



新股询价

002731.CH

建议询价区间：人民币 10-12 元

目标价格：11.93 元

目标价格基础：市盈率

板块评级：增持

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513110001

林琳

(8621) 2032 8527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

萃华珠宝

以生产黄金饰品为主的老字号企业

公司是一家从事珠宝首饰设计、加工、批发和零售的“老字号企业”，“萃华”品牌始创于 1895 年，产品以黄金饰品为主，兼营铂金饰品、镶嵌饰品等珠宝首饰，在全国建立了包括 10 家直营店和 339 家加盟店的营销网络。公司现有股本 11,300 万股，按照新发行 3,768 万股，预计发行后总股本 15,068 万股。经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.79、0.83、0.90 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 7%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2014 年 15 倍市盈率，对应目标价 11.93 元。建议询价区间 10-12 元，对应 2014 年全面摊薄后 12-15 倍市盈率。

支撑评级的要点

- **品牌文化优势：**从品牌历史上看，“萃华”品牌始创于 1895 年（清光绪 21 年）。公司的“萃华金店”（总号）是东北地区销售量最大的金店之一，曾被亚洲珠宝联合会评选为“关东珠宝第一店”和“亚洲珠宝首饰设计流行榜百强展示店”，并被中国珠宝玉石首饰行业协会授予“中国珠宝玉石首饰行业放心示范店”的荣誉。
- **连锁经营网络优势：**公司自 2001 年开始探索连锁加盟经营模式，截止 2014 年 6 月底，公司共有直营店 10 家，加盟店 339 家。在连锁加盟网络的布局上初步形成了稳固传统优势区域并向外扩张的南北对进格局。
- **产业布局及产业链优势：**公司起源于典型的“前店后厂”式企业，除原有的位于沈阳市的工厂外，2009 年在深圳投资新建年产 3 吨黄金首饰生产基地，2013 年深圳萃华产能扩充至 8 吨。“一南一北”两个生产基地使公司在给连锁加盟店配货时节约了配货反应时间且降低了运输及安保成本，为公司巩固东北市场的优势地位并迅速开拓南方市场提供了良好的基础。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动。

估值

- 经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.79、0.83、0.90 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 7%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2014 年 15 倍市盈率，对应目标价 11.93 元。建议询价区间 10-12 元，对应 2014 年全面摊薄后 12-15 倍市盈率。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	2,820	3,679	3,865	4,022	4,187
变动(%)	16.0	30.5	5.1	4.1	4.1
净利润(人民币百万)	87	111	119	125	136
全面摊薄每股收益(人民币)	0.578	0.736	0.787	0.828	0.902
变动(%)	13.3	27.2	7.0	5.2	8.9
核心每股收益(人民币)	0.578	0.736	0.787	0.828	0.902
变动(%)	13.3	27.2	7.0	5.2	8.9
全面摊薄市盈率(倍)	20.6	16.2	15.2	14.4	13.2
核心市盈率(倍)	20.6	16.2	15.2	14.4	13.2
每股现金流量(人民币)	1.49	5.30	1.18	0.95	0.92
价格/每股现金流量(倍)	8.0	2.3	10.1	12.6	13.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	17.2	12.4	11.2	10.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
投资亮点	3
公司概况	5
主营业务：黄金饰品	6
公司竞争优势分析	12
财务分析	14
募集项目分析	17
盈利预测及假设	19
研究报告中所提及的有关上市公司	22

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

投资摘要

公司成立于1985年1月5日，从事珠宝首饰的设计、加工、批发和零售，是一家典型的由“前店后厂”发展起来的企业，公司前身沈阳萃华金银珠宝制品实业有限公司于2004年9月成立。公司以销售商品为营业收入的主要来源，其中又以批发为主，且批发业务收入占比逐年提升。而随着国民经济的持续增长和人们消费水平的提高，珠宝首饰消费需求大幅增长。我国已成为全球最重要的珠宝消费市场，黄金首饰行业在未来相当长时间维持在景气上升周期，为公司业务发展提供良好的外部环境。

公司现有股本11,300万股，按照新发行3,768万股，预计发行后总股本15,068万股。经盈利模型预测，我们预计2014-2016年全面摊薄每股收益分别为0.79、0.83、0.90元，以2013年为基期三年复合增长率7%。参照公司业绩增速以及A股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司2014年15倍市盈率，对应目标价11.93元。建议询价区间10-12元，对应2014年全面摊薄后12-15倍市盈率。

投资亮点

- **品牌文化优势：**从品牌历史上看，“萃华”品牌始创于1895年(清光绪21年)，萃华金店早期曾负责为清皇室制作金银礼器和珠宝首饰。2006年公司成为第一批由国家商务部评定的珠宝首饰行业五家“中华老字号”企业之一，同时也是长江以北唯一获此殊荣的珠宝首饰企业。公司的“萃华金店”(总号)是东北地区销售量最大的金店之一，曾被亚洲珠宝联合会评选为“关东珠宝第一店”和“亚洲珠宝首饰设计流行榜百强展示店”，并被中国珠宝玉石首饰行业协会授予“中国珠宝玉石首饰行业放心示范店”的荣誉。根据中国珠宝玉石首饰行业协会的初步统计，2010年公司“萃华”品牌的足金首饰市场份额居国内品牌第五名。
- **连锁经营网络优势：**公司自2001年开始探索连锁加盟经营模式，并从2004年以企业改制为契机，通过复制直营店的品牌与服务模式，大力建设连锁加盟经营体系，在缺少外部资金支持的环境中，加盟店的建设仍能呈逐年增加的趋势发展，截至2014年6月30日，公司的加盟店已拓展到339家。在连锁加盟网络的布局上初步形成了稳固传统优势区域并向外扩张的南北对进格局。

图表 1.公司直营店和加盟店分布情况

萃华直营店、加盟店分布情况



资料来源：公司公告

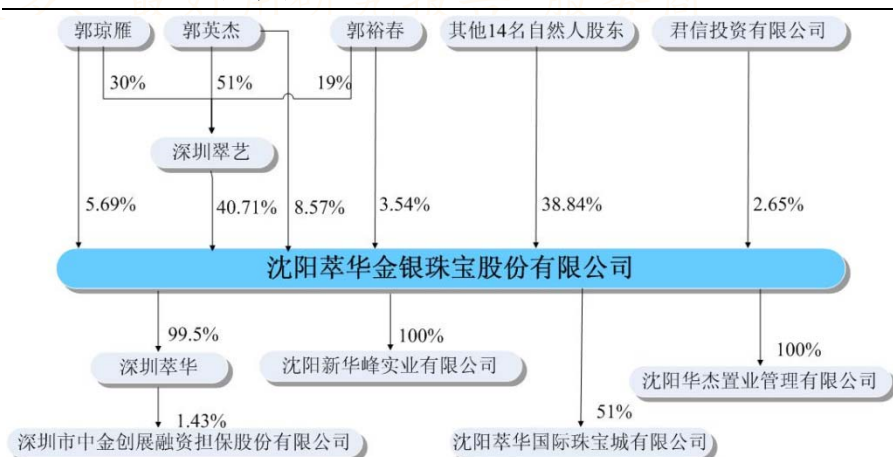
- **产业布局及产业链优势：**公司起源于典型的“前店后厂”式企业，除原有的位于沈阳市的工厂外，2009 年在深圳投资新建年产 3 吨黄金首饰生产基地，2013 年深圳萃华产能扩充至 8 吨，充分利用深圳作为国内最大的珠宝首饰制造生产、贸易集散和国际珠宝首饰行业信息交流中心的地位，及时将新的首饰文化理念融入到自身的产品中。“一南一北”两个生产基地使公司在给连锁加盟店配货时节约了配货反应时间且降低了运输及安保成本，为公司巩固东北市场的优势地位并迅速开拓南方市场提供了良好的基础。

公司概况

公司成立于1985年1月5日，从事珠宝首饰的设计、加工、批发和零售，是一家典型的由“前店后厂”发展起来的企业，公司前身沈阳萃华金银珠宝制品实业有限公司于2004年9月成立。2008年7月31日，沈阳萃华金银珠宝制品实业有限公司整体变更为沈阳萃华金银珠宝股份有限公司。公司主要产品为黄金饰品，且自成立以来，一直坚持最初的主营业务，未进行过大的改动。目前，公司已经发展成为集黄金饰品的设计、生产、销售、管理、品牌为一体的现代化经营实体。公司以销售商品为营业收入的主要来源，其中又以批发为主，且批发业务收入占比逐年提升。

深圳翠艺是本公司的控股股东。截至本招股说明书签署日，深圳翠艺持有本公司股份4,600万股，占本公司总股本的40.71%。本次发行前，郭英杰先生通过直接、间接方式合计控制本公司49.27%的股份，为本公司的实际控制人。公司前三大股东分别为深圳市翠艺珠宝首饰实业有限公司，周应龙，郭英杰，其中郭英杰又是翠艺珠宝的最大股东，所以郭英杰成为实际控制人。

图表 2. 本次发行前，萃华珠宝股权结构图



资料来源：公司招股说明书、中银国际

主营业务：黄金饰品

公司主要产品为黄金饰品，具体包括项链、吊坠、手镯、戒子、耳环、耳钉、纪念章(币)、金条(币)、元宝、工艺摆件等系列产品。产品通过公司直营店零售、向加盟店及非加盟客户批发，通过公司连锁加盟网络的零售环节满足消费者在装饰、纪念、保值、寄托情感、投资、收藏等方面的需求。根据最新年报，公司主营构成中，黄金饰品:95.21%（其中分为，黄金首饰:55.57%、金条(币):38.04%以及黄金工艺摆件:1.6%），镶嵌饰品:2.19%，加工费:1.3%；铂金饰品:0.67%，其他:0.48%。报告期内，公司主营业务收入占营业收入比例分别为99.87%、99.89%和99.85%，其中销售商品实现收入占营业收入比例分别为98.55%、98.58%和98.55%。销售商品是公司营业收入的主要来源。

图表 3. 公司主营业务分类别收入情况（万元）

项目	2011		2012		2013		1H2014	
	收入	比例 (%)	收入	比例 (%)	收入	比例 (%)	收入	比例 (%)
黄金饰品	230788	94.94	268646	95.26	350296	95.21	168751	94.01
镶嵌类饰品	2681	1.10	4778	1.69	8041	2.19	5015	2.79
加工费	3209	1.32	3686	1.31	4795	1.30	3375	1.88
铂金饰品	2568	1.06	2651	0.94	2464	0.67	1410	0.79
其他	3531	1.45	1939	0.69	1771	0.48	955	0.53
主营业务合计	242777	100	281700	100	367367	100	179506	100.00

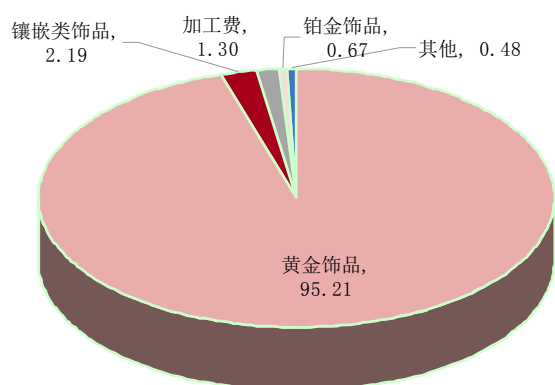
资料来源：招股说明书，中银国际研究部

1. 按产品划分：黄金饰品为营业收入的最主要来源

按产品类别划分，公司产品包括黄金饰品、铂金饰品、镶嵌饰品等，其中，以黄金饰品为主。报告期内公司黄金饰品实现销售收入分别为230,788.00万元、268,646.48万元和350,295.65万元，占主营业务收入比例分别为95.06%、95.37%和95.35%，销售占比较高，体现了公司以黄金饰品设计、生产、销售为主的产品战略定位，其中，公司黄金饰品又可以细分为黄金首饰、黄金工艺摆件、金条(币)三类。

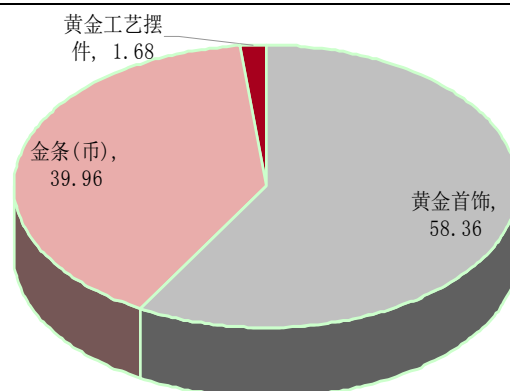
报告期内公司黄金首饰和金条(币)的销售逐年增加。2012年、2013年黄金首饰销售环比增长率分别为25.06%、34.70%，金条(币)销售环比增长率分别为12.28%、36.96%。两类产品销售增长的主要原因一方面是2011年-2013年我国社会消费品零售总额分别达到183,919亿元、207,167亿元和234,380亿元，分别比上年增长17.10%、12.64%和13.10%，保持稳定增长态势，为居民消费能力提供支持，另一方面是物价上涨使得居民购买黄金的意愿增强；最后，公司本身也大力发展加盟商，加盟店数量由2011年初的159家增加至2014年上半年的329家。

图表 4. 2013 年公司主营业务收入按产品划分情况 (%)



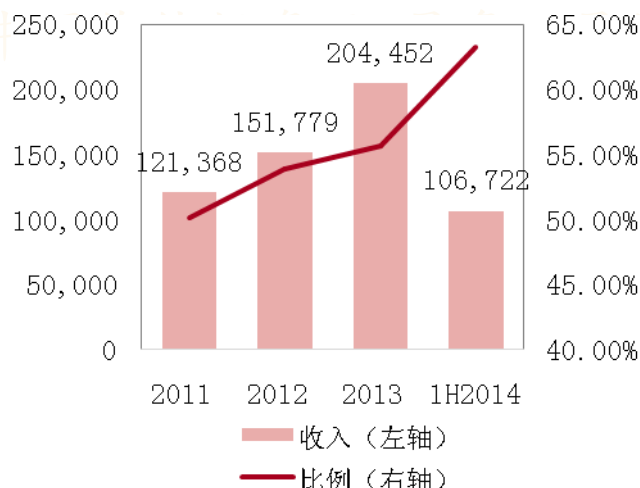
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 5. 2013 年黄金饰品细分产品占比情况 (%)



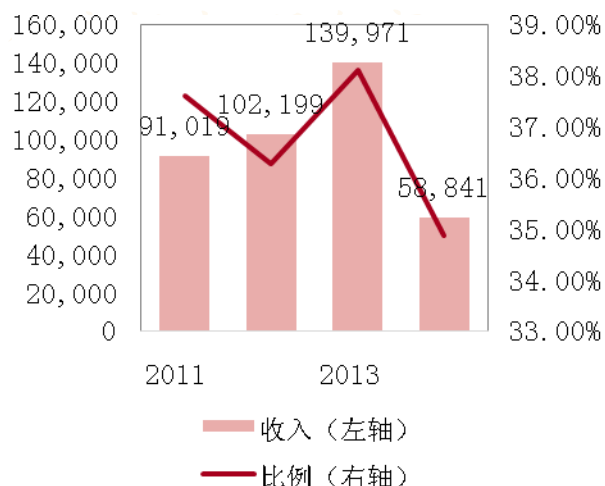
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 6. 2011 年-1H2014 年黄金首饰收入及占比黄金饰品收入情况 (万元, %)



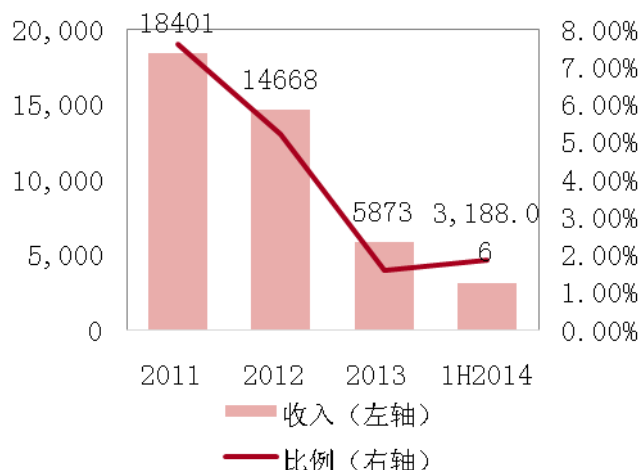
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 7. 2011 年-1H2014 年金条(币)收入及占比黄金饰品收入情况 (万元, %)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

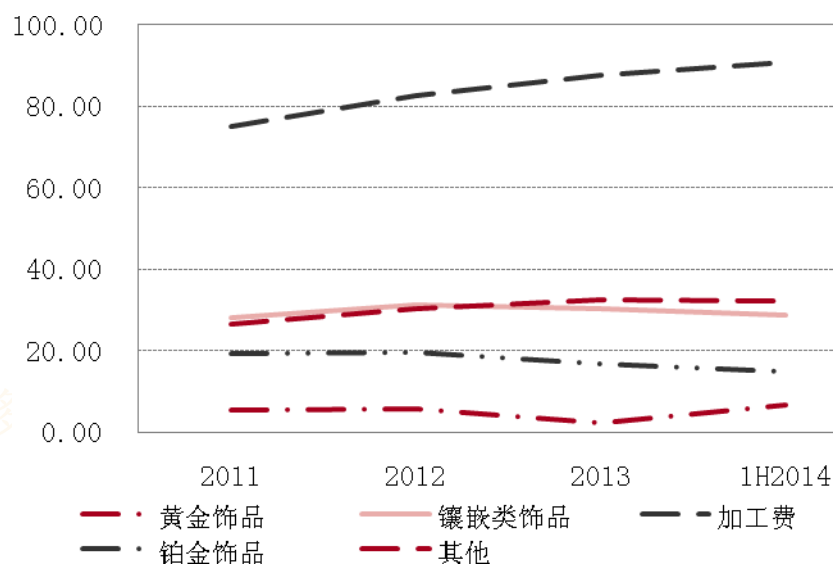
图表 8. 2011 年-1H2014 年黄金工艺摆件收入及占比黄金饰品收入情况 (万元, %)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

公司主营业务中，加工费的毛利率明显高于其他业务，2011年至1H2014年，分别为75.08%、82.74%、87.77%及90.94%，其次是镶嵌类饰品，2011年至1H2014年，分别为28.05%、31.34%、30.27%及28.58%，铂金饰品分别为19.19%、19.64%、16.83%及14.79%。但是由于黄金饰品占比高达90%以上，而2011年至2013年，黄金饰品的毛利率分别为5.59%、5.87%、2.31%和6.70%，导致公司的毛利率在报告期内分别为7.33%、7.71%、4.41%及9.10%。

图表 9.2011-1H2014 年公司各产品的毛利率水平 (%)



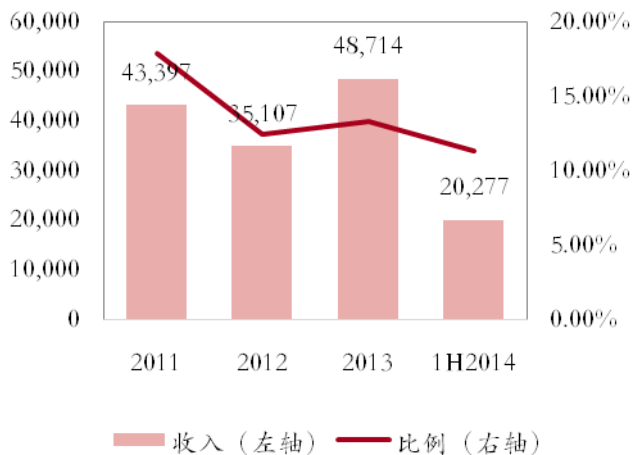
资料来源：公司招股说明书、中银国际

2.销售模式：批发模式为主，超过八成以上

公司销售模式分为零售和批发，批发分为对加盟商批发和对非加盟商批发。报告期内，公司零售业务销售收入分别为43,396.70万元、35,106.77万元和48,713.55万元，环比增长率为-19.10%、38.76%。2012年公司零售业务销售收入下降主要原因是，“萃华金店”（总号）临街道路改造使客流量受到负面影响及受到宏观经济因素的负面影响。

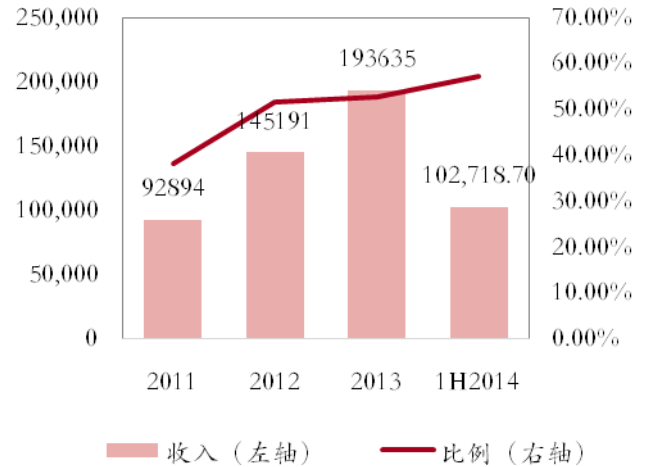
近三个完整会计年度，公司批发业务的销售收入保持增长，批发业务销售收入分别为199,380.41万元、246,593.06万元和318,653.16万元，环比增长率分别为23.68%、29.22%。目前公司主营业务收入以批发业务为主，批发业务收入占比逐年提高。主要原因是公司采取优先发展加盟店的策略来提高品牌影响力，现阶段充分发挥公司较强的黄金加工能力报告期内公司加盟店数量由2011年初的159家发展到2013年末的327家，加盟商分布区域由东北三省及内蒙地区，逐步发展到河北、河南、山西、湖北、安徽、江苏、湖北、江西、湖南等省；另外，公司的生产能满足批发客户的货品需求，公司现有沈阳和深圳两家加工厂，其中沈阳加工厂的生产能力为9吨/年，深圳加工厂的生产能力为8吨/年，合计17吨/年。

图表 10. 2011 年-1H2014 零售模式收入占比情况(万元, %)



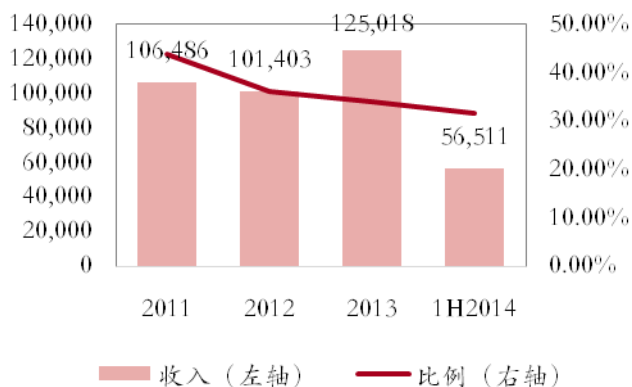
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 11. 2011-1H2014 年批发业务中加盟业务收入及占比情况 (万元, %)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 12. 2011 年-1 H2014 批发业务中非加盟业务收入占比情况 (万元, %)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

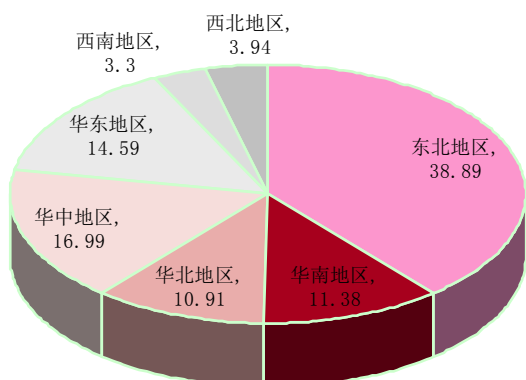
3. 销售区域：东北地区为主，西部地区发展潜力大

近年来，公司在立足于东北市场的基础上，致力于全国各地区市场的开拓，通过设立控股子公司深圳萃华扩充产能并大力开展传统市场区域以外的批发业务，不断扩大华南、华北、华中及华东等市场区域，目前公司产品已进入全国26个省(直辖市和自治区)100多个经济较为发达的市、县，各区域销售收入总体呈增长态势。

公司对传统优势市场东北地区的依赖逐步下降，报告期内东北地区销售额分别占当年主营业务收入的48.96%、43.03%和38.89%。2012年，东北地区同比增长2.00%，2013年同比增长17.86%；华中，华东，华南，华北地区的占比都在10%以上。西部地区明显落后，西南、西北地区的销售收入占比都只有5%之下，但是值得提出的是，除了东北地区之外，其他六个地区的增长率都很高（除

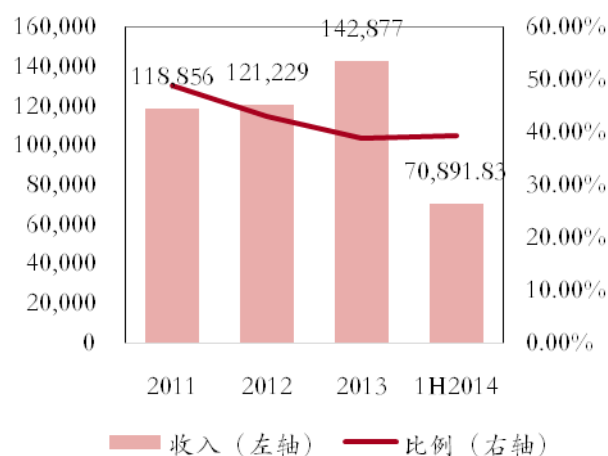
了华南地区2012年同比下降30.85%)，其中，2012年，西北地区同比增长216.95%。

图表 13.2013 年公司主营业务各销售区域占比 (%)



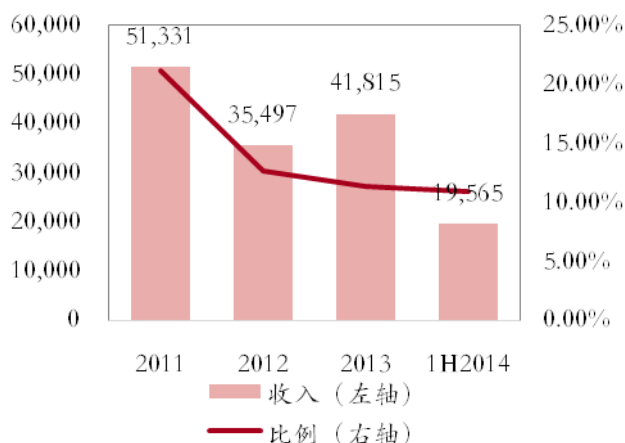
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 14.2011-1H2014 年东北地区收入占比情况 (万元)



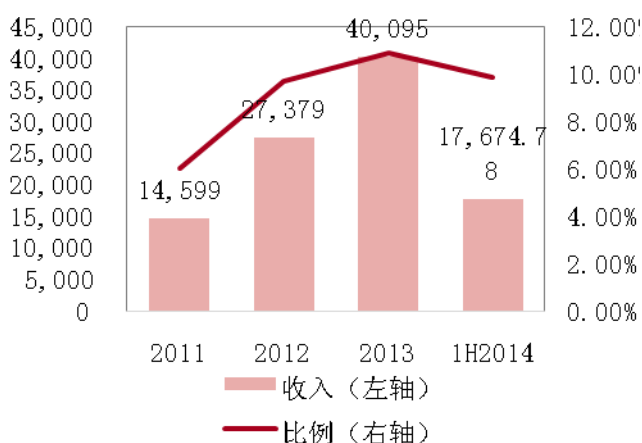
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 15.2011-2013 年华南地区收入占比情况 (万元)



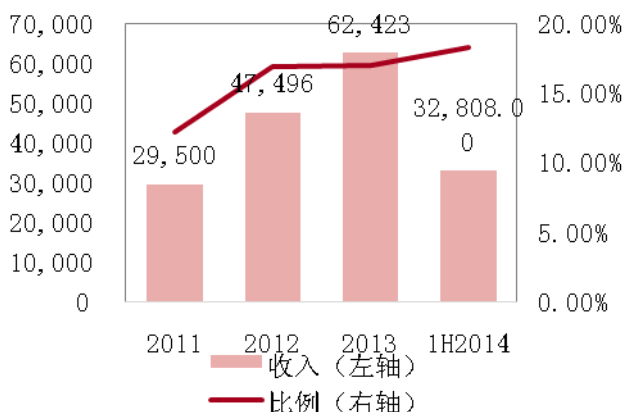
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 16.2011-2013 年华北区域收入占比情况 (万元)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 17.2011-2013 年华中地区收入占比情况 (万元)



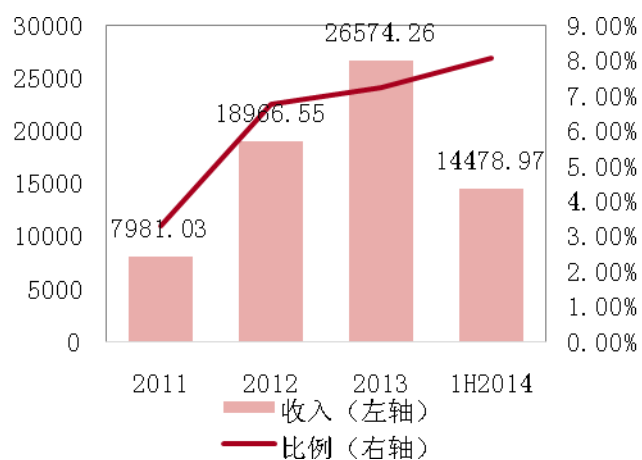
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 18.2011-2013 年华东区域收入占比情况 (万元)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 15. 2011-2013 西部地区收入占比情况 (万元)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

公司竞争优势分析

1. 品牌文化优势

从品牌历史上看，“萃华”品牌始创于1895年(清光绪21年)，萃华金店早期曾负责为清皇室制作金银礼器和珠宝首饰。上世纪七十年代中期，在周恩来总理发展民族产业的指示下，萃华人对传统工艺进行了挖掘和整理。改制设立以来，公司秉承传统工艺并结合现代首饰生产技术，使“萃华”品牌文化得到进一步弘扬。2006年公司成为第一批由国家商务部评定的珠宝首饰行业五家“中华老字号”企业之一，同时也是长江以北唯一获此殊荣的珠宝首饰企业。历经百余年打造的“金品人品共纯”的经营理念已为消费者认同。中国珠宝玉石首饰行业协会分别于2010年和2012年授予公司“创建中国珠宝品牌龙头企业”和“2012年度中国珠宝业最具竞争力品牌”的荣誉称号。公司的“萃华金店”(总号)是东北地区销售量最大的金店之一，曾被亚洲珠宝联合会评选为“关东珠宝第一店”和“亚洲珠宝首饰设计流行榜百强展示店”，并被中国珠宝玉石首饰行业协会授予“中国珠宝玉石首饰行业放心示范店”的荣誉。

2. 连锁经营网络优势

公司自2001年开始探索连锁加盟经营模式，并从2004年以企业改制为契机，通过复制直营店的品牌与服务模式，大力建设连锁加盟经营体系，在缺少外部资金支持的环境中，加盟店的建设仍能呈逐年增加的趋势发展。截至2013年12月31日，公司的加盟店已拓展到327家。在连锁加盟网络的布局上初步形成了稳固传统优势区域并向外扩张的南北对进格局。随着加盟网络的日益延伸，公司通过制定和实施《开店指导手册》等标准化管理制度，对加盟商的加盟条件、产品质量、服务质量等各方面进行严格控制，同时，还通过定期考核和不定期的现场巡查进行日常监督，进而有效地控制了加盟经营风险。目前，公司对加盟商已形成较为完善的管理体系，并有效支持着公司品牌建设及营销网络的拓展和维护。

3. 创新性市场运作优势

公司是国内四大国际珠宝展之一的“沈阳国际珠宝展”的主办单位，通过对首饰文化内涵的诠释不断开展创新性市场运作。2006年和2007年，借助公司设计人员以传统喜庆道具“灯笼”为主要元素设计研发出的“转运金珠”系列首饰，在全国范围内掀起了“转运金珠”的销售热潮，公司生产的转运金珠风靡全国，极大地提升了公司的市场地位，并被作为黄金首饰市场运作的经典案例被国内首饰行业研究。近年来，公司还积极与世界黄金协会、国际铂金协会、戴比尔斯集团市场推广机构等多家国际知名推广组织合作，引进吸收先进的市场运作经验。

4. 产业布局及产业链优势

公司起源于典型的“前店后厂”式企业，除原有的位于沈阳市的工厂外，2009年在深圳投资新建年产3吨黄金首饰生产基地，2013年深圳萃华产能扩充至8吨，充分利用深圳作为国内最大的珠宝首饰制造生产、贸易集散和国际珠宝首饰行业信息交流中心的地位，及时将新的首饰文化理念融入到自身的产品中。“一南一北”两个生产基地使公司在给连锁加盟店配货时节约了配货反应时间且降低了运输及安保成本，为公司巩固东北市场的优势地位并迅速开拓南方市场提供了良好的基础。同时，公司作为上海黄金交易所会员，具备了主要原料黄金的第一手采购渠道，一手的原料采购渠道与生产和销售环节

整合后，形成了较为完善的采购、设计、制造、销售和售后服务为一体的产业链，不仅使公司能不断满足消费者对产品的差异化需求，同时也缩短了满足上述差异化需求的反应时间。完善的产业链也使销售与服务环节收集的需求信息及时地反馈到采购、设计和制造部门，使公司能迅速地应对市场需求的变化对产品进行调整，从而为公司带来了更多的商业机会。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

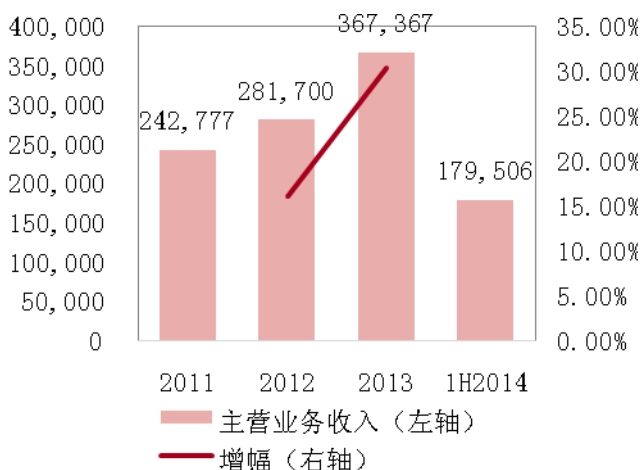
财务分析

1. 产能进一步提高，营业收入和净利润稳定增长

报告期内公司总资产分别为 80,338.84 万元、105,142.64 万元和 124,122.49 万元，环比增长率为 30.87% 和 18.05%。主要是业务规模和资产规模的同时扩充，使得经营效益和盈利能力的增强。公司流动资产占比较高。报告期内公司流动资产占总资产的比例均在 90% 左右，其中存货占总资产的比例在 50% 以上。2013 年归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为 22.15%。

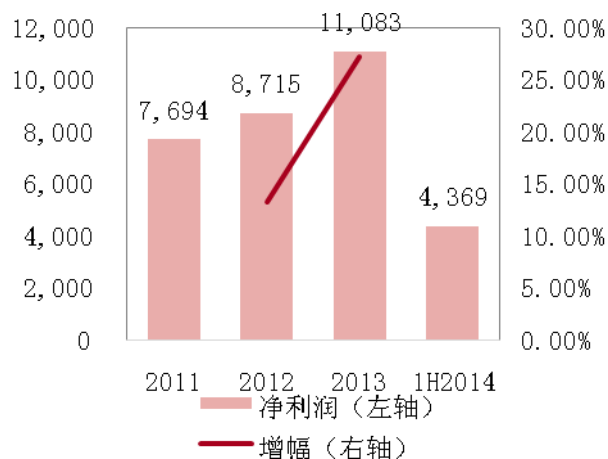
2011-2013 年，公司实现归属于母公司股东净利润分别为 7,694.16、8,714.95 和 11,082.52 万元。报告期内，公司利润主要来源于上述业务，提高销售收入、严控黄金原料价格波动带来的经营风险是公司提高利润的主要手段。报告期内公司营业收入分别为 243,092.40 万元、282,022.03 万元和 367,915.40 万元，2012 年、2013 年营业收入同比增长 16.01%、30.46%。其中报告期内主营业务收入分别为 242,777.11 万元、281,699.84 万元和 367,366.71 万元，2012 年、2013 年主营业务收入同比增长 16.03%、30.41%。

图表 16.2011-2013 公司营业收入及增长情况 (万元)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 17.2011-2013 年公司净利润及增长情况 (万元)



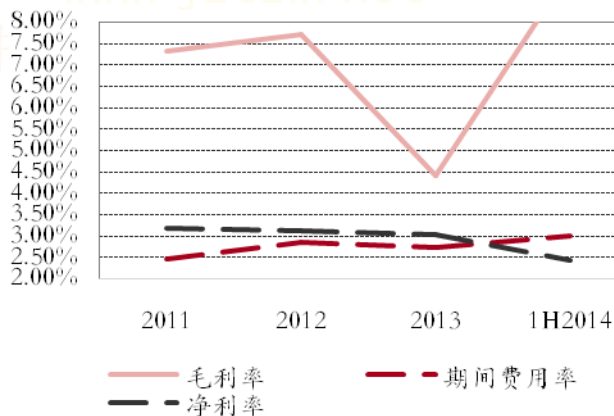
资料来源：公司招股说明书、中银国际

2. 毛利率受黄金影响波动明显，期间费用率控制有效

报告期内公司产品综合毛利率分别为 7.33%、7.71% 和 4.41%。公司以经营黄金饰品为主，该类产品的原料采购价格和产品销售价格比较透明，公司毛利率及变动情况符合行业特点。公司主营业务为黄金饰品的生产及销售，黄金原料价格波动对公司产品综合毛利率影响较大。报告期内，受黄金原料价格波动和市场需求结构的综合影响，综合毛利率分别为 7.33%、7.71% 和 4.41%，波动幅度较大。特别是在 2013 年，全年黄金原料价格呈现大幅震荡下跌走势(从年初的 331.40 元/克下跌到年末的 237.84 元/克，跌幅达到 28.23%)，对公司经营业务的综合毛利率水平产生较大不利影响，综合毛利率较 2012 年下降 3.30 个百分点，达到 4.41%。报告期内公司营业成本分别为 225,279.02 万元、260,278.55 万元和 351,678.96 万元，2012 年和 2013 年营业成本同比增长 15.54%、35.12%，营业成本变动与营业收入变动趋势相当。

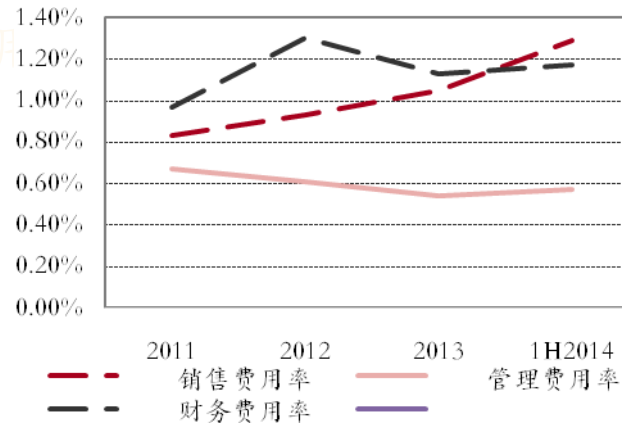
同期，公司期间费用率分别为2.46%、2.84%以及2.72%。整体呈现不断升高的趋势，而销售费用、管理费用、财务费用在费用率中占比相对均衡。公司的销售费用主要是广告费、经营房产装修费的摊销、业务宣传费等。报告期内公司销售费用分别为2,010.68万元、2,628.59万元和3,870.66万元，占当期营业收入的比例分别为0.83%、0.93%和1.05%，占比较小。但公司销售规模逐年扩大，伴随新市场区域的开拓，销售费用增幅有所提高，2012年和2013年销售费用分别增加30.73%和47.25%。公司管理费用主要是人工工资、中介费、办公费、折旧费用、业务招待费等。报告期内公司管理费用分别为1,624.60万元、1,710.76万元和1,979.72万元，占当期营业收入的比例分别为0.67%、0.61%和0.54%，占比逐年略有下降。公司财务费用主要是银行借款利息支出。报告期内公司财务费用分别为2,346.88万元、3,663.13万元和4,155.76万元，增幅较大。2013年财务费用增加，主要是报告期内公司为满足生产经营资金需要，大量增加银行借款，报告期内公司银行借款(含交易性金融负债)余额分别为43,201.40万元、58,982.90万元和64,174.61万元，由此导致财务费用大幅增加。

图表 18.2011-1H2014 公司毛利率、费用率及净利率情况 (%)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 19.2011-1H2014 公司期间费用率细分情况 (%)



资料来源：公司招股说明书、中银国际

3. 偿债能力合理，整体财务状况稳定

短期偿债能力方面，报告期内公司流动比率基本稳定。速动比率总体呈下降趋势，主要原因是受存货占流动资产比例变动的的影响，2011年至2013年，公司存货占流动资产比例分别为63.48%、51.24%和72.43%，而同期各年度存货周转率保持在5倍以上，说明公司存货水平与市场销售相符，不存在商品滞销或囤积商品的情形，且公司存货主要以黄金首饰和黄金原料为主，可变现能力较强。

资产负债率方面，近三个完整会计年度，公司资产负债率逐年增加，2011年至2013年，公司资产负债率(合并)分别为58.97%、60.68%和57.67%。主要是由于公司业务发展所需大量资金及黄金原料主要来自银行借款和向银行租赁黄金，公司负债规模逐年增加。公司业务规模逐渐增加，营运资金需求越来越大，自身经营积累难以支撑业务规模的快速扩张，公司可抵押的固定资产较少，主要通过提高经营效益的方式主动寻求金融机构融资，因此公司2011年、2012年和2013年财务结构中负债规模，特别是对银行的负债规模增幅较大。报告期内公司未发生贷款逾期未还的情况，在各贷款银行中信誉度较高。此外，公司不存在对正常生产、经营活动有重大影响的需特别披露的或有负债，亦不存在表外融资的情况。

公司利息保障倍数处于较高水平，公司偿债风险较小。公司存货主要为黄金和部分铂金原材料及首饰，可变现性极强，基本等同于现金等价物，为公司债务的偿付提供了有力的保证。

图表 20. 公司偿债能力主要指标及与同行业对比情况

财务指标	2011	2012	2013	1H2014
资产负债率(%)	58.97%	60.68%	57.67%	59.65%
流动比率(倍)	1.63	1.63	1.55	1.45
速动比率(倍)	0.59	0.79	0.43	0.47
利息保障倍数	5.87	4.4	4.97	4.11

资料来源：公司招股说明书、中银国际

4. 运营能力处于行业合理水平，发展趋势稳定

报告期内，公司应收账款周转率分别为 894.64 次、473.12 次和 387.54 次，虽呈现下降趋势，但总体仍保持较高水平。主要原因是公司经营规模逐年扩大，虽然执行严格的销售政策，一般要求客户缴纳全款后才能提货，如客户提出由权威部门对商品进行抽检要求，发行人通常要求客户五个工作日内付款，但为了适当扶持新开发的重要客户、信誉好客户，公司在风险可控的条件下为其提供适度商业信用。近三个完整会计年度内，公司存货周转率分别为 5.83 次、5.26 次和 5.38 次，基本稳定在同行业较高水平。主要是由于公司经营品种主要为黄金饰品。黄金饰品的市场特征是，价格形成机制透明，产品毛利率较低，但储值功能高，兑换或典当的损失率小，在所有贵重饰品中的销量最大，因此周转率较高。

图表 21. 公司偿债能力主要指标及与同行业对比情况

财务指标	2011	2012	2013	1H2014
应收账款周转率(次/年)	894.64	473.12	387.54	216.46
存货周转率(次/年)	5.83	5.26	5.38	4.05

资料来源：招股说明书，中银国际研究部

募集项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 3,768 万股，募集资金总额将根据询价结果最终确定。本次发行募集资金拟投资于“增设直营店项目”。根据市场环境及公司业务发展的需要，公司 2014 年 4 月 7 日和 2014 年 4 月 22 日第二届董事会第 18 次会议决议和 2014 年第二次临时股东大会决议，对“增设直营店项目”的选址进行了调整和增设。

图表 22. 公司偿债能力主要指标及与同行业对比情况

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	建设期
增设直营店项目	40,870	40,870	2 年

资料来源：招股说明书，中银国际研究部。

1. 增设直营店项目

珠宝首饰产业的发展主要依赖于一个国家经济实力的增强以及社会消费水平和消费信心的提高。近年来，我国 GDP 连续多年高速增长，即使在 2008 年爆发国际金融危机的经济背景下仍然实现了 8% 的增长。持续、快速发展的经济惠及了广大城乡居民，使得居民消费能力和消费欲望显著增强，进而有效拉动了对社会消费品的需求。2011 年-2013 年全年社会消费品零售总额分别为 183,919 亿、207,167 亿元和 234,380 亿元，分别比上年增长 17.1%、12.64% 和 13.10%。市场需求的上述变化给珠宝首饰行业带来了新的发展机遇，催生了国内珠宝首饰行业的进一步整合，行业分工也进一步细分。在行业整合、细化的变革中，是否拥有自主品牌和自主品牌的影响力将成为珠宝首饰企业确定其在行业分工中位置的关键因素，也将成为其在产业链中能否获得较高利润空间的决定因素。因此，公司作为全国珠宝首饰行业仅存的五家老字号企业之一，势必要把握行业发展的历史机遇，通过合理扩展营销网络为企业未来的发展夯实基础。同时，国家政策扶持老字号企业优先发展，公司拥有的“萃华”品牌始创于 1895 年(清光绪 21 年)，拥有世代传承的技艺，产品具有鲜明的中华民族传统文化背景和深厚的文化底蕴，2008 年，国家商务部等 14 部委联合颁布《关于保护和促进老字号发展的若干意见》目的在于为老字号发展营造有利的外部环境，支持和保护老字号企业传承、弘扬民族文化，鼓励和促进老字号企业自主创新，在发展中创造更多的社会、经济和文化价值。最后，文化消费理念的兴起为公司产品的推广提供了重要的发展机遇，近年来，随着居民受教育程度的不断提高，更多的消费者开始追求具有深厚民族文化内涵的产品，使得文化消费理念悄然兴起。文化消费理念的兴起在珠宝首饰行业的表现尤为突出，带有民族图腾、结合民族传统工艺、凝结民族传统文化的金银珠宝饰品越来越受到消费者的喜爱。

项目的投资，可以提高萃华珠宝的市场影响力、提高公司的盈利能力、有效快速地扩大市场份额同时及时取得稀缺店铺的资源，对于公司发展意义重大。而对于公司本身而言，丰富的店铺管理经验、优秀的营销策划能力、以及优秀多样化的人才储备，也是顺利完成此次项目的保障。

本次的资金使用分为固定投资和铺底流动资金两个部分，使用情况如下：

图表 23. 公司项目固定投资的测算情况 (万元)

序号	工程/费用名称	专卖旗舰店	店中店
1	租金	1,680	3,132

2	装修费用	2,405	1,175
3	安防监控系统	88	127
4	工程建设其它费	465	426
5	基本预备费	464	486

资料来源：招股说明书，中银国际研究部。

图表 24. 公司项目铺底流动资金测算情况

序号	直营店类型	店数	铺货库存量(万元)
1	专卖店	4	13215
2	店中店	12	17207

资料来源：招股说明书，中银国际研究部。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

盈利预测及假设

- 1.我们假定黄金饰品 2014-16 年年收入同比增速分别为 4.6%、3.8%和 3.8%。
 - 2.我们假定镶嵌类饰品 2014-16 年年收入同比增速分别为 30%、10%和 10%。
 - 3.我们假定加工费 2014-16 年年收入同比增速分别为 15%、12%和 12%。
 - 4.我们假定铂金饰品 2014-16 年年收入同比增速分别为-10%、2%和 3%。
- 由以上 4 个假设得到公司 2014-16 营收增速分别为 5.05%、4.05%和 4.11%。

我们假定2014-16年综合毛利率分别为7.14%、7.25%和7.42%。

- 5.我们假定公司2013-2015 期间费用率分别为2.4%、2.53%、2.49%，其中销售费用率和管理费用率分别为 0.55%、0.60%、0.60%；0.75%、0.92%、0.89%。
- 6.我们假设 2013-2015 年所得税率均为 25%；

公司现有股本 11,300 万股万股，按照新发行 3,768 万股，预计发行后总股本 15, 068 万股。经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.79、0.83、0.90 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 7%。参照公司业绩增速以及 A 股可比公司估值、行业景气度，我们给予公司 2014 年 15 倍市盈率，对应目标价 11.93 元。建议询价区间 10-12 元，对应 2014 年全面摊薄后 12-15 倍市盈率。

图表 25. 2011-2016E 公司主营业务拆分 (百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
黄金饰品						
收入	230788.00	268646.48	350295.65	366342.13	380338.01	394959.51
增速		16.40%	30.39%	4.58%	3.82%	3.84%
成本	217883.63	252885.86	342201.42	347658.6766	361663.412	375409.011
毛利率(%)	5.59%	5.87%	2.31%	5.10%	4.91%	4.95%
其中：黄金首饰						
收入	121367.67	151778.61	204451.61	214674.19	223261.16	232191.60
增速		25.06%	34.70%	5.00%	4.00%	4.00%
其中：金条(币)						
收入	91019.22	102199.44	139970.81	146969.35	152848.12	158962.05
增速		12.28%	36.96%	5.00%	4.00%	4.00%
其中：黄金工艺摆件						
收入	18401.11	14668.43	5873.23	4698.58	4228.73	3805.85
增速		-20.29%	-59.96%	-20%	-10%	-10%
镶嵌类饰品						
收入	2681.33	4777.53	8041.30	10453.69	11499.06	12648.96
增速		78.18%	68.32%	30.00%	10.00%	10.00%
成本	1929.31	3280.39	5607.46	7422.12	8394.31	9233.74
毛利率(%)	28.05	31.34	30.27	29.00	27.00	27.00
加工费						
收入	3208.58	3686.30	4795.23	5514.51	6176.26	6917.41

增速		14.89%	30.08%	15%	12%	12%
成本	799.44	636.12	586.61	772.03	864.68	968.44
毛利率(%)	75.08	82.74	87.77	86.00	86.00	86.00
铂金饰品						
收入	2568.37	2650.89	2463.66	2217.29	2261.64	2329.49
增速		3.21%	-7.06%	-10.00%	2.00%	3.00%
成本	2075.55	2130.27	2049.13	1884.70	1933.70	2003.36
毛利率(%)	19.19	19.64	16.83	15.00	14.50	14.00
其他						
收入	3530.83	1938.62	1770.86	1593.77	1514.09	1438.38
增速		-45.09%	-8.65%	-10%	-0.05	-0.05
成本	2591.09	1345.91	1191.76	1115.64	999.30	934.95
毛利率(%)	26.62	30.57	32.70	30.00	34.00	35.00

资料来源：中银国际预测

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,820	3,679	3,865	4,022	4,187
销售成本	(2,603)	(3,517)	(3,589)	(3,731)	(3,876)
经营费用	(64)	19	(85)	(83)	(88)
息税折旧前利润	123	150	165	178	198
折旧及摊销	7	11	3	8	13
经营利润(息税前利润)	117	139	162	170	185
净利息收入/(费用)	0	0	(29)	(38)	(37)
税前利润	117	149	162	170	185
所得税	(29)	(38)	(41)	(43)	(46)
少数股东权益	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
净利润	87	111	119	125	136
核心净利润	87	111	119	125	136
每股收益(人民币)	0.578	0.736	0.787	0.828	0.902
核心每股收益(人民币)	0.578	0.736	0.787	0.828	0.902
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	16.0	30.5	5.1	4.1	4.1
息税前利润增长(%)	n.a.	21.9	9.5	8.0	11.2
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	19.7	16.2	5.1	8.7
每股收益增长(%)	n.a.	27.2	7.0	5.2	8.9
核心每股收益增长(%)	n.a.	27.2	7.0	5.2	8.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	117	149	162	170	185
折旧与摊销	7	11	3	8	13
净利息费用	(36)	(40)	(29)	(38)	(37)
运营资本变动	(376)	(388)	(424)	(459)	(511)
税金	(29)	(38)	(41)	(43)	(46)
其他经营现金流	357	812	369	345	369
经营活动产生的现金流	168	599	178	143	138
购买固定资产净值	0	0	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	11	11	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(112)	(16)	(313)	1	1
投资活动产生的现金流	(101)	(5)	(413)	(99)	(99)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(4)	0	0	0	0
其他融资现金流	(28)	(658)	287	5	10
融资活动产生的现金流	(31)	(658)	258	(33)	(28)
现金变动	36	(64)	24	11	12
期初现金	280	247	271	282	293
公司自由现金流	67	594	(235)	44	39
权益自由现金流	67	594	(264)	6	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	280	247	271	282	293
应收帐款	57	12	10	11	12
库存	519	789	757	789	836
其他流动资产	494	300	322	335	348
流动资产总计	1,012	1,089	1,079	1,124	1,184
固定资产	12	103	180	257	331
无形资产	4	6	6	6	6
其他长期资产	23	42	39	55	69
长期资产总计	39	152	226	318	405
总资产	1,051	1,241	1,305	1,442	1,589
应付帐款	4	7	7	7	8
短期债务	409	306	593	598	607
其他流动负债	224	389	55	60	58
流动负债总计	637	701	655	665	673
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	15	3	3	3
股本	113	113	151	151	151
储备	300	410	491	616	752
股东权益	413	523	642	767	903
少数股东权益	0	0	3	3	3
总负债及权益	1,051	1,241	1,305	1,442	1,589
每股帐面价值(人民币)	3.65	4.63	4.26	5.09	5.99
每股有形资产(人民币)	3.61	4.58	4.22	5.05	5.95
每股净负债/(现金)(人民币)	0.46	0.24	1.19	1.12	1.07

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.7	5.2	5.0	5.4	5.6
息税前利润率(%)	5.4	4.9	4.9	5.2	5.3
税前利润率(%)	4.1	4.0	4.2	4.2	4.4
净利率(%)	3.1	3.0	3.1	3.1	3.2
流动性					
流动比率(倍)	2.2	3.0	1.6	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)			6.6	5.5	6.0
净权益负债率(%)	31.0	11.2	50.2	41.2	34.8
速动比率(倍)	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	20.6	16.2	15.2	14.4	13.2
核心业务市盈率(倍)	20.6	16.2	15.2	14.4	13.2
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	20.6	16.2	15.2	14.4	13.2
市净率(倍)	4.4	3.4	2.8	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	8.0	2.3	10.1	12.6	13.0
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	10.1	17.2	12.4	11.2	10.3
周转率					
存货周转天数	67.1	78.3	71.5	71.6	72.9
应收帐款周转天数	7.4	1.1	0.9	1.0	1.0
应付帐款周转天数	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	21.1	21.2	18.5	16.3	15.0
资产收益率(%)	8.3	8.9	9.1	8.6	8.5
已运用资本收益率(%)	14.0	16.3	11.6	11.4	11.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

以 2011 年 XX 月 XX 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371