

金叶珠宝 (000587)

2016年2月21日

金融+产业链融合典范

买入 (首次)

首席分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

投资要点

- **切分银行“蛋糕”，租赁是最有发展前景的金融子行业：**在经济转型和政策支持大背景下，融资租赁近年来快速崛起切分银行“蛋糕”：2009-2014年融资租赁规模年增长率高达54%，2015年在中国经济增速放缓背景下仍大幅增长39%，远高于同期银行资产增速。预计未来中小企业融资难的结构性需求+国家扶植租赁的政策红利将驱动租赁行业保持30%以上高速增长，租赁将是未来最有发展前景的金融子行业。
- **丰汇租赁业绩承诺+租赁行业成长红利，未来业绩可期：**公司2015年以59.5亿元对价收购丰汇租赁90%股权切入融资租赁，本次收购显著利好上市公司估值：1) 丰汇租赁过往业绩增长强劲，13/14/15年净利润为2.0/3.4/5.8(预计)亿元；2) 丰汇租赁原股东承诺业绩15/16/17年5/8/10亿元(对应同比增速47%/60%/25%)，该业绩承诺为强势成长预期带来较强确定性；3) 通过本次收购，上市公司不仅直接并表增厚利润，更可分享中国租赁行业崛起的成长红利，增强公司长期业绩弹性。
- **金融+产业链深度融合，协同效应有望超预期：**公司主营黄金设计加工业务，并覆盖包括黄金采矿冶炼、批发零售在内的全产业链。本次收购丰汇租赁将带来协同效应有望超预期：1) 丰汇租赁可利用上市公司在全产业链的客户资源和丰富经验持续获得风险可控的融资租赁/委托贷款业务，加快拓展规模；2) 丰汇租赁通过开展黄金租赁业务为黄金产业链上下游企业融通实体金以赚取利差，亦可助力公司黄金加工主业扩张；3) 丰汇租赁可借助上市公司平台(发行股票或公司债)突破自身融资渠道限制，获得低成本资金并迅速放量。

投资建议

预计公司并表丰汇租赁后15/16/17年净利润为3.0/16.8/19.9亿元，对应EPS 0.47/1.58/1.88元。本次收购完成后，金融+产业链深度融合的协同效应有望超预期，催化估值提升。首次覆盖，给予公司“买入”评级，6个月目标价23.8元，对应15倍16PE。

风险提示

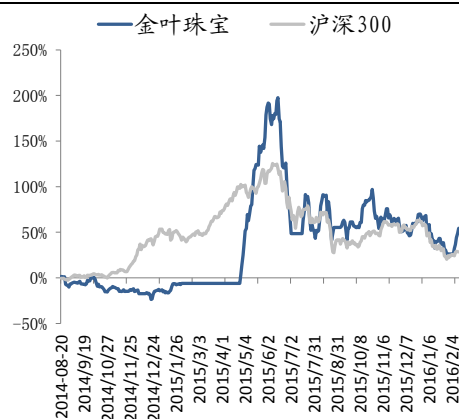
1) 租赁行业景气度下降；2) 黄金租赁业务进展低于预期；3) 丰汇租赁核心团队的不稳定性。

联系人 田昶

执业资格证书号码: S0600115110022

tiand@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2016年2月21日)

收盘价(元)	19.50
一年最低价/最高价	9.26 / 39.0
市净率	2.80
流通A股市值(百万元)	10864

基础数据

每股净资产(元)	6.96
资本负债率(%)	54.22
总股本(百万股)	1061.87
流通A股(百万股)	557.13

目录

1. 金叶珠宝：黄金全产业链金融服务商.....	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 黄金产业链全面整合:	4
1.3. 丰汇租赁：核心优势显著，业务实力雄厚	5
2. 租赁行业：政策力挺，“黄金时代”来临.....	6
2.1. 融资结构+政策红利驱动租赁发展	6
2.2. 市场空间快速膨胀，租赁成长潜力巨大	8
3. 产融结合，打造全产业链金融服务商.....	9
3.1. 切入融资服务业，业绩承诺保障未来发展	9
3.2. 金融+产业链结合，协同效应有望超预期	10
3.3. 外延扩张，推进产融结合	11
4. 投资建议与盈利预测	12
5. 风险提示	12

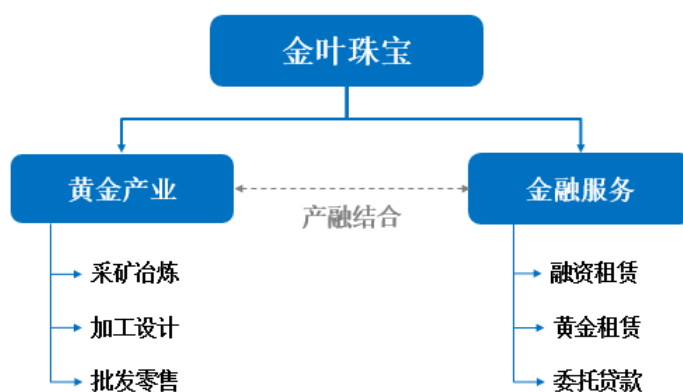
1. 金叶珠宝：黄金全产业链金融服务商

1.1. 公司概况

金叶珠宝集团成立于 1994 年，经过 20 多年的快速发展，现已成为集黄金产业及金融服务于一体的综合黄金服务商。

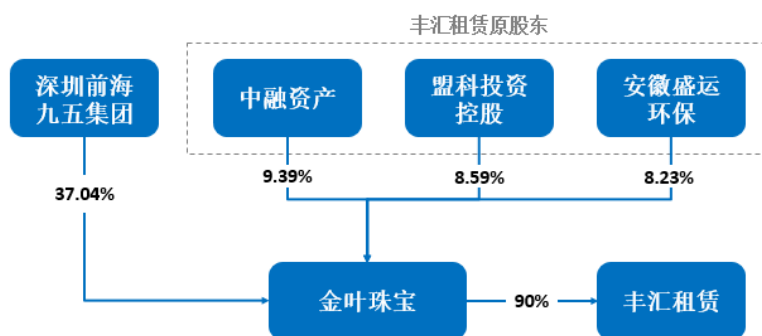
黄金产业+金融服务，打造全产业链服务商。（1）公司传统主业为黄金的采矿冶炼、加工设计、批发零售，业务覆盖全产业链。（2）2015 年公司发行股份购买资产收购丰汇租赁 90% 股权，以开展融资租赁、黄金租赁、委托贷款业务，成功切入黄金产业链金融服务领域，从而完善业务布局，打造黄金产业与金融服务协同发展的产融结合经营模式。

图表 1：公司业务格局



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

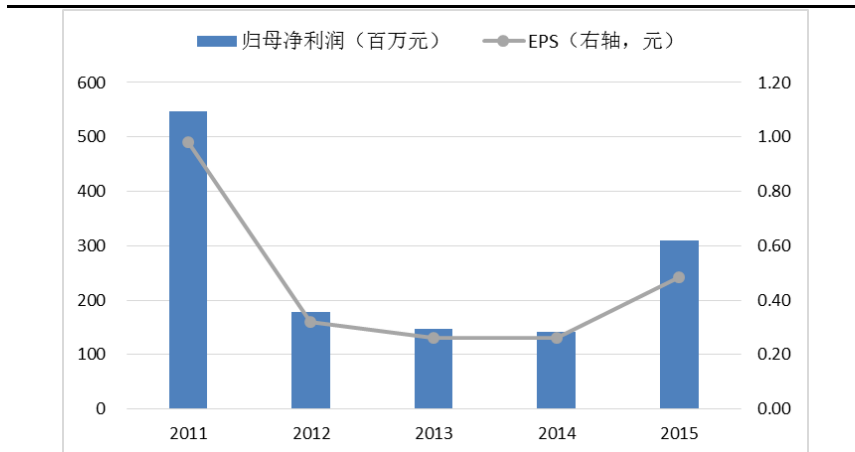
图表 2：公司股权结构（2015 年 11 月 26 日资产收购完成后）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

15 年利润翻倍，或迎来业绩反转时点。公司预计 2015 年归母净利润同比大幅增长 110.64%-124.68%，达到 3-3.2 亿元，主要系公司丰汇租赁部分利润并表所致。2011 年以来，受宏观环境等因素影响，公司传统业务利润持续下滑，随着高利润率的租赁业务并入公司，预计未来有望开启业绩反转，中长期成长性可期。

