分析师简介

高坤

中小市值组 产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。