

日期: 2015年1月13日

行业: 轻工制造



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

专注于钻石镶嵌饰品的珠宝品牌企业

■ 投资要点

公司简介

公司是集珠宝首饰产品设计研发、生产加工、品牌连锁为一体的知名珠宝品牌企业,主要采用加盟商加盟销售和非加盟商经销销售相结合的业务模式,开展“IDEAL”品牌珠宝首饰的设计、生产与销售。目前公司主导产品为钻石镶嵌饰品。2014年6月30日,公司已拥有加盟店360家,2家自营实体店。

盈利预测

主营业务收入预测假设:

1、钻石镶嵌饰品整体保持稳定增长,2014-2016年收入同比增速分别为13%、10%、10%,毛利率分别为22.00%、21%、21%。

2、成品钻市场竞争日益激烈,收入增速及毛利率下滑,2014-2016年收入同比增速分别为-60.0%、5.0%、5.0%,毛利率分别为2.41%、2.3%、2.3%。

3、其他饰品增长快速,2014-2016年收入同比增速分别增长30%、30.0%、30.0%,毛利率分别为14.19%、14.5%、14.5%。

4、加盟费2014-2016年收入同比增长分别为1.0%、1.0%、1.0%,毛利率分别为92.62%、92%、92%。

公司估值

我们选取A股及港股黄金珠宝首饰公司作为行业参照,14年平均市盈率为41倍。通过对公司主营发展的评估,我们认为公司的合理价格区间为21.4-25.68,对应2014年25-30倍PE。

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	727.72	798.96	866.90	955.37	1053.65
年增长率	20.36%	9.79%	8.50%	10.21%	10.29%
归属于母公司的净利润	73.35	90.98	86.53	105.61	124.90
年增长率	21.88%	24.03%	-4.89%	22.05%	18.27%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.73	0.91	0.865	1.056	1.24

数据来源:公司招股意向书 上海证券研究所

上市合理估值 RMB21.4-25.68元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股) 25
发行后总股本(百万股) 100
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 海通证券

主要股东 (IPO前)

苏日明 34.65%
苏永明 15%
深圳创新投资集团 8.93%

收入结构 (13A)

钻石镶嵌 90.8%
成品钻 6.5%

报告编号:zffz15-NSP01

首次报告时间:2015年1月13日

■ 一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

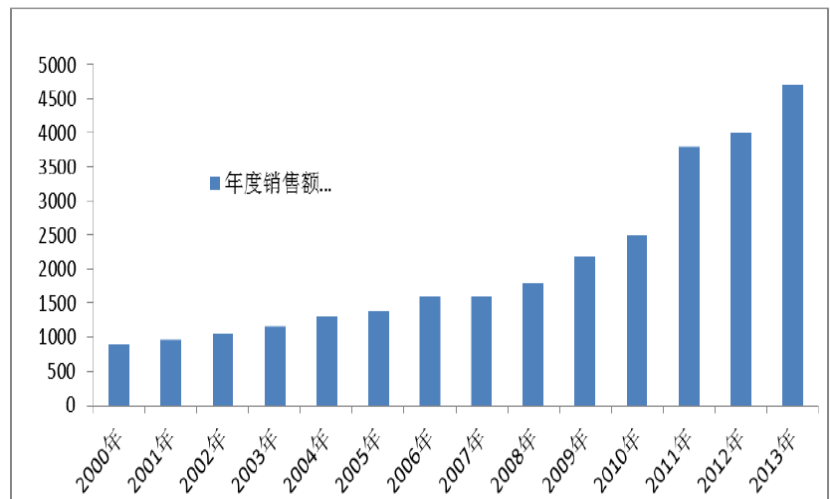
公司是集珠宝首饰产品设计研发、生产加工、品牌连锁为一体的知名珠宝品牌企业，主要采用加盟商加盟销售和非加盟商经销销售相结合的业务模式，开展“IDEAL”品牌珠宝首饰的设计、生产与销售。目前公司主导产品为钻石镶嵌饰品。以二、三线城市为主要销售市场，