图表 3: 公司 2011-2015 年 (预计) 归母净利润及 EPS



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

员工持股计划成立, 彰显未来发展信心。公司 2015 年底完成第一期员工持股计划购买, 筹集资金 1 亿 (配杠杆后共募资 3 亿), 涉及员工不超过 180 人, 且均为董监高及中层以上管理人员。员工个人利益与公司未来发展实现绑定, 彰显公司内部对发展前景的坚定信念。

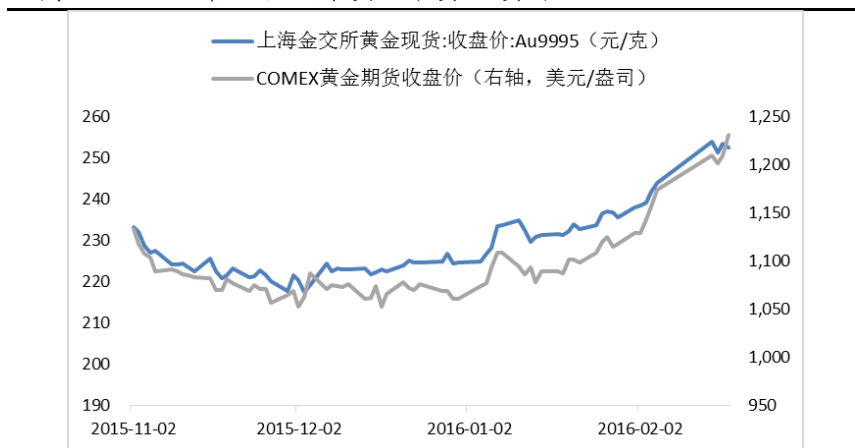
1.2. 黄金产业链全面整合:

公司黄金产业拥有良好口碑, 先后荣获金银珠宝首饰十佳企业、中华金银珠宝名牌、亚洲十大最具影响力品牌等各种荣誉称号。

实现黄金产业链各环节全面整合。公司是国内规模最大的黄金珠宝生产加工企业之一, 打通黄金采矿冶炼、加工设计、批发零售各环节, 获取规模效应和成本优势, 中国黄金、老凤祥等国内知名黄金珠宝企业均为公司客户。未来公司还将扩大产能、深化设计、创新营销, 推动黄金主业持续增长。

黄金消费量价齐升, 提高公司盈利能力。全球金价大幅上涨, 公司批发零售端充分受益。此外, 我国黄金消费量 2015 年回升势头明显, 全年达 984 吨, 同比增长 4.4%, 量价齐升利好公司业绩。

图表 4: 2015 年 11 月以来黄金期货/现货价格



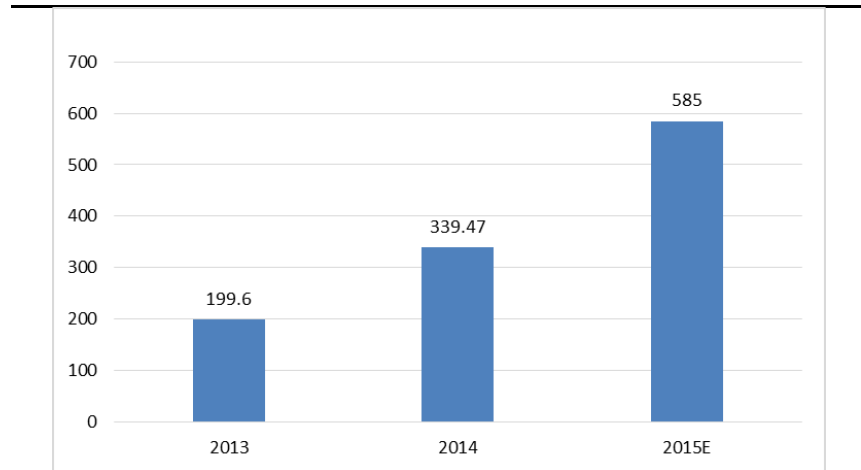
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 丰汇租赁：核心优势显著，业务实力雄厚

丰汇租赁有限公司成立于1999年，注册资本20亿，主营融资租赁、委托贷款业务。

近年来业绩实现高速增长。公司过去三年业绩高速增长，主要收入来源分为融资租赁租金收入、委托贷款利息收入以及财务顾问收入。2015年公司预计实现净利润5.8-5.9亿元，同比增长71%-74%，主要受益于近年来融资租赁行业市场规模持续扩张以及公司竞争优势显著。

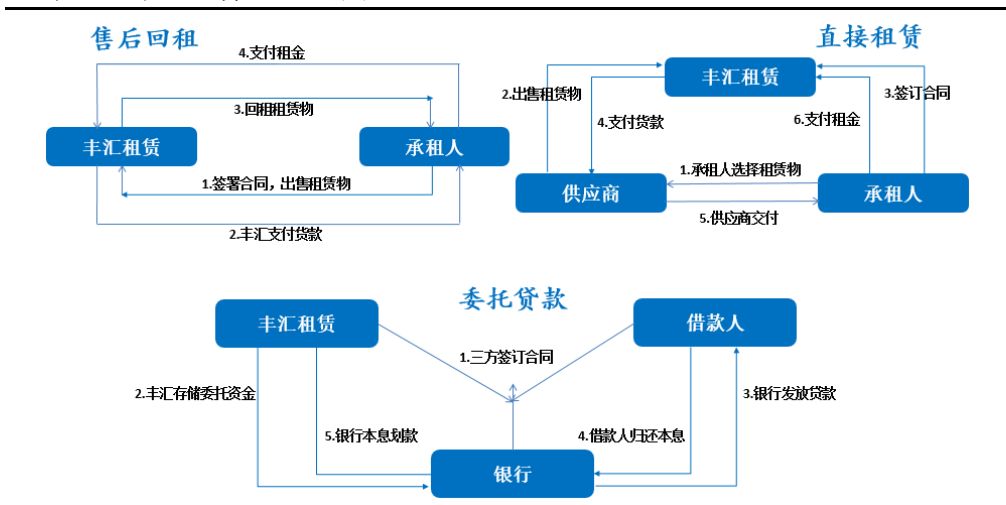
图表 5: 2013-2015 年丰汇租赁净利润 (百万元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

业务模式清晰，融资租赁+委托贷款双轮驱动。融资租赁业务包含售后回租和直接租赁两种模式，售后回租适用于拥有一定数量设备的企业融资，直接租赁则适用于具有固定资产购置及设备升级需求的企业。此外，委托贷款业务涉及银行、租赁、借款人三方，适用于无较大数额生产设备的非生产型企业。

图表 6: 丰汇租赁三大业务模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

竞争优势显著，资金实力雄厚，业务覆盖面广。丰汇租赁的业务核心竞争力优势显著：（1）为客户“量身定制”融资方案；（2）风控体系健全；（3）业务团队经验丰富；（4）租赁下游行业覆盖面广，市场容量大；（5）自身资金实力雄厚，资金渠道广阔；（6）融资模式创新；（7）良好项目质量保证融资额度。

图表 7：丰汇租赁核心竞争优势

核心竞争力	主要优势
量身定制融资方案	通过进行长期跟踪及深入尽职调查，结合专业化判断，根据实际情况为客户“量身定制”合适的融资方案
风控体系健全	始终强调风险控制，形成完善的内部风险控制体系。在实际业务操作过程中，尽量将风险控制整体前移，把保证项目质量和资金渠道安全放在首位
业务团队经验丰富	核心管理团队拥有多年的金融行业和租赁行业经验，熟悉融资租赁公司的运作模式，具有较高的专业水平，并在业内积累了一定的资金方和客户资源
行业覆盖面广，市场容量大	租赁业务覆盖医疗、供热、水务、电力、钢铁等行业的企事业单位，下游行业覆盖面广，避免过度集中风险，市场容量大，客户资源充足
自身资金实力雄厚，资金渠道广阔	自有资金的基础上，与银行、信托公司和资产管理公司等金融机构紧密合作，导入各类渠道资金，通过融资模式创新提升融资能力
融资模式创新	注册资本 20 亿，资本金实力在国内融资租赁行业名列前茅，积极拓展资金渠道，同各大银行和中融信托、渤海信托等非银行金融机构保持良好合作
良好项目质量保证融资额度	前期项目的良好完成情况提高自身在资金方的信誉，保障了其在各大金融机构的融资额度，形成良性循环

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

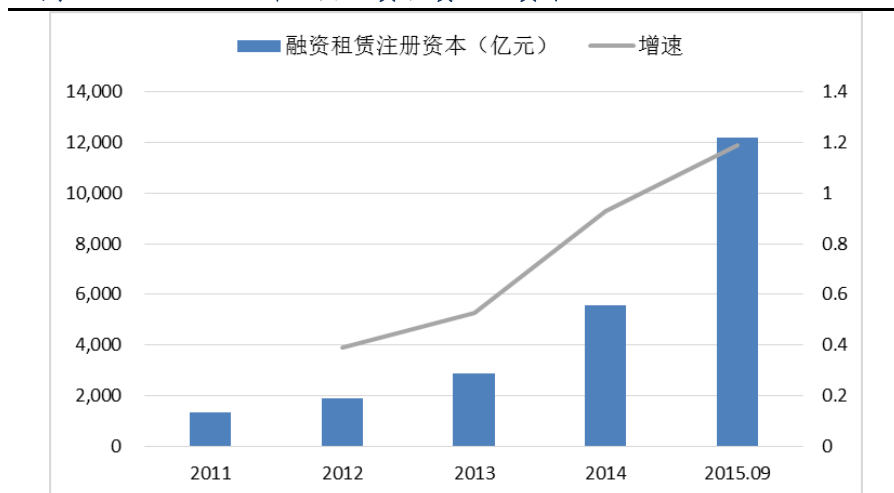
2. 租赁行业：政策力挺，“黄金时代”来临

2.1. 融资结构+政策红利驱动租赁发展

在经济转型与政策支持的背景下，我国非银金融快速崛起，租赁行业迎来发展的“黄金时代”。

租赁行业是未来最有前景的金融子行业。融资租赁是市场配置资源的重要机制，具有便捷、直接、融资与融物结合的特点，在服务实体经济方面具有独特优势。相比于成本高、门槛高的银行渠道和周期长的资本市场上市渠道，融资租赁更能有效缓解中小企业目前面临的融资难融资贵等问题，是最具发展前景的金融子行业。从细分领域资产规模来看，融资租赁行业发展速度最快，2011-2014 年注册资金年复合增长率为 60%，显著高于信托、证券、银行，且增速持续提升。

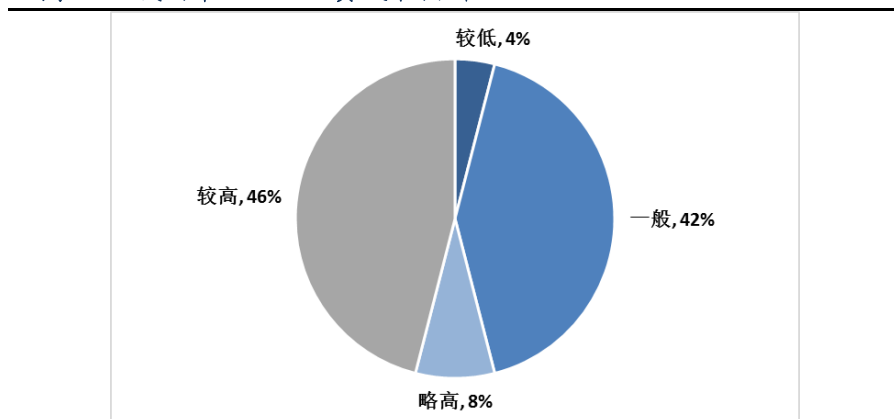
图表 8: 2011-2015 年 9 月融资租赁注册资本金



资料来源：商务部，东吴证券研究所

中小企业融资困境驱动融资租赁发展。 尽管 2015 年以来，政府采取定向降准、降息等措施向市场注入流动性，然而中小企业经营依旧困难。目前中小企业融资呈现出来的特点包括：（1）融资渠道较狭窄，银行贷款仍是主要渠道；（2）银行信贷支持缺乏力度；（3）融资成本高，银行贷款等间接融资成本高且门槛高，资本市场直接融资则周期长、时间成本过高。相比之下，融资租赁便捷、直接的特点，在服务实体经济方面越来越体现出它的独特优势。

图表 9: 我国中小企业融资成本调研



资料来源：慧聪咨询，东吴证券研究所

政策持续加码，助推行业发展。 李克强总理 2015 年 8 月 26 日在国务院常务会议上指出，加快发展融资租赁和金融租赁是深化金融改革的重要举措。近年来，一系列政策红包已陆续发放，诸如《关于加快融资租赁业发展的指导意见》全面系统部署加快发展融资租赁业，《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》对通过加快金融租赁行业发展，服务经济社会发展大局作出科学规划和部署。

图表 10: 近期融资租赁相关利好政策

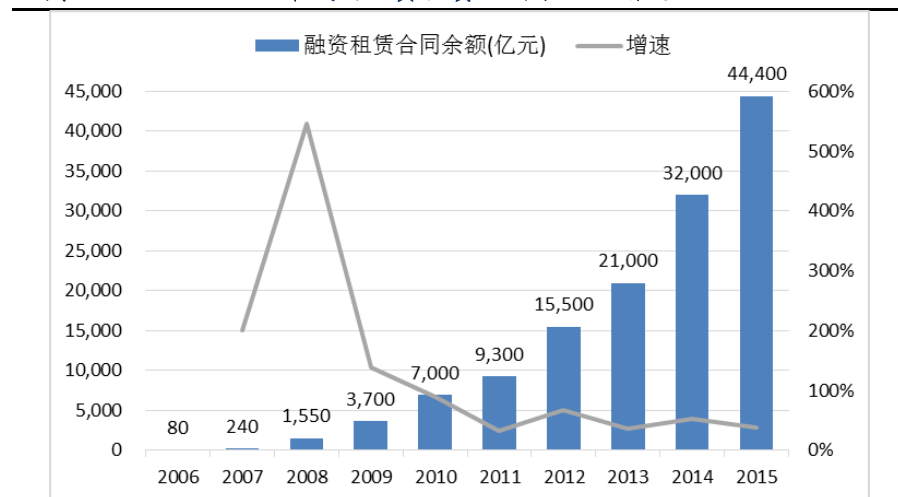
时间	发布机构	政策
2013.07	商务部	关于加强和改善外商投资融资租赁公司审批与管理工作的通知
2013.08	商务部	融资租赁企业监督管理办法
2013.12	央行	关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见
2013.12	银监会	修订《金融租赁公司管理办法》
2013.12	商务部	部署加强融资租赁业监管工作
2014.03	银监会	金融租赁公司管理办法
2014.07	银监会	金融租赁公司专业子公司管理暂行规定
2014.08	国务院	关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见
2015.03	商务部	《外商投资租赁业管理办法》的补充规定
2015.08	国务院	加快融资租赁和金融租赁行业发展的措施,更好服务实体经济
2015.09	国务院	《关于加快融资租赁业发展的指导意见》
2015.09	国务院	《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

2.2. 市场空间快速膨胀, 租赁成长潜力巨大

2006-2015年, 国内租赁余额增长了超过500倍, 年复合增速102%。规模高速扩张主要源于固定资产投资高增和租赁渗透率提升的双轮驱动。(租赁交易额=固定资产投资额*租赁渗透率)。

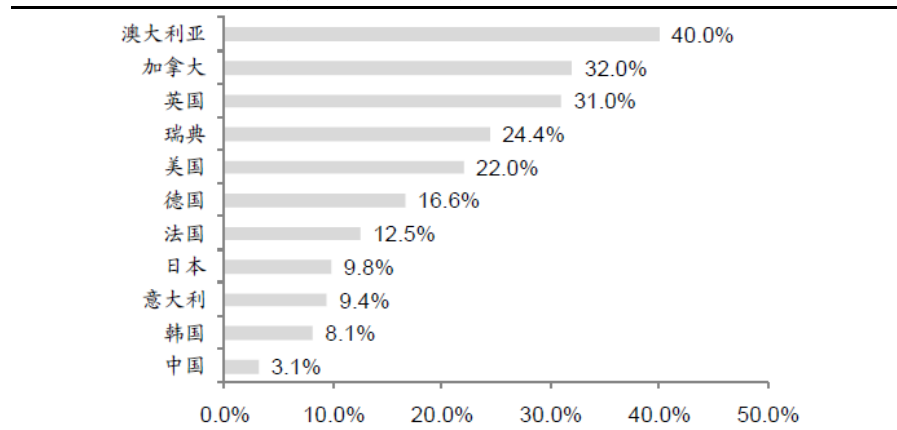
图表 11: 2006-2015年我国融资租赁合同余额及增速



资料来源: 中国租赁联盟, 东吴证券研究所

尽管发展迅猛, 但我国融资租赁的发展水平, 与整体经济规模及国外成熟市场水平相比仍存在较大差距。融资租赁渗透率是反映融资租赁成熟度的重要指标, 发达国家融资租赁渗透率普遍达到9%至40%, 而我国2013年仍处于3.1%的较低水平, 目前尚未达到5%, 存在较大提升空间。

