

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
 证券分析师：余春生 S0350513090001  
 021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

## 以收购丰汇租赁为契机，积极布局黄金产业链金融

### ——金叶珠宝（000587）跟踪报告

#### 投资要点：

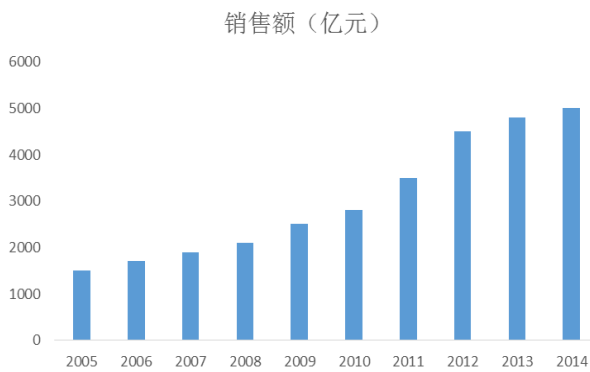
#### 1、我国黄金珠宝行业发展空间巨大

过去十年，我国黄金珠宝市场增长较快，黄金珠宝消费位居世界前列，市场销售整体规模近 5000 亿元。未来，随着国民收入提高和消费升级，预计黄金珠宝行业仍将保持较高速度的增长。但行业依靠百货、专卖店等传统渠道的销售在发展中面临瓶颈，企业如何借助“互联网+”进行经营模式和融资方式的创新变革已提上日程。

##### （1）我国黄金珠宝行业规模已达 5000 亿元，人均消费仍有较大提升空间

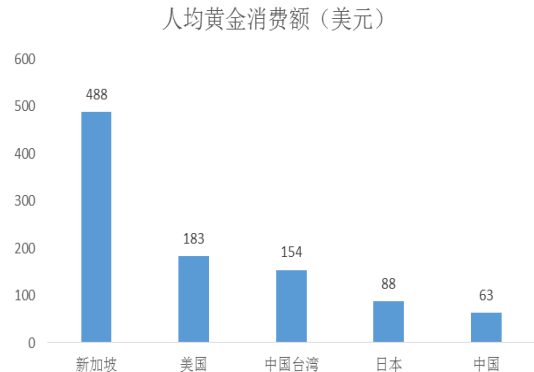
至 2014 年，我国黄金珠宝市场销售规模已近 5000 亿元，总体量位于世界前列。但我国人均黄金珠宝消费水平仅为 63 美元，相比于文化传统较为类似的中国台湾（154 美元）、新加坡（488 美元）仍有较大提升空间。

图 1、黄金珠宝市场销售规模已近 5000 亿



资料来源：EUROMONITOR, WIND、国海证券研究所

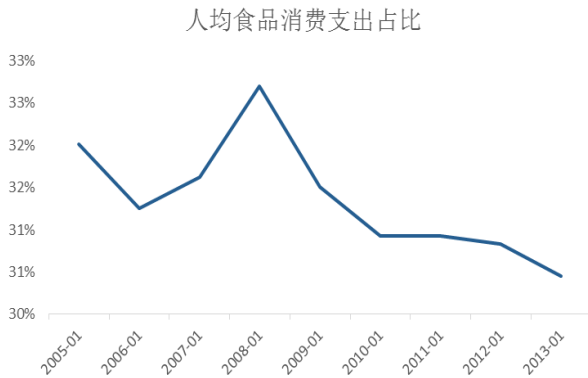
图 2、我国人均黄金珠宝消费额仍然较低



资料来源：EUROMONITOR, WIND、国海证券研究所

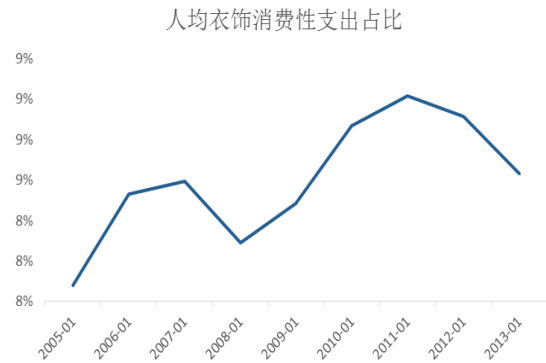
国民生活水平持续提升，黄金珠宝需求有望持续旺盛。在中国经济持续快速增长和人均可支配收入水平不断提高的背景下，人们在满足基本生活需求的基础上，逐渐增加了对珠宝饰品的消费，黄金珠宝饰品消费成为继衣着、住房、汽车之后居民的第三大消费热点。2014 年我国人均可支配收入已达 28844 元，过去五年复合增速达 10%。同时，随着国民收入绝对值的提升，食品消费占消费性支出的比重逐渐下降，服饰、娱乐休闲等支出占比长期呈上升趋势。随着人均可支配收入不断提升，消费升级持续深化，黄金珠宝行业维持高速增长可期。

图 3、食品消费占比长期下降



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、衣饰消费占比持续提升

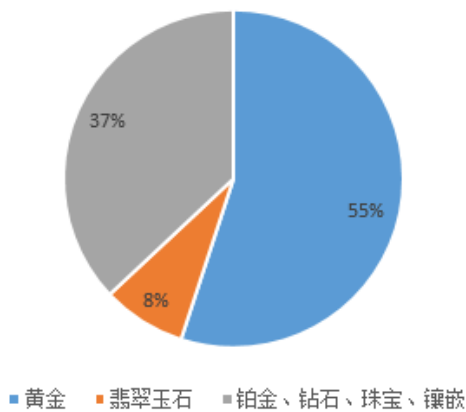


资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2、珠宝品类中黄金称王，销售渠道中百货为主

我国黄金珠宝市场以金类饰品为主，黄金销售占据半壁江山，占比达 55%。在销售渠道方面，仍以店铺零售为主，其中百货销售占比最大，达 60.70%，其次是珠宝钟表专卖店占比 32%，电商渠道占比仅为 0.5%。但百货渠道在近年来面临较大的电商分流影响，到店客流的下落使得黄金珠宝消费受到较大影响。截止 2014 年，商务部重点监测的 5000 家零售企业的金银珠宝类零售额同比下降 11.60%，传统百货经营渠道面临较大压力。

图 5、国内珠宝市场品类构成



资料来源：上海黄金饰品行业协会、国海证券研究所

图 6、珠宝行业各销售渠道占比

	珠宝行业各销售渠道占比 (%)			
	2010	2011	2012	2013
有店铺零售	99.60	99.50	99.30	99.30
百货	59.80	61.50	61.30	60.70
珠宝钟表专卖店	36.00	33.80	33.30	32.00
大卖场	2.20	1.90	1.60	1.40
服装专卖店	1.30	1.30	1.30	1.30
其他店铺	0.30	1.10	1.80	3.90
无店铺零售	0.40	0.50	0.70	0.70
家庭购物	0.20	0.20	0.20	0.20
电商	0.2	0.3	0.5	0.5
合计	100	100	100	100

## 2、金叶珠宝公司情况

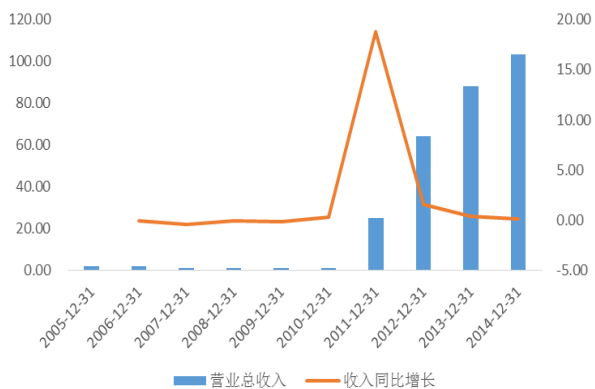
### (1) 历史经营以黄金饰品加工批发为主

金叶珠宝成立于 1994 年，于 2011 年 8 月通过光明集团家具股份有限公司 (S\*ST 光明) 的股权分置改革后借壳上市。上市后，公司在以黄金饰品加工为主的业务基础上，积极向产业链上下游拓展，现已覆盖黄金珠宝矿业投

资、加工批发、品牌零售三大主营业务板块，业务囊括了整条黄金产业链。

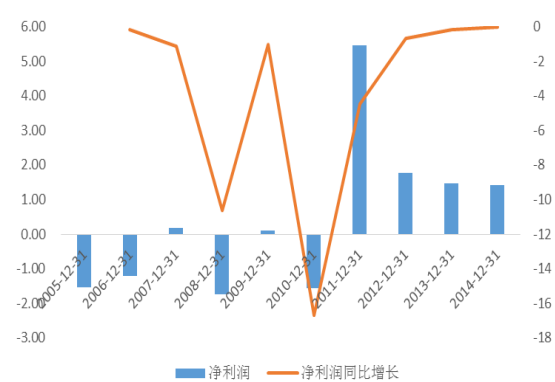
公司的主要收入来源于黄金的批发业务，2014 年约占公司总收入的92%，但黄金批发却是毛利率相对最低的业务。2014年公司实现营业收入103.3 亿元，同比增长17%，但由于主要以黄金饰品加工批发业务为主，毛利率相对较低，仅为4.85%。公司近来持续沿黄金供应链扩张，不仅在东莞和重庆拥有两个加工基地，更在零售端开出500 余个线下加盟和直营实体店，同时积极通过天猫和自有网站开展电商业务，试水O2O 销售模式。过去，黄金更多是被当做首饰和饰品来经营，而这个市场的上升空间非常有限。未来金叶珠宝有望依托丰汇租赁，开展黄金珠宝产业金融服务业务。

图 7、金叶珠宝收入及增速情况



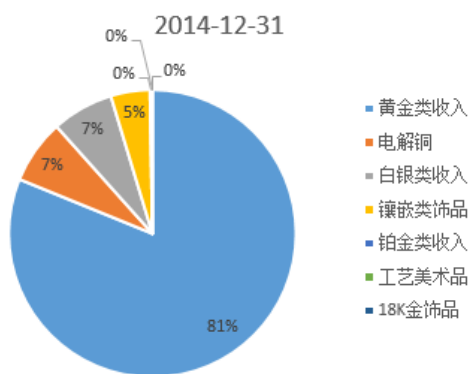
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、金叶珠宝利润及增速情况



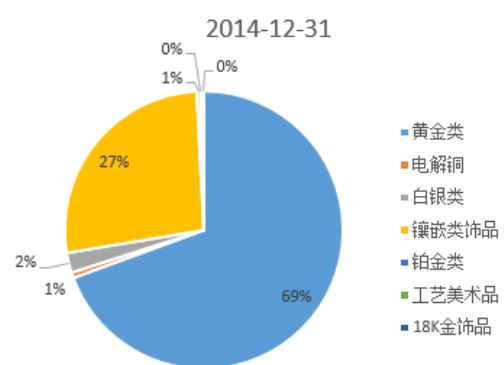
资料来源：国海证券研究所

图 9、金叶珠宝各品类收入占比情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、金叶珠宝各品类毛利占比情况



资料来源：国海证券研究所

## (2) 收购丰汇租赁，扩张黄金供应链，提升公司盈利能力

为完善公司业务格局，公司做过多次转型尝试。4 月26 日公司公告收购丰汇租赁，拟以每股11.92元的价格向丰汇租赁原股东发行2.8 亿股，合计33.2 亿元，同时支付现金26.3 亿元，其中15.0 亿元来源于向大股东九五集团定向增发1.3 亿股所募集，总对价59.5 亿元，购买丰汇租赁原股东中融资产、盟科投资、盛运环保、重庆拓

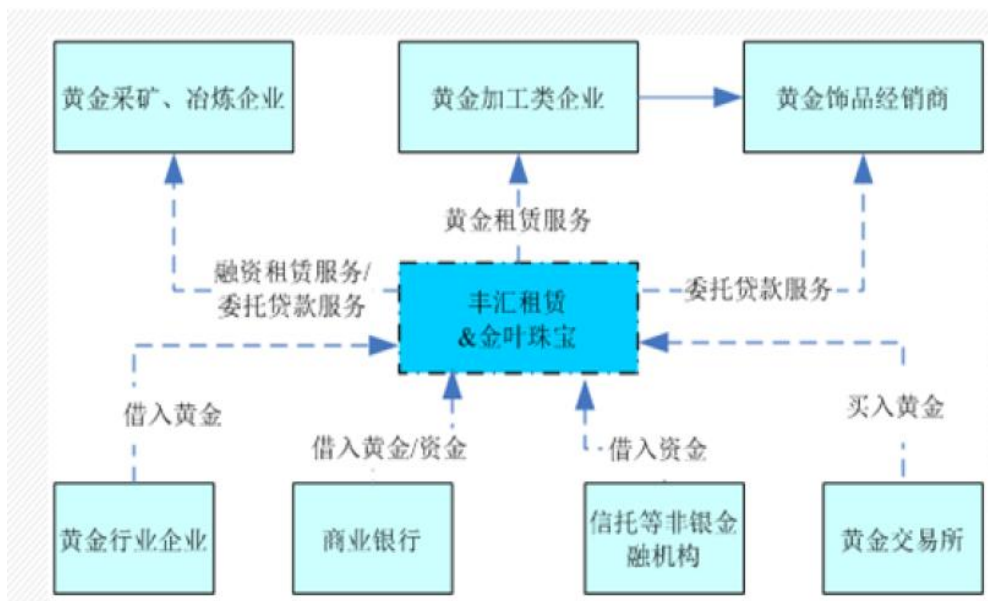
洋合计持有的丰汇租赁90%股权。四位补偿责任人中融资产、盟科投资、盛运环保及重庆拓洋承诺丰汇租赁2015/16/17年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为5亿元、8亿元和10亿元。按公司90%的股权收购，即为4.5/7.2/9亿元。大股东九五集团承诺金叶珠宝业绩2015/16/17年分别为1.5/2/2.5亿元。由此，金叶珠宝合并后2015/16/17备考业绩分别为6/9.2/11.5亿元。

丰汇租赁成立于1999年，是“中植系”旗下重要的融资租赁公司，目前注册资本高达20亿元，业务范围覆盖医疗、电力、钢铁等行业的直接租赁、售后返租、委托贷款等业务。2014年丰汇租赁营业收入11.7亿，净利润3.41亿，规模的盈利水平都排名民营租赁公司前列。目前，我国融资租赁行业正处于高速增长阶段，相对其他发达国家在融资租赁渗透率、行业集中等方面都有较大的差距，未来发展空间广阔。

此次收购后，丰汇租赁可以利用上市公司的平台优势，通过增发股份、公司债券等再融资渠道注入更多的经营资本金，利用上市公司的优质资产通过抵押贷款或信用担保借款等方式获得资金支持，进一步扩大丰汇租赁资本规模及业务范围，增强盈利能力。

对金叶珠宝而言，此次收购后，公司有望将融资租赁、黄金租赁、委托贷款等金融服务模式与公司的黄金产业经营优势有效结合，进一步挖掘黄金的货币价值，为公司打造黄金业务全产业链及金融服务提供商做好战略准备。

图 11、金叶珠宝并购丰汇租赁后有望打造成为黄金珠宝产业金融服务商



资料来源：公司公告、国海证券研究所

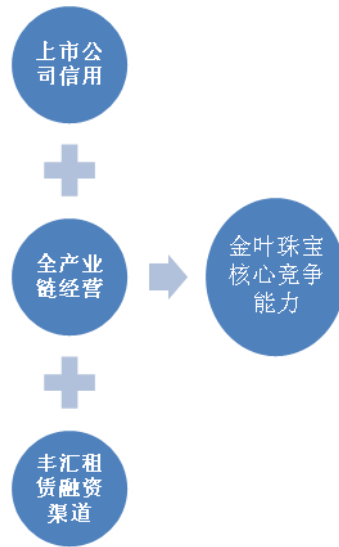
### (3) 公司具有市场无可比拟的全产业链和融资渠道优势

金叶珠宝相对于其他品牌公司而言，公司经营的是黄金全产业链，包括矿业投资、珠宝批发、珠宝零售，具有完整的供应链体系，抗市场波动风险能力比较强。

收购丰汇租赁后，公司又有了新的融资渠道，可实现对采矿、加工的租赁投资和对零售的委托贷款。在资金方面

的巨大优势，有利于公司快速扩张，实现跨越式的发展。

图 12、全产业链经营模式和新增丰汇租赁融资渠道构筑了公司核心竞争能力



资料来源：国海证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

假定公司收购丰汇租赁股权在 2015 年 12 月 30 日前获得证监会审批通过，并将丰汇租赁财务报表纳入公司合并报表，则我们预测公司 15/16/17 年 EPS 分别为 0.68、1.02、1.28，对应 2015/16/17 年 PE 分别为 28.07/18.90/15.02 倍，首次给予“买入”评级。

### 4、风险提示

业务拓展不如预期。

表 1、金叶珠宝收购丰汇租赁成功合并后盈利预测

证券代码:	000587.sz				股票价格:	19.21	投资评级:	买入		日期:	2015-7-28
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	10%	33%	34%	31%	EPS	0.26	0.68	1.02	1.28		
毛利率	5%	9%	10%	11%	BVPS	2.34	1.96	2.86	3.99		
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>						
销售净利率	1%	5%	6%	7%	P/E	75.15	28.07	18.90	15.02		
<b>成长能力</b>					P/B	8.20	9.78	6.71	4.81		
收入增长率	17%	37%	18%	13%	P/S	1.04	1.31	1.11	0.98		
利润增长率	-3%	361%	49%	26%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
总资产周转率	3.61	3.78	3.47	3.10	营业收入	10333	14104	16671	18838		
应收账款周转率	21.48	21.48	21.48	21.48	营业成本	9831	12835	14954	16766		
存货周转率	12.07	12.07	12.07	12.07	营业税金及附加	22	30	35	39		
<b>偿债能力</b>					销售费用	186	289	334	373		
资产负债率	51%	46%	40%	34%	管理费用	74	141	157	179		
流动比	1.91	2.01	2.31	2.69	财务费用	37	(9)	(29)	(60)		
速动比	1.35	1.39	1.66	2.02	其他费用/(-收入)	(17)	5	3	1		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	165	823	1223	1543		
现金及现金等价物	1393	1633	2287	3199	营业外净收支	14	1	1	0		
应收款项	481	657	776	877	利润总额	179	824	1224	1543		
存货净额	814	1066	1242	1392	所得税费用	34	155	231	293		
其他流动资产	89	121	143	162	净利润	145	669	993	1250		
<b>流动资产合计</b>	<b>2777</b>	<b>3476</b>	<b>4448</b>	<b>5630</b>	少数股东损益	3	12	17	22		
固定资产	70	163	276	369	归属于母公司净利润	142	657	976	1228		
在建工程	0	80	70	70							
无形资产及其他	4	4	4	4	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	(141)	(51)	514	863		
<b>资产总计</b>	<b>2860</b>	<b>3732</b>	<b>4807</b>	<b>6081</b>	净利润	145	669	993	1250		
短期借款	354	354	354	354	少数股东权益	3	12	17	22		
应付款项	778	1018	1186	1329	折旧摊销	7	7	17	28		
预收帐款	110	151	178	201	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	211	211	211	211	营运资金变动	(296)	(739)	(513)	(437)		
<b>流动负债合计</b>	<b>1453</b>	<b>1733</b>	<b>1929</b>	<b>2095</b>	投资活动现金流	(35)	(173)	(104)	(92)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	3	(173)	(104)	(92)		
其他长期负债	2	2	2	2	长期投资	0	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	其他	(38)	0	0	0		
<b>负债合计</b>	<b>1454</b>	<b>1735</b>	<b>1930</b>	<b>2097</b>	筹资活动现金流	416	(77)	(114)	(143)		
股本	557	960	960	960	债务融资	(389)	0	0	0		
股东权益	1405	1997	2877	3984	权益融资	98	0	0	0		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2860</b>	<b>3732</b>	<b>4807</b>	<b>6081</b>	其它	708	(77)	(114)	(143)		
					现金净增加额	240	(301)	297	628		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所



## 【分析师承诺】

余春生，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。