2014年6月30日，公司已拥有加盟店360家，2家自营实体店覆盖全国263个城市的强大终端网络的珠宝企业。

1.2 行业发展趋势

根据中宝协统计数据，我国珠宝玉石首饰行业2008年—2013年销售总额分别为1,800亿元、2,200亿元、2,500亿元、3,800亿元、4,000亿元和4,700亿元，成为全球珠宝玉石首饰行业增长最为明显的国家之一，已成为仅次于美国的世界第二大珠宝首饰市场，一些重要珠宝产品的消费已居世界前列。

图 1 中国珠宝玉石首饰行业增长



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

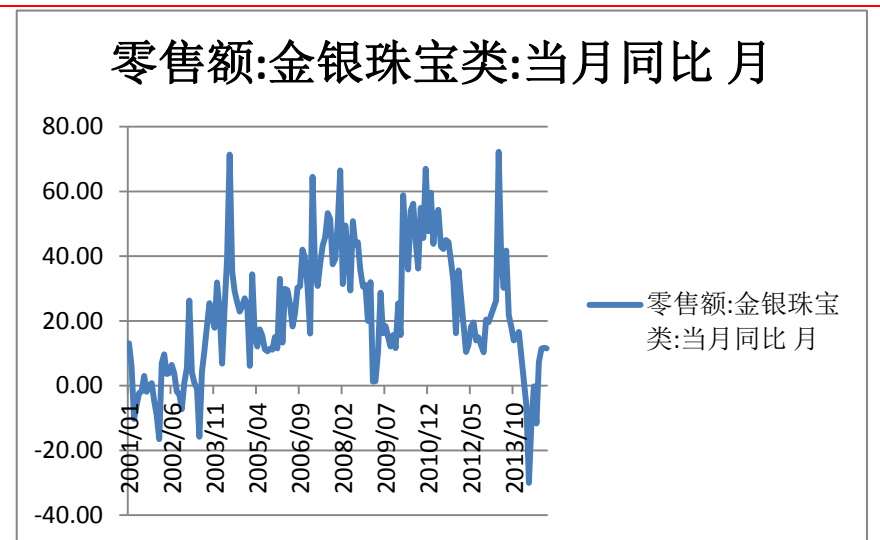
中国珠宝首饰行业年销售总额连续多年高速增长，目前中低端价位的贵金属、珠宝玉石饰品占据了主流市场。中国的消费文化和西方有很大不同，我国黄金珠宝消费主要以低端为主，此外，喜庆场合是

中国消费者考虑购买贵金属、珠宝玉石饰品的主要时机。

随着居民消费结构的升级，珠宝将不仅仅单纯地满足保值增值需要，更多的是满足人们艺术和精神层面的需求，追求时尚、彰显个性和身份地位的需要，但是目前，更多中国人把珠宝看得更为独特，为了某种意义才会购买。而喜庆消费无疑是我国黄金珠宝最大的欠费主体。珠宝饰品的喜庆寓意掩盖了其装饰功能，并主导着中国消费者的购买动机和购买行为。如果能借助婚庆时机，挖掘更大的消费潜力，刺激更多的消费欲望，也会在一定程度上促进我国黄金珠宝业的消费市场。

今年黄金珠宝行业的总体增幅都有所下降，这与现实经济状况和消费环境有关，也与行业自身的发展相关。黄金珠宝企业经过这些年的高速发展，也进入了一个调整期，在产品结构、经营模式和消费理念等方面都发生了变化，黄金珠宝行业发展增速上的转轨也是正常的。

图 2 限额以上零售企业金银珠宝增速



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

中端市场竞争激烈，市场集中度低

自上世纪九十年代以来，随着境内珠宝首饰消费日趋成熟，国际珠宝品牌如蒂凡尼、卡地亚，传统港资珠宝品牌如周大福、周生生、谢瑞麟、六福珠宝等逐步进入境内市场。目前国内高端市场，主要被蒂凡尼、卡地亚、宝格丽等国际珠宝巨头垄断，而占据市场主要份额的中端市场则竞争渐趋激烈，市场集中度较低。主要竞争品牌有传统港资品牌周大福、周生生、谢瑞麟、六福珠宝和境内品牌周大生、老凤祥、明牌珠宝、潮宏基、爱迪尔、千禧之星、金伯利等。根据

Euromonitor 数据显示，截止 2013 年，大陆市场前 5 大品牌市场集中度只有 26%。未来随着人们收入水平的提升，小品牌甚至无品牌消费将逐步转向知名品牌，行业龙头市场份额有望明显提升。且品牌力强的公司在黄金产品上也享受一定溢价。

表 1 主要珠宝首饰零售商

品牌	主要业务模式	主导产品	主要覆盖区域
高端品牌	卡地亚、蒂凡尼、宝格丽	自营	一线城市，极少数二线城市
	周大福	自营、加盟	黄金首饰
	周生生	自营	黄金首饰
	谢瑞麟	自营	钻石首饰
	六福珠宝	自营、加盟	黄金首饰
	周大生	自营、加盟	钻石首饰
中端品牌	老凤祥	经销、加盟、自营	黄金首饰
	明牌珠宝	经销、自营	黄金首饰
	金伯利	加盟	钻石首饰
	千禧之星	自营、加盟、经销	钻石首饰
	潮宏基	自营、加盟	K 金首饰
	爱迪尔	加盟、经销	钻石首饰

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

珠宝电商冲击传统模式

虽然据不完全统计，珠宝行业电商销售大概只占整个行业 5%，但电商的冲击依然让传统珠宝商颇感压力，尤其对于中小型的珠宝品牌，首当其冲直面传统电商的竞争，对行业进入门槛、营销方式、产品价值、销售价格等都产生了一些影响。电商模式，对于传统珠宝行业最普遍的加盟方式依然冲击巨大：加盟商无法从线上获取利益，造成与线上电商利益割裂的局面，极大打击加盟商的积极性，也对珠宝品牌线下渠道拓展造成很大的影响。这也是目前传统珠宝商面临最大的困境，利益分配不合理，线上得意线下失利。但传统珠宝商最大的利益还是在线下门店、加盟商。因此，传统珠宝商做电商或受线下压力、或因线上成本高无利可图、或缺乏互联网思维运营不当，往往都无功而返。

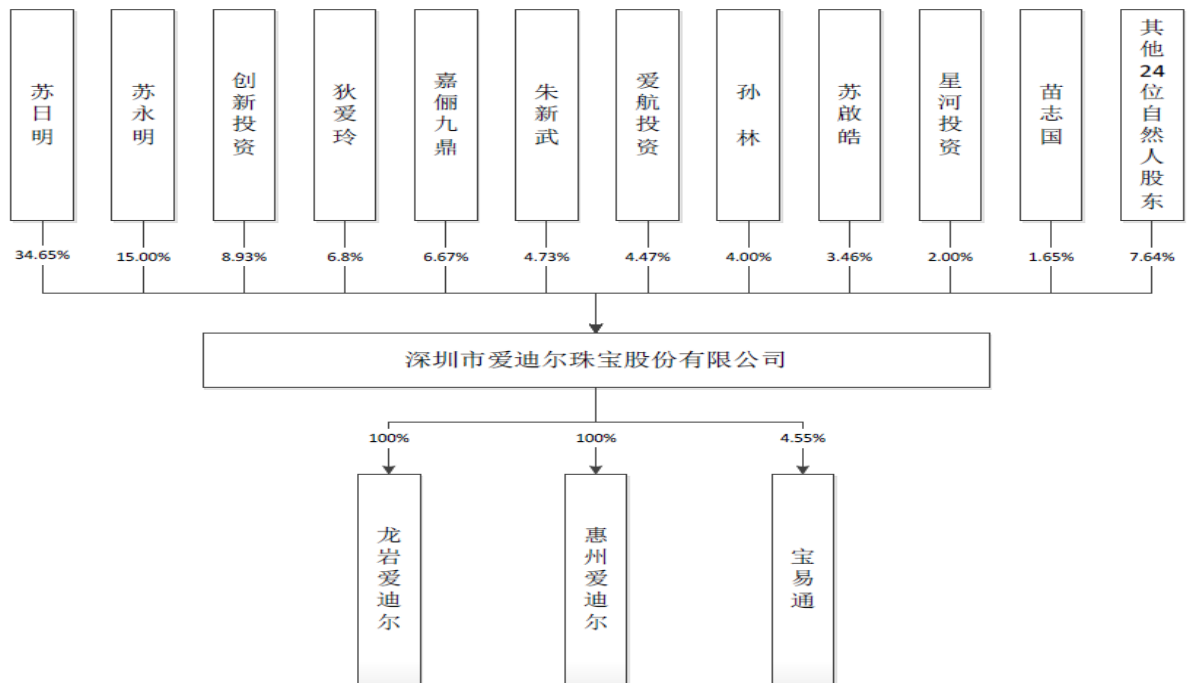
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

苏日明、苏永明和深圳市创新投资集团有限公司(下称“深创投”)为公司前三大股东，分别持股 34.65%、15.00%和 8.93%，合计持股 58.58%。公司控股股东苏日明持有公司 34.65%，其妻子狄爱玲持股比例 6.80%，苏日明夫妇合计持有公司 41.45%的股份，是公司的实际控制人。

本次公开发行不超过 2,500 万股，包括公开发行的新股和公司股东公开发售的股份。

图 3 公司股权结构



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司是集珠宝首饰产品设计研发、生产加工、品牌连锁为一体的企业，以“IDEAL”品牌珠宝首饰的设计、生产与销售为主，主导产品为钻石镶嵌饰品，涵盖戒指、项链、耳环、吊坠、手镯、胸针等各个品类。

公司的销售模式以加盟销售为主，经销销售、自营为辅。按照销售产品类型可分为钻石镶嵌饰品，成品钻、其他饰品及加盟费。

表 2 销售收入情况按产品

产品类别	2014 年上半年		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	营业收入	比重	营业收入	比重	营业收入	比重	营业收入	比重
钻石镶嵌饰品	40,345.70	94.76%	74,397.45	93.56%	65,790.22	90.77%	54,496.41	90.44%
成品钻	975.52	2.29%	2,769.05	3.48%	4,736.61	6.54%	4,031.97	6.69%
其他饰品	807.40	1.90%	1,518.50	1.91%	1,160.20	1.60%	960.69	1.59%
加盟费	446.81	1.05%	830.02	1.04%	793	1.09%	769.43	1.28%
合计	42,575.44	100.00%	79,515.02	100.00%	72,480.03	100.00%	60,258.51	100.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 3 销售收入情况按渠道

产品类别	2014 年上半年		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	营业收入	比重	营业收入	比重	营业收入	比重	营业收入	比重
加盟销售	26,179.71	61.49%	52,224.30	65.68%	48,586.34	67.03%	41,204.69	68.38%
经销销售	15,262.41	35.85%	24,896.99	31.31%	21,280.78	29.36%	16,817.64	27.91%
自营销售	686.51	1.61%	1,563.71	1.97%	1,819.91	2.51%	1,466.75	2.43%
加盟费	446.81	1.05%	830.02	1.04%	793	1.09%	769.43	1.28%
合计	42,575.44	100.00%	79,515.02	100.00%	72,480.03	100.00%	60,258.51	100.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

钻石镶嵌饰品是公司收入主要来源，而且销售占比逐年增大。2011-2014 年上半年公司钻石镶嵌饰品收入分别为 54,496.41 万元、65,790.22 万元、74,397.45 万元和 40345.70 万元，占比主营业务收入分别为 90.44%、90.77%、93.56%和 94.76%。

公司 2013 年珠宝首饰销售收入较 2011 年度增长 32.27%，年均复合增长率为 15.01%。公司钻石镶嵌饰品收入规模的快速增长，得益于爱迪尔珠宝品牌知名度的逐渐提升和公司在珠宝首饰行业的竞争实力稳步增强，钻石镶嵌饰品收入的构成和增长趋势符合公司的发展战略。

成品钻业务方面，公司成品钻业务逐渐收缩，销量和销价在 2013 年下降较多。公司管理层利用多年采购经验与全球多个国家的多家钻石供应商建立起了长期的合作关系，公司利用其采购资源优势，可以为下游客户提供优质成品钻，以满足客户的多样化需求。

其他饰品业务方面，公司在大力发展钻石镶嵌饰品的同时，利用其在钻石镶嵌饰品领域的成功经验，进一步拓展其他珠宝首饰领域的发展空间。公司基于目前的发展需要，为进一步打造公司在钻石镶嵌行业的优势地位和突出公司经营特色，公司将有限资源集中于钻石镶嵌领域，导致公司其他饰品销售业绩有所下降。

加盟费方面，公司加盟费收入是根据协议，为更好地促进爱迪尔

品牌珠宝首饰在加盟店的销售,而为加盟商提供相应统一的服务而收取的费用。2011-2014 年年,公司加盟店的数量逐年稳步增长,截止 2014 年 06 月 30 日,公司已经拥有 360 家加盟店,覆盖全国 263 个城市。

2.3 主要产品毛利率变动分析

表 4 毛利率波动

项目	2014 年上半年	2013 年度	2012 年度	2011 年度
① 钻石镶嵌饰品	21.58%	22.81%	23.18%	20.71%
② 成品钻	9.83%	9.46%	12.78%	11.88%
③ 其他饰品	14.19%	12.14%	16.20%	16.62%
珠宝首饰销售毛利率	21.17%	22.13%	22.38%	20.04%
加盟费	92.62%	93.88%	94.56%	94.50%
主营业务毛利率	21.92%	22.88%	23.17%	20.99%
综合毛利率	22.13%	23.24%	23.41%	21.20%

数据来源:招股说明书 上海证券研究所

公司综合毛利率总体稳定,略有波动。公司钻石镶嵌饰品的毛利率高于成品钻和其他饰品的毛利率,相对于成品钻而言,主要原因是钻石镶嵌饰品经过再加工,包含了发行人设计和品牌溢价,毛利率相对较高。其他饰品主要为黄金和宝石玉石饰品,其毛利率较钻石镶嵌饰品低。

2014 年上半年,由于国际钻石报价略有上升,同时公司高毛利率产品“灵动”及“吻钻”系列销售占比有所下降,因此公司钻石镶嵌饰品整体毛利率较 2013 年下降 1.23 个百分点。2013 年国际钻石报价走势平缓波动,且幅度较小,公司 2013 年钻石镶嵌饰品毛利率与 2012 年基本保持一致。2012 年公司钻石镶嵌饰品毛利率较 2011 年上升 2.47 个百分点,主要系:① 2012 年公司推出新产品“灵动”系列,该产品具有设计时尚、概念新颖等优点,因此毛利率较其他钻石镶嵌饰品高;② 2012 年国际钻石报价全年维持缓慢下跌趋势,由于钻石镶嵌饰品价格调整相对滞后,导致该年度钻石镶嵌饰品毛利率上升。

随着该业务竞争的日益激烈,公司成品钻业务毛利率有所下降,报告期内分别为 11.88%、12.78%、9.46%和 9.83%。

公司其他饰品销售规模较小,主要为铂金、黄金、宝玉石等饰品,毛利率分别为 16.62%、16.20%、12.14%和 14.19%。

公司加盟费收入因其成本较低,其毛利率水平较高,分别为 94.50%、94.56%、93.88%和 92.62%。

2.4 募集资金投向

公司拟发行不超过 2,500 万股，发行所募集的资金，根据公司的发展规划和轻重缓急程度按顺序拟投资于：(1) 爱迪尔珠宝营销服务中心建设项目；(2) 爱迪尔珠宝生产扩建项目；(3) 补充与主营业务相关的营运资金。

表 5 持股结构变化

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
苏日明	2,598.50	34.65%	2,598.50	25.99%
苏永明	1,125.06	15.00%	1,125.06	11.25%
深创投	670.00	8.93%	670.00	6.70%
狄爱玲	510.00	6.80%	510.00	5.10%
嘉俪九鼎	500.00	6.67%	500.00	5.00%
朱新武	354.50	4.73%	354.50	3.55%
爱航投资	334.94	4.47%	334.94	3.35%
孙林	300.00	4.00%	300.00	3.00%
苏启皓	259.50	3.46%	259.50	2.60%
星河投资	150.00	2.00%	150.00	1.50%
其他	696	9.29%	696	6.96%
本次发行的股份	-	-	2,500.00	25.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 6 募投项目

项目名称	投资总额 (万元)
爱迪尔珠宝营销服务中心建设项目	10,355.40
爱迪尔珠宝生产扩建项目	17,644.22
补充与主营业务相关的营运资金	8,000.00
合计	35,999.62

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1. 爱迪尔珠宝营销服务中心建设项目

该项目总投资 10,355.40 万元，其中 4,355.40 万元用于建设投资，6,000.00 万元用于铺底流动资金，建设周期为 12 个月。

2. 爱迪尔珠宝生产扩建项目

该项目总投资 17,644.22 万元，其中 5,729.05 万元用于建设投资，11,915.17 万元用于流动资金，建设周期为 12 个月。

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司毛利率水平略高于行业平均，低于品牌珠宝类企业潮宏基和周大福，差异主要是由产品结构和销售模式不同造成的，公司94%以上毛利来源于钻石镶嵌饰品，因此毛利率受黄金价格波动影响相对较小。珠宝首饰行业的上市公司一般采用以自营店为主的直销模式或以加盟、经销为主的销售模式。对于直销模式，由于产品直接面向终端消费者，定价较高；对于加盟或经销模式，销售环节相应增加，需让利一部分给经销商或加盟商，销售价格低于零售价格，相应降低了毛利率。毛利率较高的潮宏基、周大福等公司，其主要采用直销的模式进行销售，其毛利率相应较高；而毛利率较低的明牌珠宝、老凤祥，其主要采用经销模式进行销售，其毛利率相应较低。

公司净利率水平相对行业平均水平较高，略低于潮宏基。

表7 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		11Y	12Y	13Y	14YH1	11Y	12Y	13Y	14YH1
600612	老凤祥	8.73	8.19	7.97	8.02	3.23	3.11	3.43	3.02
002574	明牌珠宝	10.17	6.19	5.55	9.03	4.26	1.11	0.98	3.44
002345	潮宏基	35.60	33.16	29.61	31.88	11.86	8.54	9.10	10.80
002721	金一文化	11.77	13.70	11.59	10.14	2.78	2.68	3.33	0.60
002731	萃华珠宝	7.33	7.71	4.41	9.25	3.17	3.10	3.02	2.43
1929.hk	周大福	29.07	28.35	27.33	31.81	11.59	9.56	9.37	9.16
	平均	17.11	16.22	14.41	16.69	6.15	4.68	4.87	4.91
002740	爱迪尔	21.20	23.41	23.24	22.13	9.95	10.08	11.39	9.36

数据来源：wind，上海证券整理

从增速来看，公司的销售收入和净利润增速相对同行更加平稳，主要原因在于公司主要经营钻石镶嵌业务，因此受黄金价格波动的影响不大。

表 8 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		11Y	12Y	13Y	14YH1	11Y	12Y	13Y	14YH1
600612	老凤祥	83.10	16.90	45.57	7.78	47.57	20.95	29.08	1.00
002574	明牌珠宝	15.69	-70.57	13.05	380.46	46.15	13.04	28.57	-15.02
002345	潮宏基	46.02	-13.75	35.25	20.27	58.88	16.36	35.18	7.18
002721	金一文化	56.07	10.09	32.94	-93.27	14.40	14.74	11.77	13.03
002731	萃华珠宝	0.00	13.27	27.17	0.00	0.00	16.01	30.46	0.00
1929.hk	周大福	79.23	-13.17	32.09	-23.26	61.44	1.53	34.78	-22.37
	平均	56.02	-9.54	31.01	48.66	38.07	13.77	28.31	-2.70
002740	爱迪尔	0.00	21.88	24.03	0.00	0.00	20.36	9.79	0.00

