

金价下跌拖累公司业绩， 打造上中下游一体化产业链

投资要点：

1. 事件

2013年实现营业收入5,928,023,627.87元，较去年同期增长22.81%；实现营业利润186,206,279.87元，较去年同期减少12.67%；归属于母公司所有者净利润157,161,763元，较去年同期减少1.96%。

2. 我们的分析与判断

■ **金价下跌拖累公司业绩：**2013年度公司实现主营业务收入592,664.46万元，比去年同期增长22.81%，其中：珠宝玉石首饰比上年减少22.12%，主要原因是翡翠毛料及饰品销售收入均减少；黄金饰品比上年增长36.35%，主要原因是销售量比上年增长45%，平均单价比上年减少7.7%。分地区来看，广东地区同比增长38.45%，北京地区同比下降-83.42%，云南地区同比增长1.70%。受金价下跌拖累，黄金饰品毛利率为-2.97%，同比下降6.46%；珠宝玉石首饰毛利率为42.77%，同比上升17.17%；综合毛利率为3.75%，同比下降4.88%。报告期公司销售费用2,146.60万元，同比增长20%（上年同期1,784.91万元）。费用增长的主要原因是子公司云龙兴龙珠宝有限公司腾冲分公司于2012年10月开业，同比增加了2013年1-9月的费用；另外，江苏东方金钰珠宝有限公司于2013年10月开业，增加了187万元销售费用。计提4764.46万元的存货跌价准备，其中库存商品-黄金摆件及饰品为4087.44万元，原材料为677万元。

■ **投资收益1.53亿，主要来自黄金租金和T+D业务：**其中本期黄金T+D交易投资收益6408万元；归还建行980公斤黄金产生的投资收益4099万元；中信钰道翡翠投资基金清算产生的投资收益4679万元。去年同期投资收益为-3733万元。

■ **稳步推进全国一线和二三线城市销售布点，重点项目建设初见成效。**公司计划通过自建旗舰店、加盟商开店和合作经营等多种方式，在珠宝首饰消费集中区域完善销售渠道的布局，建设遍及全国主要区域的市场营销体系。2013年，公司推进销售网点布局，在拉萨、长沙、丽江等地新开了一批销售专柜和加盟店。重点项目北京珠宝专营店完成升级改造，已经于9月重新开业。徐州珠宝专营店完成选址、装修、铺货工作，于11月28日顺利开业。

■ **进一步优化公司产业链。**公司遵循完善珠宝产业链的发展战略，已经开始组建翡翠加工厂，还计划收购一家镶嵌加工厂和一家黄金加工厂，进一步整合翡翠、黄金、钻石首饰等产品线，逐步形成原材料采购交易、设计加工、批发零售、加盟连锁等上中下游一体化经营。

东方金钰 (600086.SH)

推荐 首次评级

分析师

郭怡娴

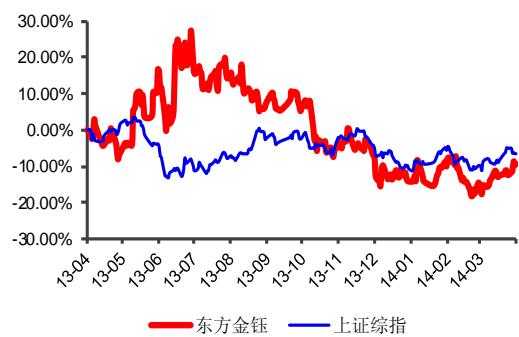
电话：(8610) 66568229

邮箱：guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030001

市场数据	时间	2013.4.18
A股收盘价(元)		18.04
A股一年内最高价(元)		25.71
A股一年内最低价(元)		16.11
上证指数		2,098.89
总股本(亿股)		3.52
实际流通A股(亿股)		3.52
总市值(亿元)		63.55

股价走势图



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

■ **翡翠企业借助互联网，寻求销售和流通新模式。**未来传统翡翠企业会更多与现代电子商务模式接轨，推出移动终端销售、高端翡翠VIP销售模式，通过寻求跨界合作尝试“金融创新解决翡翠珠宝流通”的业务新模式。

