

低估值高成长, “黄金+大金融”比翼双飞

投资要点

- **业绩总结:** 2016 年公司上半年实现营业收入 54.4 亿元 (+14.4%)；实现归母净利润达到 4.9 亿元 (+581.9%)；16Q2 单季实现营收 25.7 亿元 (+16.9%)，实现归母净利润 3.4 亿元 (+747.9%)，业绩基本符合预期。
- **融资租赁并表带来利润高增长，黄金业务略拖累整体业绩。** 2015 年公司收购丰汇租赁 90% 股权，2016H1 融资租赁总业务实现营收 10.9 亿元，归母净利润约 4 亿元，毛利率高达 62%，带来公司整体毛利率提升至 18% (+12.8pp)。具体而言，融资租赁、短融和保理分别实现营收 5.2 亿、5.3 亿和 3562.4 万元，毛利率分别为 61.7%、60% 和 96.4%。公司 2016H1 黄金珠宝业务实现营收 43.1 亿元 (-9%)，批发、来料加工和零售分别实现营收 39.8 亿 (-7.8%)、1 亿 (-3.9%) 和 2.4 亿 (-23%)。受制于行业增速放缓，黄金整体销量有所下滑。
- **“黄金+大金融”并行，业绩承诺保驾护航。** 目前国内融资租赁的渗透率仅为 5%，远远低于发达国家的 20%，未来发展空间广阔。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，巩固先发优势；目前公司已成为全国第三家得到国际评级的内资融资租赁公司。此外，公司已正式获批介入央行企业征信系统资格，公司可通过系统掌握接入机构的征信情况，进一步提升风险控制能力。
- **强化品牌营销，拓展多样化销售网络。** 公司不断推进金叶珠宝品牌在全国市场的布局，目前已经在青岛开设了专业化黄金珠宝商城，未来或将以青岛为先例向全国复制拓展。此外，公司顺应网购市场不断扩大的趋势，继续发力电子商务，现已覆盖天猫、京东、1 号店等六大网络旗舰店，全国拓宽营销渠道。
- **股价具有较强安全边际。** 公司以及丰汇租赁共同承诺 16 年业绩分别达到 2+7.2 亿元，且目前股价较员工持股价格倒挂约 10%+，具有较强安全垫。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.91 元、1.22 元、1.59 元，对应 PE 分别为 18 倍、13 倍和 10 倍。我们看好公司黄金产业链金融服务的稀缺性，给予公司黄金珠宝 30 倍 PE、融资租赁 20 倍 PE，对应目标价 21.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 黄金价格或大幅波动的风险；并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

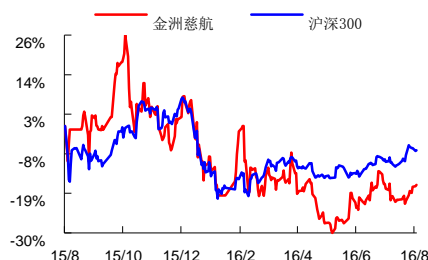
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	9923.16	11880.66	12870.22	14084.92
增长率	-3.96%	19.73%	8.33%	9.44%
归属母公司净利润 (百万元)	297.63	961.39	1300.67	1692.00
增长率	108.98%	223.01%	35.29%	30.09%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.91	1.22	1.59
净资产收益率 ROE	3.83%	11.02%	12.97%	14.44%
PE	59	18	13	10
PB	2.19	1.95	1.70	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
 执业证号: S1250514080002
 电话: 023-63786278
 邮箱: xiongli@swsc.com.cn
 联系人: 蔡欣
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.62
流通 A 股(亿股)	5.57
52 周内股价区间(元)	13.82-24.88
总市值(亿元)	175.32
总资产(亿元)	278.27
每股净资产(元)	7.58

相关研究

关键假设：

假设 1：公司和丰汇租赁的业绩承诺能顺利完成；

假设 2：公司零售业务开店顺利，按预期进行；

假设 3：毛利率基本保持不变；

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
批发业务	收入	8,611.13	8,783.35	9,046.85	9,408.73
	增速	-9.41%	2.00%	3.00%	4.00%
	成本	8,444.16	8,616.47	8,874.96	9,229.96
	毛利率	1.94%	1.90%	1.90%	1.90%
来料加工	收入	221.38	225.81	232.58	241.89
	增速	2.50%	2.00%	3.00%	4.00%
	成本	52.51	51.94	53.49	55.63
	毛利率	76.28%	77.00%	77.00%	77.00%
零售业务	收入	651.46	716.61	859.93	1,031.91
	增速	12.07%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本	537.88	580.45	696.54	835.85
	毛利率	17.43%	19.00%	19.00%	19.00%
融资租赁	收入	364.72	2,005.96	2,507.45	3,134.31
	增速		450.00%	25.00%	25.00%
	成本	110.99	621.85	777.31	971.64
	毛利率	69.57%	69.00%	69.00%	69.00%
其他	收入	74.47	148.94	223.41	268.09
	增速	151.33%	100.00%	50.00%	20.00%
	成本	0.00	22.34	33.51	40.21
	毛利率	100.00%	85.00%	85.00%	85.00%
合计	收入	9,923.16	11,880.67	12,870.22	14,084.93
	增速	-3.96%	19.73%	8.33%	9.44%
	成本	9,145.54	9,893.04	10,435.82	11,133.29
	毛利率	7.84%	16.73%	18.92%	20.96%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9923.16	11880.66	12870.22	14084.92	净利润	306.95	991.51	1341.42	1745.00
营业成本	9145.54	9893.04	10435.81	11133.29	折旧与摊销	11.22	7.39	7.99	8.59
营业税金及附加	30.58	32.70	36.84	39.80	财务费用	31.80	395.60	354.75	312.01
销售费用	165.74	191.67	213.85	238.05	资产减值损失	61.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	100.79	108.94	122.25	132.24	经营营运资本变动	-3268.61	-1206.79	-294.10	-454.67
财务费用	31.80	395.60	354.75	312.01	其他	2950.99	6.20	-3.10	0.52
资产减值损失	61.33	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	93.67	193.91	1406.96	1611.44
投资收益	9.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3662.79	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-626.56	0.85	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4289.35	-9.15	-10.00	-10.00
营业利润	397.19	1258.71	1706.72	2229.54	短期借款	5289.21	-1245.59	-943.25	-1167.96
其他非经营损益	2.20	7.96	7.03	6.53	长期借款	944.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	399.39	1266.67	1713.75	2236.07	股权融资	5966.30	0.00	0.00	0.00
所得税	92.43	275.16	372.33	491.07	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	306.95	991.51	1341.42	1745.00	其他	-7090.09	-395.60	-354.75	-312.01
少数股东损益	9.32	30.11	40.74	53.00	筹资活动现金流净额	5109.51	-1641.19	-1298.01	-1479.97
归属母公司股东净利润	297.63	961.39	1300.67	1692.00	现金流量净额	913.83	-1456.42	98.96	121.47
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2644.49	1188.07	1287.02	1408.49	成长能力				
应收和预付款项	457.99	452.26	524.40	566.81	销售收入增长率	-3.96%	19.73%	8.33%	9.44%
存货	1228.38	1322.59	1398.59	1491.76	营业利润增长率	140.94%	216.91%	35.59%	30.63%
其他流动资产	3922.49	4695.24	5086.32	5566.37	净利润增长率	111.74%	223.01%	35.29%	30.09%
长期股权投资	125.28	125.28	125.28	125.28	EBITDA 增长率	104.24%	277.49%	24.54%	23.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	67.84	71.28	74.12	76.36	毛利率	7.84%	16.73%	18.92%	20.96%
无形资产和开发支出	3669.92	3669.28	3668.65	3668.02	三费率	3.01%	5.86%	5.37%	4.84%
其他非流动资产	6984.35	6984.14	6983.94	6983.74	净利率	3.09%	8.35%	10.42%	12.39%
资产总计	19100.73	18508.14	19148.32	19886.83	ROE	3.83%	11.02%	12.97%	14.44%
短期借款	5643.31	4397.72	3454.47	2286.51	ROA	1.61%	5.36%	7.01%	8.77%
应付和预收款项	1589.28	1212.87	1427.37	1553.48	ROIC	7.23%	15.37%	17.31%	20.22%
长期借款	944.09	944.09	944.09	944.09	EBITDA/销售收入	4.44%	13.99%	16.08%	18.11%
其他负债	2917.90	2955.80	2983.32	3018.68	营运能力				
负债合计	11094.58	9510.48	8809.25	7802.76	总资产周转率	0.90	0.63	0.68	0.72
股本	1061.87	1061.87	1061.87	1061.87	固定资产周转率	144.38	170.80	177.03	187.19
资本公积	5858.88	5858.88	5858.88	5858.88	应收账款周转率	28.98	34.70	33.78	33.16
留存收益	648.46	1609.85	2910.52	4602.52	存货周转率	8.95	7.74	7.64	7.69
归属母公司股东权益	7569.22	8530.61	9831.28	11523.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.57%	—	—	—
少数股东权益	436.93	467.05	507.79	560.79	资本结构				
股东权益合计	8006.15	8997.65	10339.07	12084.07	资产负债率	58.08%	51.39%	46.01%	39.24%
负债和股东权益合计	19100.73	18508.14	19148.32	19886.83	带息债务/总负债	76.42%	76.05%	71.40%	65.64%
					流动比率	1.07	1.25	1.53	2.05
					速动比率	0.91	1.04	1.27	1.71
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	440.20	1661.71	2069.46	2550.14	每股收益	0.28	0.91	1.22	1.59
PE	58.90	18.24	13.48	10.36	每股净资产	7.54	8.47	9.74	11.38
PB	2.19	1.95	1.70	1.45	每股经营现金	0.09	0.18	1.32	1.52
PS	1.77	1.48	1.36	1.24	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	37.37	10.03	7.55	5.62					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn