



**谨慎
买入**

11% ↑

目标价格:人民币 19.20

原目标价格:人民币 17.28

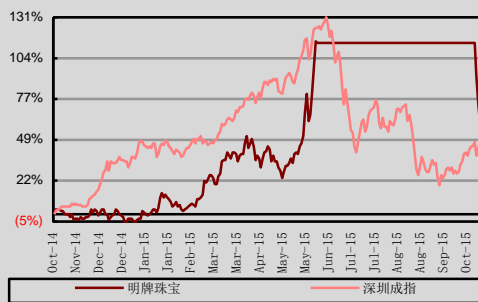
002574.CH

价格:人民币 17.33

目标价格基础:120倍 15年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	66.3	(24.3)	(24.3)	63.5
相对深证成指	65.6	(38.8)	(8.7)	17.9

发行股数(百万)	528
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9,150
3个月日均交易额(人民币 百万)	553
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
浙江日月首饰集团有限公司	30

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2015年10月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

明牌珠宝

收购玉矿、拓展珠宝“互联网+”平台, 丰富产品线、延伸产业链

公司发布公告: 公司拟非公开发行股票, 预计募集资金总额不超过 13.61 亿元, 投资于 1) 现金收购金山公司和天泰公司各 51% 的股权 (均主要从事和田玉矿的开采), 投资额为 3.06 亿元; 2) 珠宝“互联网+”综合平台项目, 投资额为 10.55 亿元。本次发行底价为 15.12 元, 发行数量不超过 9,001 万股, 其中实际控制人之一虞免良先生拟认购发行总数的 20%。我们将目标价格上调至 19.20 元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **收购玉石矿公司, 丰富产品线, 延伸产业链:** 金山公司和天泰公司主要从事和田玉矿的开采, 拥有肃拉穆玉石矿、塔什萨依沟东玉石矿、塔什萨依沟玉石矿三处矿产权。2014 年, 两家公司营业收入分别为 428 万元和 0 万元, 净利润分别为亏损 955 万元和亏损 580 万元, 亏损主要是由于营业成本和管理费用较高。收购价格为现金 3.06 亿元。公司目前的产品类别主要是以黄金、铂金、钻石等为原材料的珠宝首饰, 通过收购并开发玉石矿, 有助于公司在原有产品的基础上, 开发新的珠宝产品种类, 丰富产品线, 并充分利用公司原有品牌影响力和销售渠道, 通过设计、生产、渠道推广等方式发掘产品的价值, 提高附加值。
- **发展珠宝“互联网+”平台:** 公司实施的珠宝“互联网+”综合平台项目, 包括珠宝 O2O 平台 (平台建设、店铺改造等), 珠宝跨境电商平台 (平台建设等), 珠宝互联网金融平台 (消费金融支持平台、加工、经销商金融支持平台等), 大数据中心 (ERP 系统升级、数据库建立), 总投资额 10.55 亿元。公司通过进一步扩展互联网销售渠道, 通过金融服务整合产业链上下游客户及供应商资源, 实现价值链增值和相对多元化发展。
- **增发后略微摊薄每股收益:** 公司目前股本为 5.28 亿股, 发行后股本为 6.18 亿股。公司预计本次非公开发发行于 2015 年 11 月 30 日完成发行。若发行顺利完成, 由于项目无法立即带来收入和利润, 因此将对当期每股收益有摊薄影响, 我们测算每股收益约将减少 14.56%。

评级面临的主要风险

- 黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备。

估值

- 按增发后摊薄的股本计算, 我们下调公司 2015-17 年每股收益预测分别至 0.16、0.19、0.22 元 (之前为 0.36、0.42、0.50 元), 以 2015 年为基期未来三年复合增长率 -12%, 将目标价由 17.28 元上调至 19.20 元, 对应 15 年 120 倍市盈率。公司本次增发项目短期无法增厚公司利润, 同时公司上半年收入大幅下滑, 远低于行业平均水平, 此外毛利率水平有所下滑也影响了公司经营业绩。维持**谨慎买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	8,558	6,842	6,442	6,800	7,623
变动(%)	29	(20)	(6)	6	12
净利润(人民币 百万)	83	200	97	120	138
全面摊薄每股收益(人民币)	0.348	0.378	0.157	0.195	0.223
变动(%)	13.1	8.8	(58.5)	24.2	14.4
市场预期每股收益(人民币)			0.436	n.a.	n.a.
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.357	0.424	0.498
调整幅度(%)			(56.0)	(54.0)	(55.2)
全面摊薄市盈率(倍)	49.8	45.8	110.4	88.9	77.7
价格/每股现金流量(倍)	4.9	24.6	(20.1)	(229.0)	(42.5)
每股现金流量(人民币)	3.55	0.70	(0.86)	(0.08)	(0.41)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.6	24.9	98.5	85.7	64.1
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.016	0.019	0.022
股息率(%)	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	8,558	6,842	6,442	6,800	7,623
销售成本	(8,083)	(6,250)	(5,993)	(6,252)	(6,982)
经营费用	(284)	(279)	(356)	(442)	(495)
息税折旧前利润	191	313	92	106	146
折旧及摊销	(10)	(12)	(5)	(8)	(11)
经营利润(息税前利润)	181	301	88	99	135
净利息收入/(费用)	(67)	(25)	55	64	51
其他收益/(损失)	(4)	(16)	45	92	89
税前利润	119	264	131	163	186
所得税	(36)	(64)	(34)	(42)	(48)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	83	200	97	120	138
核心净利润	76	193	97	120	138
每股收益(人民币)	0.348	0.378	0.157	0.195	0.223
核心每股收益(人民币)	0.318	0.366	0.157	0.195	0.223
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.016	0.019	0.022
收入增长(%)	29	(20)	(6)	6	12
息税前利润增长(%)	12	67	(71)	13	37
息税折旧前利润增长(%)	14	64	(71)	15	37
每股收益增长(%)	13	9	(58)	24	14
核心每股收益增长(%)	5	15	(57)	24	14

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	119	264	131	163	186
折旧与摊销	10	12	5	8	11
净利息费用	92	102	(43)	(64)	(51)
运营资本变动	(3,679)	(3,923)	(3,045)	(3,140)	(3,254)
税金	36	64	34	42	48
其他经营现金流	4,275	3,852	2,386	2,945	2,807
经营活动产生的现金流	853	371	(532)	(47)	(252)
购买固定资产净值	0	0	(25)	(25)	(25)
投资减少/增加	5	34	2	2	2
其他投资现金流	(689)	(886)	200	(20)	(20)
投资活动产生的现金流	(683)	(853)	177	(43)	(43)
净增权益	0	0	90	0	0
净增债务	0	97	0	0	0
支付股息	(24)	(24)	(53)	(10)	(12)
其他融资现金流	(544)	240	(475)	135	389
融资活动产生的现金流	(568)	313	(438)	126	377
现金变动	(398)	(168)	(794)	36	82
期初现金	1,589	1,438	644	680	762
公司自由现金流	195	(404)	(344)	(90)	(295)
权益自由现金流	102	(418)	(362)	(126)	(344)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,589	1,438	644	680	762
应收帐款	498	569	383	400	448
库存	2,138	1,816	2,687	2,803	3,132
其他流动资产	459	963	876	878	883
流动资产总计	4,678	4,786	4,590	4,761	5,226
固定资产	92	93	126	153	174
无形资产	57	60	58	55	53
其他长期资产	(82)	51	72	63	56
长期资产总计	70	208	261	276	288
总资产	4,748	4,994	4,850	5,037	5,514
应付帐款	44	56	60	63	70
短期债务	0	0	474	545	884
其他流动负债	543	807	791	793	799
流动负债总计	587	863	1,325	1,401	1,752
长期借款	0	97	97	97	97
其他长期负债	1,291	985	245	245	245
股本	240	528	618	618	618
储备	2,629	2,517	2,561	2,672	2,798
股东权益	2,869	3,045	3,179	3,290	3,416
少数股东权益	0	4	4	4	4
总负债及权益	4,748	4,994	4,850	5,037	5,514
每股帐面价值(人民币)	11.96	5.77	5.14	5.32	5.53
每股有形资产(人民币)	11.72	5.65	5.05	5.23	5.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.62)	(2.54)	(0.12)	(0.06)	0.35

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.2	4.6	1.4	1.6	1.9
息税前利润率(%)	2.1	4.4	1.4	1.5	1.8
税前利润率(%)	1.4	3.9	2.0	2.4	2.4
净利率(%)	1.0	2.9	1.5	1.8	1.8
流动性					
流动比率(倍)	8.0	5.5	3.5	3.4	3.0
利息覆盖率(倍)	2.0	2.7	4.9	2.8	2.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	3.4	1.2	1.2	1.1
估值					
市盈率(倍)	49.8	45.8	110.4	88.9	77.7
核心业务市盈率(倍)	54.5	47.3	110.4	88.9	77.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	60.3	52.5	122.3	98.5	86.1
市净率(倍)	1.4	3.0	3.4	3.3	3.1
价格/现金流(倍)	4.9	24.6	(20.1)	(229.0)	(42.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.6	24.9	98.5	85.7	64.1
周转率					
存货周转天数	96.5	115.4	137.1	160.3	155.1
应收帐款周转天数	21.2	30.4	27.0	21.0	20.3
应付帐款周转天数	1.9	3.0	3.3	3.3	3.2
回报率					
股息支付率(%)	28.8	26.4	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	2.9	6.6	3.1	3.7	4.1
资产收益率(%)	2.7	4.6	1.3	1.5	1.9
已运用资本收益率(%)	7.2	12.0	2.9	2.6	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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。

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
西单北大街 110 号 7 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