■ **非公开发行二次流产，财务压力依然较大。**公司于2013年4月1日终止了前次非公开发行方案。根据公司发展战略和实际情况，对前次方案进行了调整。2013年6月28日公司向中国证监会报送了《东方金钰股份有限公司2013年度非公开发行股票申请文件》，本次申请非公开发行4605.94万股股份，募集资金总额为9亿元，由控股股东兴龙实业全额以现金方式认购，募集资金用途为偿还银行贷款和补充流动资金。公司于2013年7月9日收到中国证监会《中国证监会行政许可申请受理通知书》。2014年1月27日，公司和保荐机构华创证券有限责任公司同时向中国证监会报送了中止审查增发申请文件的请示，主动要求中止审查增发申请文件。2014年2月25日，公司收到《中国证监会行政许可申请中止审查通知书》，中国证监会决定中止对我公司非公开发行股票申请文件的审查。公司财务压力依然较大，预计后续还有融资计划。

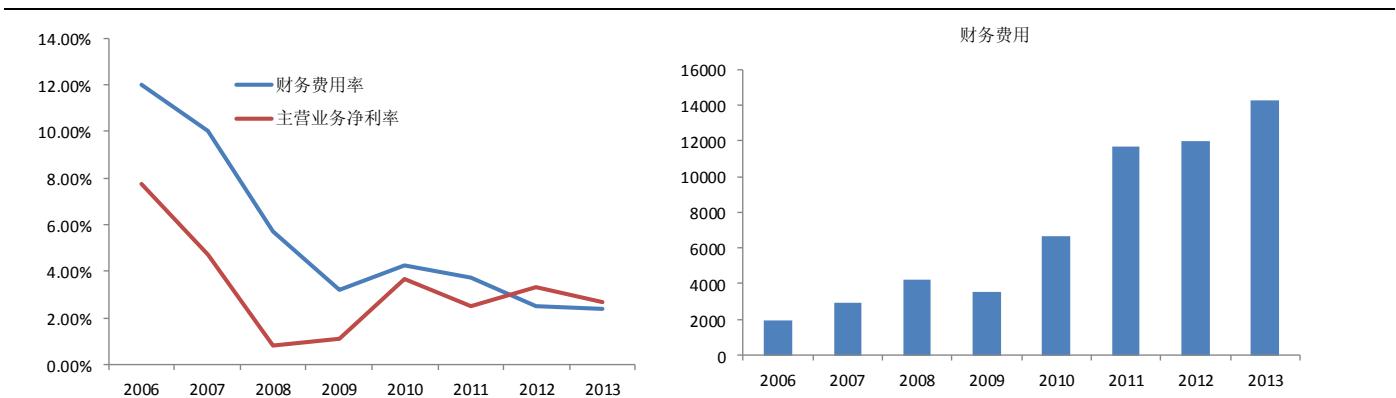
3. 投资建议

金价下跌导致黄金饰品业务毛利为负拖累公司业绩。翡翠价格在2011年下降幅度较大（2011年翡翠价格大跌导致收入和毛利润增速均为负，分别为-28%和-2.56%），13年呈现弱势格局，翡翠毛料及饰品销售收入负增长，但毛利润正增长30%。截止13年末，公司库存商品-珠宝玉石为19亿元，且实际大部分为中高端，真实市场价值远超账面价值。前五名销售客户销售金额合计占销售总额比重为68.31%，公司业绩调控空间较大，短期业绩并不能反映公司真实价值。非公开发行二次流产，财务压力依然较大，预计后续还有融资计划。

翡翠行业经过多年无序发展渐趋有序，优势企业借助品牌、渠道、产业链优化，存在整合市场提高市占率机会。预计公司14-16年的EPS分别为0.6、0.86元、1.13元，对于PE为30.1、21.0、16.0倍。我们给予公司推荐评级。

