

证券研究报告

公司调研报告

2015年06月02日

# 生产、销售、商业模式创新多点布局 黄金珠宝新贵雏形已现

# 投资要点:

- 主要结论:生产、销售、商业模式创新多点布局,黄金珠宝新贵雏形已现。生产端,与沈阳机床合作,以江苏金一智造公司为平台,探索高端装备制造在黄金珠宝行业的应用,为后续客户开发奠定生产工艺基础;销售端,通过兼并收购越王珠宝、宝庆尚品等扩大门店布局,未来还将通过产业基金进一步收购行业内优质标的,提升行业地位和市场占有率,为后续商业模式创新提供客户基础;商业模式创新方面,通过发展珠宝行业互联网金融,进一步整合行业上下游资源,同时规划发展线上业务,开展高端客户定制等。公司通过一系列动作,将打通珠宝行业内横向、纵向产业链,整合多方资源,黄金珠宝新贵雏形已现,未来市值增长空间已经打开。首次覆盖,给予"买入"评级。
- 公司是黄金珠宝行业新贵,创意设计能力突出。公司 2014 年 1 月 27 日上市,主营业务是贵金属工艺品的研发设计、外包生产和销售,定位于产业链中附加值较高的研发和销售环节,进行自主设计研发,生产环节采用委托加工方式,采用银行、邮政等渠道进行代销、经销,并通过自有门店销售,创立"金一"品牌,研发设计能力优势突出。公司上市前产品单一,以素金素银为主,以黄金、白银为主要原材料,与造币公司合作,产品注入传统文化理念,推广"福"文化。公司第一大股东上海碧空龙翔投资管理有限公司 23.72%,第二大股东钟葱 15.33%,实际控制人钟葱(控股碧空龙翔)直接和间接持股 39.05%。2014 年公司实现营收 60.16 亿元(+84%),源于加盟连锁业务拓展,净利润 6800 万元(-34%),主要受到黄金租赁业务带来公允价值损失影响,净资产 8.9 亿元。公司业务构成为纯金制品(收入占比 49.7%)、珠宝首饰、投资金条、纯银制品、其他、邮票,2014 年综合毛利率 7.21%,净利率 1.3%。
- 收购越王珠宝,实现珠宝品类全覆盖和直营门店扩张。公司以 21.13 元/股向越王珠宝股东增发 3456.46 万股及支付现金,购买越王珠宝 100%股权,同时向向钟葱、陈剑波、越王投资、道宁投资、天鑫洋实业定增股份 1419.74 万股募集配套资金 3 亿元,用于支付交易的现金对价、中介费用、补充流动资金。越王珠宝交易对价约 9 亿元,对应 2015 年 PE 为 15 倍。 2015 年 2 月标的资产过户,越王珠宝成为金一文化的全资子公司,公司实现产品线由金银饰品向珠宝全品类的覆盖,直营门店数量大幅增加,销售渠道进一步拓展,降低对银邮渠道过于集中的风险。越王珠宝作为全国四大百年老字号珠宝品牌之一,立足于浙江优质市场,区域优势突出,原来的销售策略偏保守,未来提升空间大。越王珠宝业绩承诺 2015-2017 年扣非后净利润为 5875、8000、10131万元,同比增速 31%、36%、27%。
- 收购南京宝庆尚品,增加销售门店布局,实现利益捆绑。2015年初公司收购南京宝庆尚品51%股权,该公司立足于江苏、安徽市场,实力雄厚。公司2015-2017业绩承诺年净利润为5000、6500、8000万元,同比增速超过20%。宝庆尚品控股方为江苏创禾华富商贸有限公司,其实际控制人为苏麒安先生。创禾华富实际控制人承诺在高买资产签署之日起12个月内,自行通过创禾华富在二级市场或通过其他方式购买公司股份,金额1.5亿元,或达到公司股本的3%,锁定期一年,显示出对金一公司未来

# 金一文化 (002721.SZ)

分析师:李晶

执业证书编号: S0050510120015

Tel: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

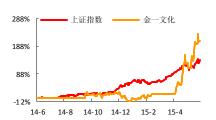
# 投资评级

本次评级: 买入 跟踪评级: 首次

目标价格:

# 市场数据 市价(元) 71.68 上市的流通 A 股(亿股) 0.74 总股本(亿股) 2.16 52 周股价最高最低(元) 82-19.94 上证指数/深证成指 4828.74/ 16917.53 2014 年股息率 0.46%

### 52 周相对市场表现



## 相关研究



发展前景的看好,通过增持实现利益绑定共同发展。目前尚未在二级市场购买股票。

- **与沈阳机床合作,尝试引入工业 4.0 制造工艺,打造"智造"优势**。2015 年 4 月 21 日公告,与中国黄金协会、沈阳机床,三方成立联合研发小组,积极探索"工业 4.0" 在黄金珠宝制造中的作用和应用模式,在技术层面上突破"工业 4.0"与黄金珠宝业高端装备制造结合的课题;公司和沈阳机床共同发起设立"中国黄金珠宝产业高端装备制造基金",支持黄金珠宝业转型升级的高端装备需求,基金规模为 10 亿元人民币,合作期限为 5 年。公司在江苏江阴打造黄金珠宝产业园"智造"基地,目前已投入使用,将减少生产外包,引进先进制造工艺,盈利能力提升空间大。
- 积极探索黄金珠宝行业互联网+模式创新。2014 年 6 月公司联合 15 家企业,投资设立深圳珠宝贷互联网金融公司(公司占比 2.3256%)。2014 年 8 月联合上海金珠投资、上海蓝天经济城发展公司共同成立金一科技公司,发展珠宝贵金属领域电子商务,创新业务平台建设,公司占比 15%。2015 年 5 月 12 日公告与网信集团拟合作成立金一金控有限公司,定位为互联网金融投资咨询公司,主要为黄金珠宝行业内企业提供互联网金融服务,后期将根据业务发展情况进行增资扩股,或择机组织各类金融牌照的申请与运作,根据合作进程,发起设立"中国黄金珠宝互联网产业基金",基金规模10 亿元,主要投资方向 P2P 网贷、网络征信、网络支付及其他新兴的互联网、电子商务业务等,旨在通过公司与互联网及金融服务的混业资源整合,搭建黄金珠宝产业互联网金融平台,进一步整合上下游资源,对拓展公司业务有战略意义。
- **拟与深创投公司等成立产业基金**。5月12日公告,拟以自有资金与关联方深圳市创新投资集团有限公司及其他方深圳市卡尼珠宝首饰有限公司、深圳市正福投资有限公司、深圳市雅绿国际珠宝有限公司以有限合伙企业的形式共同设立投资基金(深圳金一红土投资基金合伙企业),为公司未来发展储备符合公司发展战略的并购标的,加快公司产业链上中下游布局,同时借助基金平台,通过股权投资全面参与新兴产业投资获得资本增值,从而推动公司的商业模式优化、升级。该基金规模初定为10亿元人民币,公司拟出资32300万元,占比32.3%。投资方向:黄金珠宝产业并购项目,黄金珠宝行业上市公司定增类项目,经管理公司投资决策委员会同意的其他项目。
- **拟与上海文化产权交易所、江苏后朴文化发展公司合作探索文化产业。**5月23日公告,公司(占50%)拟与江苏金一(占1%)上海文化产权交易所(6%)、江苏后朴文化(占43%)合作成立江苏金一文化艺术品产权交易中心,注册资金拟定1亿元,以艺术品交易服务为核心,搭建黄金珠宝行业艺术品交易平台。我们认为此举意在通过上海文化产权交易所的专业化平台及江苏后朴的区域优势及营销优势,扩大公司的全国品牌知名度,深度挖掘黄金珠宝行业的文化内涵,探索江阴及苏南区域的文化产业发展创新模式。此合作框架协议尚需公司董事会或股东大会批准。
- **2015 年发行公司债 3 亿元,补充流动资金**。5月 15日公司债上市,票面利率 7.3%,充分利用资本市场平台优势,进一步补充流动资金需求,有利于优化资产结构,降低负债率。
- **公司发展战略构想**:持续做实主业,以建立全国性珠宝品牌为目标,提升消费者偏好,增强客户粘性,提升行业而规模和地位,谋求商业模式创新,包括部分产品的标准化生产,O2O、B2C、B2B等模式创新。
- **盈利预测**: 预计 2015-2017 年 EPS 为假设 2015-2017 年公司本部盈利平均增速 20%, 越王珠宝 100%、宝庆尚品 51%股权并表,按照业绩承诺,保守预测 2015-2017 年公司净利润 1.74、2.17、2.66 亿元,EPS 为 0.81、1.01、1.23 元,对应 PE 为 89、71、

敬请阅读正文之后的免责声明 民族证券 第2页



58 倍。考虑到公司商业模式创新,未来业绩超预期可能较大,估值空间有望进一步提升。看好公司商业模式创新前景及管理层的执行力,预计后续仍有行业收购整合预期,行业地位将进一步提升。首次覆盖,给予"买入"评级。

■ 风险提示:战略协议不能落实、金价下跌风险。

公司财务数据及预测				
项目	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6,016	15,041	19,553	24,441
增长率(%)	83.66%	150.00%	30.00%	25.00%
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	69	174	217	266
增长率(%)	-33.65%	152.56%	25.00%	22.47%
毛利率%	7.21%	8.62%	8.51%	8.44%
净资产收益率(%)	11.64%	23.23%	22.51%	21.61%
EPS(元)	0.41	0.81	1.01	1.23
P/E(倍)	174.03	88.99	71.19	58.13
P/B(倍)	26.17	20.68	16.02	12.56

数据来源:民族证券

敬请阅读正文之后的免责声明 民族证券 第3页



# 公司主要看点:

- **1、次新股,股价上升空间大**。公司是 2014 年上市的次新股,上市以来股价累计涨幅 385%,在同期上市的次新股中涨幅相对不大,尤其是 2014 年全年涨幅仅 65%。
- **2、大市场小公司,成长空间大**。目前我国人均珠宝首饰数量远低于美日等国家水平,随着消费升级,黄金珠宝行业需求将加速释放。
- **3、黄金珠宝行业新贵,研发设计能力突出**。公司研发队伍实力雄厚,产品注入传统文化理念,与时代发展 具有契合点,在黄金珠宝行业具有独特优势。
- **4、管理层理念先进,执行力强,商业模式创新值得期待**。2014年上市后快速启动定增收购越王珠宝 100%,2015年收购宝庆尚品 51%股权,产品线实现全覆盖,网点快速扩张。2015年与网信、深创投、沈阳机床、上海文化产权交易所等公司密集签署战略合作框架协议,拟发展珠宝行业供应链金融、生产工艺创新升级、探索文化产业模式、整合行业资源。
- 5、生产、销售、商业模式创新多点布局。生产端,与沈阳机床合作,以江苏金一智造公司为平台,探索高端装备制造工艺在黄金珠宝行业的应用,为后续客户开发奠定生产工艺基础;销售端,通过兼并收购越王珠宝、宝庆尚品等扩大门店布局,未来还将通过产业基金进一步收购行业内优质标的,提升行业地位和市场占有率,为后续商业模式创新提供客户基础;商业模式创新方面,通过发展珠宝行业互联网金融,进一步整合行业上下游资源,同时规划发展线上业务,开展高端客户定制等。通过一系列动作,公司将打通珠宝行业内横向、纵向产业链,整合多方资源,黄金珠宝新贵雏形已现。
  - **6、金价处于中期底部,下行空间不大**,未来有望走出谷底,有利于黄金珠宝行业需求释放。
- 7、公司市值不大仅 150 亿,作为做黄金珠宝行业新贵,未来有望通过收购兼并提高市场占有率和品牌知名度,通过商业模式创新进一步挖掘公司价值,提升行业地位,引领行业发展。

莱	1.全一	计化盈利预测	(单位。	百万元)

	金一文化	增速	越王珠宝业 绩承诺	宝庆尚品业绩 承诺	公司并表业绩	总市值-亿元	PE	股本-亿股	EPS
2014	6722.00		4500.64	_					
2015	8465.01	26%	5874.99	6000	17400.00	154.84	88.99	2.16	0.81
2016	9899.65	17%	8000.85	7450	21700.00	154.84	71.35	2.16	1.01
2017	11853.2	20%	10131.3	9050	26600.00	154.84	58.21	2.16	1.23

资料来源: wind 民族证券

注: 宝庆尚品持股比例 51%, 按照 6 月 1 日收盘价计算市值

表 2:珠宝行业上市公司比较(单位: 亿元)

代码	简称	股本-亿股	股价	市值-亿元	营收 2014	净利 2014	毛利率	净利率	ROE	EPS
002721.sz	金一文化	2.16	71.68	154.84	60.16	0.69	7.21	1.30	9.22	0.41

敬请阅读正文之后的免责声明 民族证券 第 4 页



# 金一文化(002721.SZ)公司调研报告

002574.sz	明牌珠宝	5.28	19.53	103.12	68.42	2.00	8.66	2.91	6.75	0.38
002731.sz	萃华珠宝	1.51	50.07	75.45	33.08	0.98	8.01	2.98	12.66	0.82
600086.sh	东方金钰	4.50	33.00	148.50	45.43	0.99	6.69	2.16	10.48	0.28
600612.sh	老凤祥	5.23	58.27	304.82	328.35	9.40	8.77	3.74	25.82	1.80
600655.sh	豫园商城	14.37	21.06	302.70	191.53	10.03	10.31	5.36	14.25	0.70
002345.sz	潮宏基	8.45	19.58	165.47	24.70	2.21	33.64	9.10	9.51	0.26
600687.sh	刚泰控股	4.90	46.93	230.07	47.42	2.51	8.50	5.30	16.80	0.51

资料来源: 民族证券

敬请阅读正文之后的免责声明 民族证券 第5页



# 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E	单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,566	4,867	6,224	7,711	营业收入	6,016	15,041	19,553	24,441
现金	162	464	497	550	营业成本	5,583	13,745	17,888	22,379
应收账款	628	2,060	2,679	3,348	营业税金及附加	12	31	40	50
其它应收款	75	288	375	469	销售费用	164	409	532	665
预付账款	106	371	482	603	管理费用	64	301	391	489
存货	597	1,683	2,191	2,741	财务费用	84	301	391	489
其他	0	0	0	0	资产减值损失	7	17	22	28
非流动资产	177	1,593	2,098	2,643	公允价值变动收益	-60	-60	-60	-60
长期投资	0	0	0	1	投资净收益	38	38	38	39
固定及无形资产	157	1,504	1,955	2,444	营业利润	80	216	18,155	22,700
其他	20	51	66	82	利润总额	107	281	352	428
资产总计	1,743	6,460	8,322	10,353	所得税	28	74	93	113
流动负债	1,117	5,659	7,258	8,991	净利润	79	207	259	315
短期借款	680	4,512	5,866	7,332	少数股东损益	10	33	41	49
应付账款	33	150	195	244	归属吸引净利润	69	174	217	266
其他	22	120	156	196	EBITDA	211	646	819	1,006
非流动负债	28	13	17	0	EPS (元)	0.41	0.81	1.01	1.23
长期借款	0	0	0	0					
其他	3	0	0	0	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
负债合计	1,145	5,672	7,275	8,991	成长能力				
少数股东权益	6	39	81	130	营业收入	83.66%	150.00%	30.00%	25.00%
归属母公司股东权益	592	749	966	1,233	营业利润	-48.41%	168.33%	8307.17%	25.04%
负债和股东权益	1,743	6,460	8,322	10,353	归属母公司净利润	-33.65%		25.00%	22.47%
	, -	,	- ,-	-,	获利能力				
现金流量表					毛利率	7.21%	8.62%	8.51%	8.44%
单位:百万元	2014	2015E	2016E	2017E	净利率	1.15%	1.16%	1.11%	1.09%
经营活动现金流	354	-1,787	-329	-261	ROE	11.64%	23.23%	22.51%	21.61%
净利润	79	207	259	315	ROIC	15.03%	7.66%	7.41%	7.23%
资产减值损失					偿债能力				
折旧摊销	18	90	117	147	资产负债率	65.69%	87.80%	87.42%	86.84%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	84	301	391	489	流动比率	1.40	0.86	0.86	0.86
投资损失	-38	-38	-38	-39	速动比率	0.87	0.56	0.56	0.55
营运资本变化	140	-2,380	-1,129	-1,227	营运能力	0.07	0.00	0.00	0.00
递延税款变化		_,	.,	.,	总资产周转率	3.45	2.33	2.35	2.36
投资活动现金流	-167	-1,498	-629	-696	应收帐款周转率	9.58	7.30	7.30	7.30
资本支出	85	-1,437	-569	-635	应付帐款周转率	9.36	8.16	8.16	8.16
其他投资	-252	-60	-60	-60	每股指标(元)		911.0	911.0	
筹资活动现金流	-121	3,587	991	1,009	每股收益	0.41	0.81	1.01	1.23
短期借款	56	3,904	1,382	1,498	每股经营现金	2.12	-8.27	-1.52	-1.21
新发股份	-68	0	0	0	每股净资产	3.54	3.47	4.47	5.71
分红	-14	-17	0	0	估值比率	J.0 T	3.17	,	J.7 1
少数股东融资	-11	0	0	0	P/E	174.03	88.99	71.19	58.13
财务费用	-84	-301	-391	-489	P/B	26.17	20.68	16.02	12.56
现金净增加额	66	302	33	53	EV/EBITDA	73.37	23.97	18.90	15.39

数据来源: 贝格数据, 民族证券

敬请阅读正文之后的免责声明 民族证券 第6页



# 分析师简介

李晶,管理学硕士,具有证券行业投资咨询业务执业资格。

# 联系人简介

# 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师,在此申明:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点;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报酬。

# 投资评级说明

类别	级别	
	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
行业投资评级	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
股票投资评级	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
成示汉贞互欤	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: Z10011000)。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司(以下简称"本公司")的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者,应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读,并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或转载,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务,客户可登录本公司网站www.e5618.com信息披露栏查询公司静默期安排。

地址: 北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)

敬请阅读正文之后的免责声明 民族证券 第7页