图表 12: 2013 年世界主要国家租赁市场渗透率



资料来源: 世界租赁协会, 东吴证券研究所

展望未来, 考虑到固定资产投资高增长仍将持续、渗透率相比成熟市场仍处于低位, 国内租赁行业市场容量仍将处于快速扩张的阶段, 短期内或可实现合同余额超 5 万亿, 从而超越美国成为世界第一租赁大国。

3. 产融结合, 打造全产业链金融服务商

3.1. 切入融资服务业, 业绩承诺保障未来发展

在收购丰汇租赁前, 公司主要经营黄金珠宝首饰开发设计、生产加工和批发零售等黄金业务, 业务相对单一, 经营业绩受黄金价格波动等因素影响较大。收购完成后, 丰汇租赁成为公司的控股子公司, 公司将进入市场前景广阔、盈利能力较强的融资服务业。

根据交易双方业绩承诺, 2015-2017 年, 丰汇租赁的利润将分别达到 5 亿、8 亿和 10 亿, 对应 90% 股权的净利润分别为 4.5 亿元、7.2 亿、9 亿。同时金叶珠宝 (不含丰汇租赁) 承诺 2015-2017 年实现扣非归母净利润数 1.5 亿元, 2 亿和 2.5 亿。相对于目前的盈利水平, 公司未来业绩将大幅增长, 盈利能力显著提升。

图表 13: 金叶珠宝及子公司丰汇租赁业绩承诺

单位: 亿元	2015	2016	2017
金叶珠宝业绩承诺 (不含丰汇租赁)	1.5	2	2.5
丰汇租赁业绩承诺	5	8	10
丰汇租赁 90% 股权业绩承诺	4.5	7.2	9

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

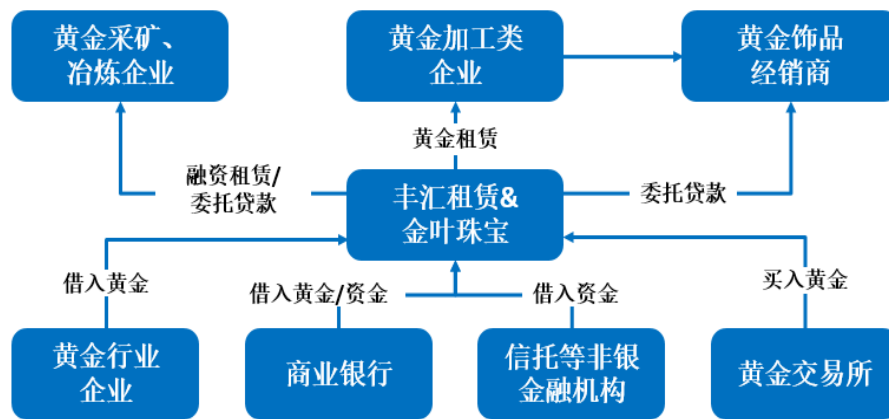
此外, 丰汇租赁进入上市公司主体后: (1) 可利用上市公司的平台优势, 通过增发股份、公司债券等再融资渠道注入更多的经营资本金, 利用上市公司的优质资产通过抵押贷款或信用担保借款等方式获得资金支持, 进一步扩大丰汇租赁资本规模及业务范围, 增强盈利能力; (2)

上市公司可以充分利用丰汇租赁强大的融资渠道、成熟的融资团队以及健全的风控体系为其提供融资服务，以拓宽融资渠道，降低融资成本，扩大现有业务规模。

3.2. 金融+产业链结合，协同效应有望超预期

收过丰汇租赁后，公司能够为黄金产业链上下游企业提供各类融资服务，实现产业与金融的有效结合。

图表 14: 黄金金融服务商业模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

丰富丰汇租赁的产品品种，为黄金行业企业提供设备支持。丰汇租赁可根据黄金产业链上的企业特点为其量身定制融资方案，例如可为上游的采矿、冶炼企业提供设备融资租赁服务和委托贷款服务，可为中游的黄金加工类企业提供黄金租赁服务，同时可为下游的黄金饰品经销商提供委托贷款服务，具备替黄金金融全产业链上下游企业提供融资服务的综合服务能力。相比起银行抵押贷款，丰汇租赁为黄金企业提供的融资服务审批流程短、融资方式灵活、可接受抵押品范围广以及覆盖面广，具备打造新型黄金全产业链金融服务商的可行性。

通过黄金融资，降低了丰汇租赁的融资成本，提升盈利能力。基于黄金租赁利息成本低于银行同期贷款利率的特点，丰汇租赁开展黄金租赁业务，除了从黄金交易所购买黄金以外，还能以较低的融资成本从银行租赁黄金，在收取一定利差的基础上转租给黄金短缺的黄金行业企业。黄金租赁业务缓解了金叶珠宝及其他同行业公司流动资金贷款等外部融资方式上的资金成本压力，降低综合融资成本，同时，丰汇租赁开展黄金租赁业务亦优化了其原有的资本结构与业务结构，增加了丰汇租赁的抗风险能力与盈利能力。

结合金叶珠宝与丰汇租赁的主业，大力开展黄金租赁等业务。黄金租赁业务还可盘活同行业黄金企业的闲置黄金储备，优化业内企业的资

产配置。此外，丰汇租赁可结合现有的应收账款保理贷款业务模式，将租赁黄金的租金收入通过应收账款保理，从银行和信托等金融机构获取应收账款保理贷款，以变现黄金租赁业务的未来租金收入，加快丰汇租赁资本金的周转，撬动更大规模的黄金租赁业务。

完善产业链布局，抢占先发优势。目前国内市场上尚无其他金融机构提供对整个黄金产业链的综合融资服务，行业尚处于培育期，公司通过此次交易，切入黄金产业链金融服务领域，有利于填补黄金产业链金融服务空白，完善业务布局，抢占市场份额，培养客户粘性，巩固先发优势。

3.3. 外延扩张，推进产融结合

收购丰汇租赁完成后，公司不断通过外延扩张方式，践行产融结合的发展理念，推动黄金+金融融合发展的战略落地。

增设子公司，完善下游产业链布局。为进一步拓展市场影响力，完善下游产业链布局，金叶珠宝拟在烟台、青岛、成都投资设立三家全资子公司，注册资本均为 1 亿元。三家全资子公司的成立可满足公司目前发展的需要，提升公司资金资本的运作空间，增强竞争能力，促进现有业务的长期稳定发展。

整合线上线下，布局互联网黄金金融。为顺应黄金产业和互联网结合的产业发展趋势，通过线上和线下渠道的产融结合，实现黄金贵金属业务资源的战略整合，金叶珠宝拟投资设立全资子公司金洲黄金互联网（北京）有限公司，注册资本 1 亿元。公司投资设立全资子公司，是为解决下游黄金珠宝中小企业融资融金难、盘活黄金产业链，并进一步布局互联网黄金金融。

4. 投资建议与盈利预测

自 2015 年 11 月起公司财务报表范围增加丰汇租赁有限公司。预计公司并表丰汇租赁后 15/16/17 年净利润为 3.0/16.8/19.9 亿元，对应 EPS 0.47/1.58/1.88 元。

本次收购完成后，金融+产业链深度融合的协同效应有望超预期，催化估值提升。首次覆盖，给予公司“买入”评级，6 个月目标价 23.8 元，对应 15 倍 16PE。

图表 15: 金叶珠宝盈利预测

单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,333	13,750	18,460	21,870
归母净利润	142	303	1,681	1,990
归母净利润增速	-3%	113%	203%	19%
EPS (元)	0.26	0.47	1.58	1.88
PE(对应最新股价)	76.3	41.3	12.3	10.4

资料来源: 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 租赁行业景气度下降;
- 2) 黄金租赁业务进展低于预期;
- 3) 丰汇租赁核心团队的不稳定性。

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