图1：2006-2013财务费用率和销售净利率情况

图2：2006-2013财务费用情况



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

图3：2007-2013黄金饰品和珠宝玉石收入占比情况

图4：2007-2013黄金饰品和珠宝玉石利润占比情况

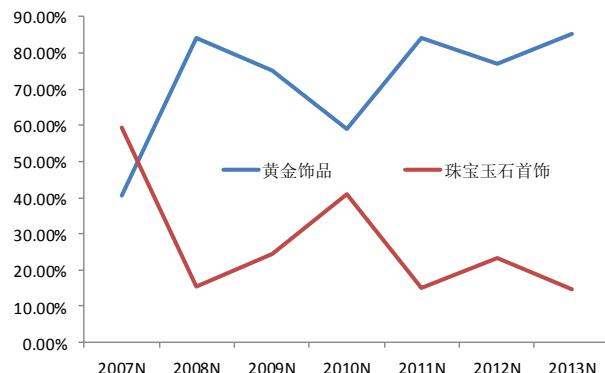


图 5: 2007-2013 黄金饰品收入增速和毛利率情况

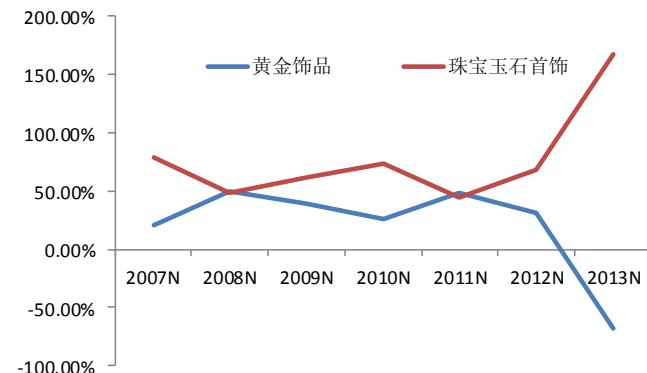
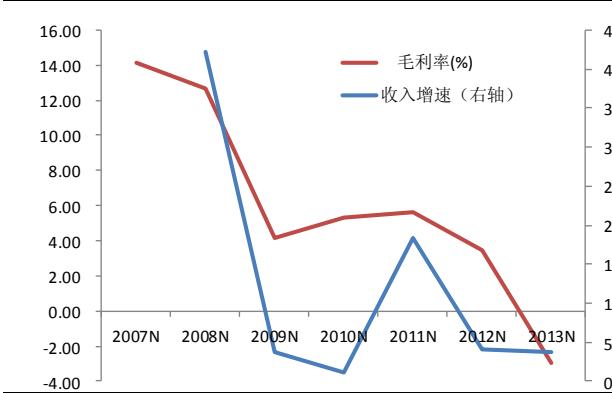