数据来源: wind, 上海证券整理

公司存货的周转率有所下降,主要原因:一是随着珠宝行业发展,竞争日趋激烈,客户对货品款式及供货周期的要求越来越高,为此发行人加大了库存商品的种类与数量的储备,以满足客户需求;二是2013年大额未交货订单较多,导致期末存货金额较大。

公司应收账款周转率低于同业平均水平,主要与公司的销售模式相关:公司主要采取加盟销售为主,经销销售、自营为辅的经营模式,而上述同行业上市公司主要以自营为主要销售模式或经销和自营并举的销售模式进行销售。在自营模式下,销售商品时直接面向终端消费者,通常与消费者当面结清货款,该模式下通常不产生应收账款。

表 9 可比上市公司营运能力比较 (单位:次)

证券代码	简称	应收帐	应收帐	应收帐	应收帐	存货周	存货周	存货周	存货周
		款周转	款周转	款周转	款周转	转率	转率	转率	转率
		率	率	率	率				
		11Y	12Y	13Y	14YH1	11Y	12Y	13Y	14YH1
600612	老凤祥	83.60	91.96	153.12	70.63	5.01	4.80	5.90	3.81
002574	明牌珠宝	18.68	13.79	15.29	7.17	2.65	2.63	3.67	2.60
002345	潮宏基	24.50	22.07	25.38	10.59	0.84	0.76	1.01	0.54
002721	金一文化	24.74	11.67	5.73	2.38	4.32	3.80	3.93	2.51
002731	萃华珠宝	541.08	473.12	387.54	108.23	4.78	5.26	5.38	2.02
1929.hk	周大福	14.02	18.84	24.60	9.07	1.71	1.44	1.61	0.49
	平均	141.32	105.24	101.94	34.68	3.22	3.12	3.58	2.00
002740	爱迪尔	9.32	10.10	9.34	4.19	2.78	3.01	2.70	1.21

数据来源: wind, 上海证券整理

3.2 分业务收入和毛利预测

主营业务收入预测假设：

1、钻石镶嵌饰品整体保持稳定增长，2014-2016 年收入同比增速分别为 13%、10%、10%，毛利率分别为 22.00%、21%、21%。

2、成品钻市场竞争日益激烈，收入增速及毛利率下滑，2014-2016 年收入同比增速分别为-60.0%、5.0%、5.0%，毛利率分别为 2.41%、2.3%、2.3%。

3、其他饰品增长快速，2014-2016 年收入同比增速分别增长 30%、30.0%、30.0%，毛利率分别为 14.19%、14.5%、14.5%。

4、加盟费 2014-2016 年收入同比增长分别为 1.0%、1.0%、1.0%，毛利率分别为 92.62%、92%、92%。

表 10 收入及毛利率预测

单位(万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
钻石镶嵌	54,496.41	65,790.22	74,342.95	81,777.24	89,954.97
占主营收入比%	90.40%	90.80%	94.61%	94.42%	94.16%
收入增速%		20.72%	13.00%	10.00%	10.00%
成本	43210	50540	57987	64604	70885
毛利率%	20.71%	23.18%	22.00%	21.00%	21.20%
成品钻	4,031.97	4,736.61	1,894.64	1,989.38	2,088.85
占主营收入比%	6.70%	6.50%	2.41%	2.30%	2.19%
收入增速%		17.48%	-60.00%	5.00%	5.00%
成本	3553	4131	1705	1572	1646
毛利率%	11.88%	12.78%	10.00%	21.00%	21.20%
其他饰品	960.69	1,160.20	1,508.26	1,960.74	2,548.96
占主营收入比%	1.60%	1.60%	1.92%	2.26%	2.67%
收入增速%		20.77%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	801	972	1294	1676	2179
毛利率%	16.60%	16.20%	14.19%	14.50%	14.50%
加盟费	769.43	793	832.65	882.61	944.39
占主营收入比%	1.30%	1.10%	1.06%	1.02%	0.99%
收入增速%		3.06%	5.00%	6.00%	7.00%
成本	42	43	61	71	76
毛利率%	94.50%	94.60%	92.62%	92.00%	92.00%

预计 2014-2016 年，销售收入分别为 8.66 亿元，9.55 亿元和 10.53 亿元，净利润增速分别为 -4.89%、22.50%、18.27%，对应 2014/2015/2016 年发行摊薄后 EPS 预测为 0.856/1.056/1.249 元。

四、风险因素

市场竞争加剧

以外资和港资品牌珠宝商为代表的知名品牌珠宝商在一线城市树立起良好的品牌形象后开始向二三线城市拓展,而以公司为代表的一批国内品牌在加快二三线城市开店布局、发掘二三线城市消费潜力、快速扩大市场份额、提高品牌的市场知名度的同时,开始为进入一线城市打好基础。珠宝首饰行业市场呈现出不同品牌在不同区域互相渗透的竞争格局,目前市场集中度不高。

主要原材料价格波动风险

公司主要原材料为铂金、黄金、钻石等。从较长时期看,国际钻石报价整体呈现缓慢上涨态势。报告期内,根据 Idexonline 数据显示,钻石价格在 2011 年 6 月达到高点后缓慢回落,并于 2012 年底企稳,2013 年及 2014 年上半年平缓波动。报告期内,黄金和铂金价格因受各种因素影响波动较大,2013 年下跌幅度较深,2014 年上半年小幅回升。虽然由于珠宝玉石首饰行业特殊的定价模式,价格波动通常可以传导到零售终端,但如果原材料价格波动不能及时有效传导到零售终端,则可能会影响公司盈利的稳定性羊毛价格波动风险

五、估值及定价分析

我们选取 A 股及港股黄金珠宝首饰公司作为行业参照,14 年平均市盈率为 41 倍。通过对公司主营发展的评估,我们认为公司的合理价格区间为 21.4-25.68,对应 2014 年 25-30 倍 PE。

表 11 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS12A	EPS13A	EPS14E	EPS15E	12PE	13PE	14PE	15PE	PB
600612	老凤祥	33.550	1.17	1.70	1.76	2.14	108	96	78	16	4.86
002574	明牌珠宝	10.590	0.31	0.35	0.43	0.51	34	30	25	21	1.84
002345	潮宏基	8.450	0.72	0.46	0.29	0.38	12	18	29	22	3.03
002721	金一文化	21.980	0.55	0.73	0.34	0.59	40	30	64	37	4.31
002731	萃华珠宝	28.160	0.77	0.98	0.74	0.85	37	29	38	33	4.14
1929.hk	周大福	10.000	0.00	0.00	0.65	0.78			15	13	
	平均	18.79	0.59	0.70	0.70	0.87	46.13	40.67	41.55	23.71	3.64

数据来源: wind, 上海证券整理

六、附表

附表 1 新澳股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	604.62	727.72	798.96	866.90	955.37	1053.65
减: 营业成本	476.45	557.37	613.27	670.96	746.48	821.87
营业税金及附加	3.48	3.80	3.64	3.94	4.35	4.79
营业费用	29.16	41.72	34.67	45.95	52.55	52.68
管理费用	11.93	15.97	17.81	18.64	20.54	22.65
财务费用	3.14	8.23	9.24	13.10	-8.29	-13.83
资产减值损失	0.61	0.99	1.15	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	79.85	99.63	119.18	114.31	139.75	165.47
加: 其他非经营损益	-0.04	0.46	2.76	1.06	1.06	1.06
利润总额	79.82	100.10	121.94	115.37	140.81	166.54
减: 所得税	19.63	26.75	30.96	28.84	35.20	41.63
净利润	60.19	73.35	90.98	86.53	105.61	124.90
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	60.19	73.35	90.98	86.53	105.61	124.90

数据来源: wind, 上海证券整理

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。