



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2017-10-24

公司点评报告

持有/首次

明牌珠宝(002574)

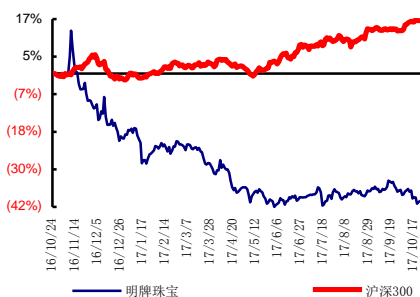
目标价: 11.20

昨收盘: 8.54

轻工制造 家用轻工

## 投资收益增厚利润，业绩稳定性有待验证

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	528/528
总市值/流通(百万元)	4,509/4,509
12个月最高/最低(元)	16.27/8.31

### 相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 蔡小为

电话: 0755-33329948

E-MAIL: caixw@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117070013

**事件:** 23日晚间, 公司发布2017年三季报, 前三季度公司实现营业收入30.5亿元, 同比增长10.99%, 归母净利润8225.9万元, 同比增长59.98%, 扣非归母净利润2807.2万元, 同比增长47.88%。单季度拆分, Q3实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为11.8亿元/2642.8万元/-1695.6万元, 同比增幅分别为49.79%/172.67%/-308.40%。

**Q3收入高增长, 毛利率不稳定。**上半年, 公司营业收入于Q2转为正增长, 同比增长11.1%; Q3延续这一趋势, 单季度同比大涨49.8%, 环比H1增长了54.3%。自2014Q2以来, 单季收入整体上持续同比两位数负增长趋势, 当前Q2-Q3收入增速大幅改善的可持续性尚有待验证。Q1-Q3综合毛利率维持较高位9.2%, 较去年同期小幅下降0.6个百分点, 但自2013年以来公司历年Q1-Q3的综合毛利率起伏较大, 5.2%、8.8%、7.3%、9.2%, 主要原因在于公司产品结构优化不彻底且单项品类的毛利率稳定性较差。随着主要品类“黄金饰品”从2015H1的收入占比90.9%收缩至2017H1的85.6%, 其毛利率反而从5.96%上升至8.18%; 同时, 随着镶嵌饰品的收入占比显著提高(15-17H1: 3.5%、4.8%、5.7%、6.9%), 其毛利率却从33%下降到了28.7%; 铂金饰品和银饰品虽然占比收入的比例较低, 但毛利率波动幅度一直较大。从公司增加镶嵌饰品占比同时缩减黄金饰品的现象上看, 公司仍处于转型调整阶段, 其毛利率水平的可持续性依赖于公司主营业务的基础以及转型整合的效率。

**投资收益增厚净利润。**从报表上看, 主导净利率的因素主要在于期间费用率、资产减值损失、投资收益, 而近期投资收益的大幅上涨抬高了公司的净利润水平。15-16、16-17年的Q1-Q3投资收益额同比增速高达60.7%、45.8%, 分别占比当期收入2.1%/2.8%。在公司减值损失计提力度大以及计提增量的不确定性大、费用率波动较大的背景下, 投资收益的增加无疑有助于利润水平的稳定和提升。其中, 今年前三季度的投资收益同比增厚了净利率0.7个百分点, 去年同期增厚净利率1.3个百分点。若剔除投资收益, 则今年前三季度净利润率仅2.0%而非2.7%, 去年同期净利润率仅0.5%而非1.8%。

**经营现金流略有好转, 筹资现金流拖累期末现金流净额。**公司历年Q3经营现金流为负, 或因年末迎来消费旺季增大货品的投入以及人工费用的支出所导致。报告期内, 经营活动产生的现金流总额-4788.6万元, 较去年同期大幅减少118.1%。其中, Q3现金流-2.96亿元, 较

16Q3 减少 55.4%，减幅较 15Q3 (-516%) 和 16Q3 (-144%) 已有所下降。而公司筹资活动现金流单季度波动大且始终无法扭亏，16Q3 同比减少 219%，而 17Q3 却同比增长 51.4%，这导致现金净增加额的不稳定从而导致期末现金的不稳定。

**盈利预测与评级：**公司报告期内业绩基本符合预期，Q3 营收涨幅 49.8%，收入端景气度可持续性有待观察和验证。投资收益增厚利润的同时，公司的控费能力并不凸显，因而净利润的稳定性有待观察和验证。现金流的不稳定一定程度上也影响着公司主营业务的正常运营。我们预计 2017-2019EPS 分别为 0.16/0.26/0.29 元，下调评级至“持有”，目标价 11.20 元。

**风险提示：**同业竞争加剧，公司费用控制能力下降

■ **盈利预测和财务指标：**

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3350.4	3562.7	3876.9	4251.6
(+/-%)	-36.1%	6.3%	8.8%	9.7%
归母净利润(百万元)	43.7	83.6	137.4	151.5
(+/-%)	-28.7%	91.2%	64.4%	10.3%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.16	0.26	0.29
市盈率(PE)	103	54	33	30

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。