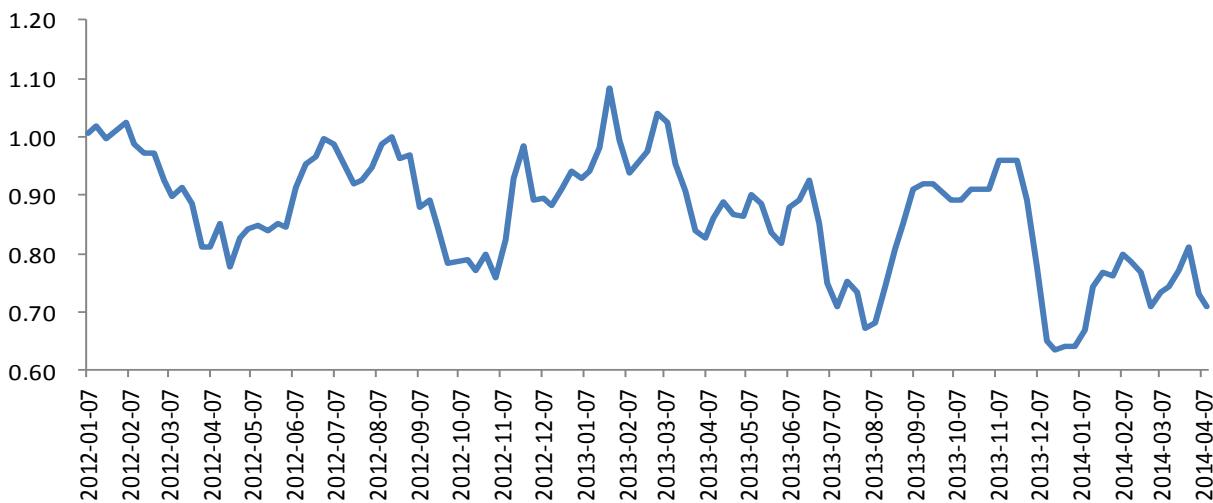
图 6: 2007-2013 珠宝玉石收入增速和毛利率情况



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 7: 翡翠价格



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

表 1：东方金钰关键财务数据及预测

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	592802	717291	875095	1067616	成长性				
营业总成本	594943	689120	834752	1014524	营业收入增长	22.8%	21.0%	22.0%	22.0%
营业成本	570485	682304	826646	1004613	营业成本增长	29.4%	19.6%	21.2%	21.5%
财务费用	14264	13240	18295	25027	营业利润增长	-12.7%	51.3%	43.2%	31.6%
销售费用	2147	2869	3500	4270	利润总额增长	-11.1%	48.7%	43.2%	31.6%
管理费用	3109	3586	4375	5338	净利润增长	-2.0%	34.4%	43.2%	31.6%
投资净收益	15292	0	0	0	盈利能力				
营业利润	18621	28171	40343	53091	毛利率	3.8%	4.9%	5.5%	5.9%
营业外收支	330	0	0	0	销售净利率	2.7%	2.9%	3.5%	3.7%
利润总额	18950	28171	40343	53091	ROE	17.6%	20.1%	23.7%	25.3%
所得税	3234	7043	10086	13273	ROIC	6.2%	6.8%	7.0%	6.9%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	15716	21128	30257	39819	销售费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
货币资金	32227	0	0	0	投资收益/营业利润	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	751	717	875	1068	所得税/利润总额	17.1%	25.0%	25.0%	25.0%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	807.65	976.90	1099.10	1099.10
存货	412117	525374	702650	904152	存货周转率	1.37	1.46	1.35	1.25
流动资产合计	458568	565947	751702	963643	流动资产周转率	1.30	1.40	1.33	1.24
固定资产	14802	23416	31330	38544	总资产周转率	1.17	1.25	1.20	1.14
资产总计	517542	633391	826765	1045475	偿债能力				
短期借款	105000	105000	105000	105000	资产负债率	78.3%	79.7%	81.7%	82.7%
应付款项	22187	26535	32149	39070	流动比率	1.49	1.39	1.30	1.26
流动负债合计	307031	408044	578724	767571	速动比率	0.15	0.10	0.08	0.08
长期借款	97000	97000	97000	97000	每股指标(元)				
负债合计	405044	505044	675724	864571	摊薄EPS	0.45	0.60	0.86	1.13
股本	35228	35228	35228	35228	每股净资产	2.53	2.98	3.63	4.48
留存收益	54044	69890	92583	122447	每股经营现金流	-0.91	-2.15	-2.82	-2.93
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	-2.0	-3.6	-3.3	-2.6
权益合计	89272	105118	127811	157675	估值	2013A	2014E	2015E	2016E
负债和股东权益总计	494316	610162	803536	1022246	PE	40.4	30.1	21.0	16.0
现金流量表 (万元)					PEG	1.11	0.81	0.66	0.51
经营活动现金流	-31886	-75659	-99425	-103352	PB	7.1	6.0	5.0	4.0
其中营运资本减少	-26771	-97806	-132563	-146902	EV/EBITDA	47.08	29.69	23.46	20.03
投资活动现金流	-1719	-10500	-10500	-10500	EV/SALES	1.41	1.25	1.16	1.07
其中资本支出	-14358	-10500	-10500	-10500	EV/IC	3.26	2.47	2.01	1.73
融资活动现金流	35677	-5282	-7564	-9955	ROIC/WACC	0.87	0.97	0.99	0.97
净现金总变化	2073	-91441	-117490	-123807	REP	3.73	2.56	2.04	1.78

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

郭怡娴，商业零售证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹 璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区: 高 兴	010-83574017	gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区: 李笑裕	010- 83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn