

打造完整产业链，具备持续成长空间 **增持** 首次

报告摘要:

- **公司借壳上市是转机。**公司成立于1994年，现为集黄金首饰开发设计、生产加工、批发零售于一体的国内著名珠宝企业，2011年8月，公司前身ST光明完成股权分置改革恢复上市，金叶珠宝被控股股东九五投资作为资产注入，开启了公司的新纪元。
- **黄金加工走在行业前列。**凭借前瞻的视野，先进的生产设备、严谨的工艺流程和引领时尚的设计理念，公司的工艺研发已经走在行业前列。公司组建了多个设计团队，聘请了多名台湾知名专业设计师，致力于开发精品化、时尚化、系列化产品，公司通过开发花丝等新的生产工艺以及引进全息工艺等创新性工艺，完成新产品开发4776款，向国家知识产权局申请新增专利209个。公司首次系统的以花造型为设计款式进行整合的一套新型黄金首饰产品系列，命名为“百花纯金精品”，引领黄金消费新趋势，将百花纯金精品概念推广至全国。
- **珠宝销售辐射全国，电商合作开拓新渠道。**目前，公司产品覆盖全国90%以上的区域，客户遍布国内及东南亚地区，多家自有专卖店和品牌加盟店，向全国1000多家珠宝商供货，形成了纵横交错的大中华营销网络。公司利用近些年网购的兴起的势头，分别与京东商城、天猫等电子商务平台展开合作，并在天猫商城组建金叶品牌旗舰店，积极发展公司电子商务业务；6月中旬，金叶珠宝自建的（重庆）电子商务网购平台正式上线。
- **设立子公司完善产业链。**为完善上市公司黄金珠宝上游产业链，公司成立了金叶珠宝矿业投资有限公司。该子公司将专注于贵金属特别是金矿的投资，配合上市公司实现黄金全产业链的目标，将参与黄金矿产资源的开发和整合，完善黄金上游产业链、增加黄金矿业资源储备，向大中型黄金矿山企业的目标努力。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计2013、2014年EPS分别为0.45、0.56元。首次给予公司“增持”评级。

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

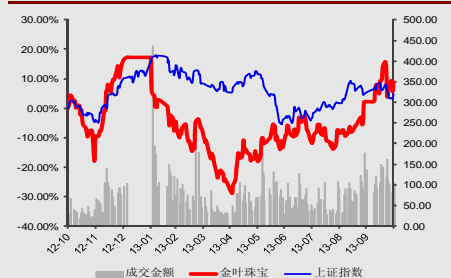
Email: chenxu@hysec.com

研究助理:

黎泉宏

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(百万)	126.54	2,518.55	6,426.82	8330.47	11246.13
增长率 (%)	28%	1890%	155%	30%	35%
归母净利润(百万)	-157.02	546.42	177.42	250.71	311.99
增长率 (%)	-1653%	448%	-68%	41.31%	24.44%
每股收益	-0.85	0.98	0.32	0.45	0.56
市盈率	15.12	13.11	40.16	28.56	22.95

一、公司发展历程：借壳上市是转机

(一) 金叶珠宝发展大事记

2011年8月18日，公司前身ST光明完成股权分置改革恢复上市，金叶珠宝被控股股东九五投资作为资产注入，控股股东还承诺采取定向增发、资产收购等形式将净资产不低于人民币20亿元的黄金矿产或与黄金产业链相关的优质资产注入上市公司。

2011年11月4日为了建立和完善“金叶”品牌的终端销售体系，强化对零售终端的管理和控制，公司斥资2亿元设立深圳金叶珠宝销售有限公司。

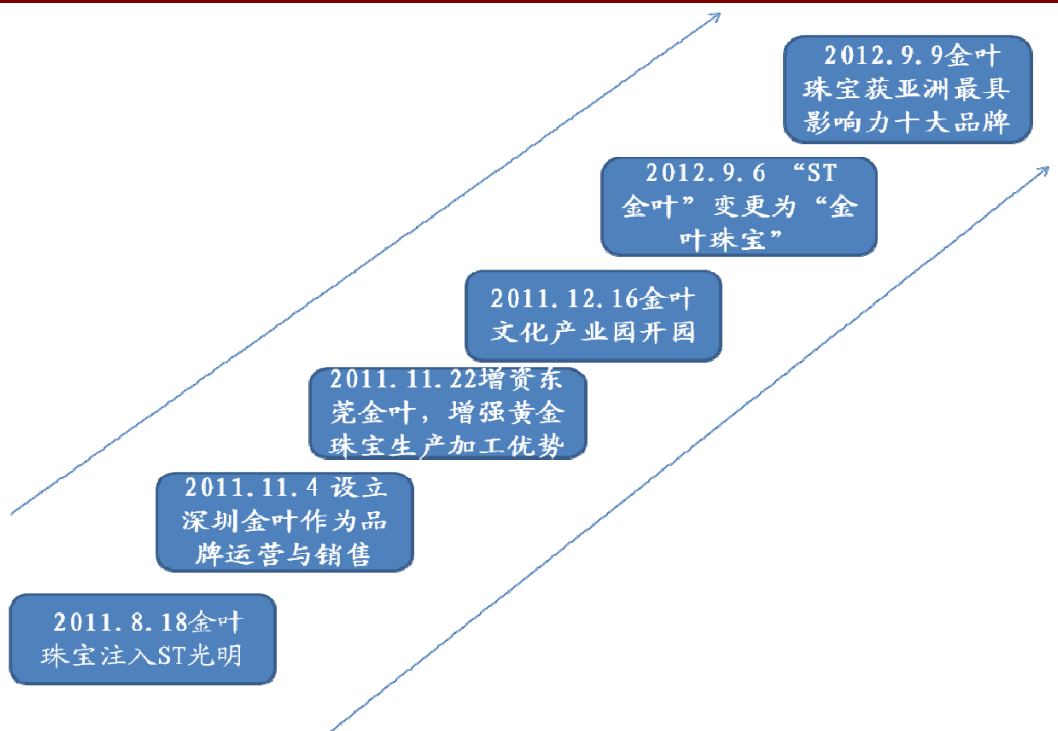
2011年11月22日，公司将子公司东莞市金叶珠宝有限公司增资至2.5亿元，充实其运营资金，本次增资将进一步降低东莞金叶资产负债率，增强企业竞争力；

2011年12月16日金叶珠宝黄金文化产业园开园。金叶珠宝的黄金产业园有完整的研发中心和三万平方米的生产车间数千人的生产队伍，生产设备、技术研发都在国内同行业中处于领先。

2012年9月9日金叶珠宝继往开来，不断拓展市场。在第7届亚洲品牌盛典在香港隆重举行，金叶珠宝荣获亚洲最具影响力十大品牌和中国品牌创新冠军的殊荣。

2012年公司还在重庆成立了生产加工基地重庆金叶珠宝加工销售有限公司，同时在汇聚众多珠宝品牌、珠宝产业中心深圳水贝新设了1,500多平方米的黄金珠宝批发展销中心。

图 1：发展大事记



资料来源：宏源证券

（二）转机：借壳上市

金叶珠宝通过光明集团家具股份有限公司股权分置改革借壳成为上市公司。光明家具于 2009 年 11 月进入破产重整程序，2011 年 1 月，公司已完成破产重整工作。在深圳九五投资有限公司即金叶珠宝股份有限公司的控股股东的全面参与下，公司制定了“资产对价+资本公积金转增”的股改方案，并承诺采取定向增发、资产收购形式或法律法规允许的其他方式将净资产不低于人民币 20 亿元的黄金矿产或与黄金产业链相关的优质资产以公允价格注入上市公司。

股改方案：九五投资向 S*ST 光明赠与人民币 3.8 亿元现金和价值人民币 3.09 亿元的金叶珠宝 100% 的股权用于代全体非流通股股东支付股改对价。九五投资赠与的 3.8 亿元现金构成公司可用于转增股本的资本公积，解决了非流通股股东对九五投资代付股改对价补偿的股份来源，3.09 亿的金叶珠宝股权资产解决了上市公司生存、发展、主业的问题，并使上市公司恢复了持续经营能力。

二、稳步做实做强，打造黄金全产业链

（一）构造完整黄金产业链条

公司发展战略是专注于黄金产业，逐步形成黄金矿山建设投资、黄金首饰生产加工、珠宝首饰品牌零售三大业务板块，将公司打造为集黄金探、采、选、冶及黄金珠宝设计、生产、批发、零售的全产业链的大型黄金珠宝企业集团。

公司经过 2011 年第一次重组已实现了向黄金产业的重大业务转型，在国内黄金领域已经是前三名。但在整个的黄金产业链条中，公司仅仅占据了黄金饰品加工这一个环节。作为黄金产业链条中的一个中间环节，黄金饰品加工受到上、下游相关业务领域的发展制约。

从黄金珠宝首饰的采购、设计、生产和销售各环节来看，设计开发、营销网络和售后服务在产业链中的价值不断提升，渠道拓展能力、商业模式创新能力、产品结构多元化水平、整体规模效益等已经成为黄金珠宝企业的主要核心竞争力。所以，公司就得建立自己完整的产业链条，分享黄金产业的发展成果。目前公司专注于黄金产业，并逐步形成黄金矿山建设投资、黄金精炼、黄金饰品加工、珠宝首饰品牌零售三大业务板块。

（二）黄金加工走在行业前列

公司 2005 年获得中国相关部门颁发的“全国产品质量监督抽查合格企业”，并认定为“中国著名品牌”，并在业内率先通过 ISO9001: 2000 国际质量管理体系认可和 ISO14000 国际环境管理体系认证企业。

凭借前瞻的视野，先进的生产设备、严谨的工艺流程和引领时尚的设计理念，公司的工艺研发已经走在行业前列。东莞金叶珠宝有限公司的产品定制服务涵盖了世界黄金协会、中国黄金协会等行业管理机构，交通银行、招商银行等金融机构，以及数十家国内珠宝知名品牌；客户遍布国内、港澳及东南亚地区，直接向全国一千多家珠宝商供货，形成了纵横交错的大中华营销网络。

公司组建了多个设计团队，聘请了多名台湾知名专业设计师，致力于开发精品化、时尚化、系列化产品，公司通过开发花丝等新的生产工艺以及引进全息工艺等创新性工艺，

完成新产品开发 4776 款，向国家知识产权局申请新增专利 209 个，其中获得实用新型专利 5 个、外观设计专利 164 个，已取得授权的专利 40 个，公司生产加工、研发设计能力进一步巩固和强化。报告期内，公司在深圳市水贝珠宝产业园新设立深圳市金叶珠宝有限公司，利用水贝作为全国黄金珠宝交易中心的产业集聚优势，积极拓展业务，公司设立不到三个月的时间里，新增批发客户 430 多家，其中有稳定批发商 210 家。

近年，公司独立研发万足纯金，全部采用 Au99999 为原料，从源头使其成色得到保证，制作中无须使用焊料，使成品成色完全达到饰品原料的成色，经国家首饰治疗监督检验中心的权威检验，黄金成色全部达到或超过 99.99%。此产品一经问世便掀起了不小的消费热潮，市场反应强烈。2009 年，公司首推时尚绚丽的概念，将 18k 金的车花制作等工艺运用到 24k 黄金上，摆脱了 24k 传统工艺上的局限，打开了黄金市场上又一个空白。

公司首次系统的以花造型为设计款式进行整合的一套新型黄金首饰产品系列，命名为“百花纯金精品”。此次将会以中国最具代表性的花卉来诠释“百花纯金精品”的概念，引领黄金消费新趋势，将百花纯金精品概念推广至全国。

图 2: 婚礼系列



资料来源：宏源证券

图 3: 花之舞曲



资料来源：宏源证券

（三）珠宝销售辐射全国，电商合作开拓新渠道

为建立和完善“金叶珠宝”品牌的终端销售体系，强化对零售终端的管理和控制，提升公司销售额和经营业绩，提高公司“金叶珠宝”品牌的知名度和影响力，公司设立全资子公司深圳金叶珠宝销售有限公司作为“金叶珠宝”产品的品牌运营及销售总公司。

为建立完善的销售网络，提高产品的附加值，实行产品经营、品牌连锁经营双轮驱动，对品牌销售渠道建设不遗余力，着力构建区域经销、自营、品牌加盟结合的销售渠道体系，增加自营店销售占比和品牌零售的份额。2012 年，公司新签订湖南、江西和福建等批发经销商 210 家，新增品牌店 59 家，现有批发经销商 688 家，品牌店 133 家。

目前，公司产品覆盖全国 90% 以上的区域，客户遍布国内及东南亚地区，多家自有专卖店和品牌加盟店，向全国 1000 多家珠宝商供货，形成了纵横交错的大中华营销网络。公司还将强化销售网络，提高“金叶”系列品牌珠宝首饰类产品在国内市场的占有率，并开启金叶珠宝“5+2”千店计划，争取在 2012 年起的未来 5 年内，分两个阶段（重点突破阶段和全面铺开阶段）向全国辐射布局达到直营店和加盟店 1000 家以上的规模，将“金

叶”系列品牌打造为国际知名、国内一流的珠宝零售终端品牌。

公司“第可”品牌的产品是以色彩石材和多元化金属配搭黄金的精品首饰，定位于时尚化、高端化的饰品市场。2013年，公司将通过整合公司现有的渠道、客户等资源公司，积极促进“第可”品牌的发展，以“第可”品牌为载体，继续与施华洛世奇强强联手，开发黄金镶施华洛世奇元素水晶的产品，同时开发出黄金镶玉石的新产品。除已有的普通产品、炫丽金、第可之外，公司还积极推广3D硬金产品、花丝系列产品、礼品金系列产品，提高公司产品的市场覆盖率。同时深化银行销售渠道的合作，利用银行网点多、覆盖面广的优势，积极拓展贵金属高端定制业务，培育新的利润增长点。

图 4：销售区域



资料来源：宏源证券

公司利用近些年网购的兴起的势头，分别与京东商城、天猫等电子商务平台展开合作，并在天猫商城组建金叶品牌旗舰店，积极发展公司电子商务业务；6月中旬，金叶珠宝自建的（重庆）电子商务网购平台正式上线，以此为依托，着力打造线上线下相结合的黄金珠宝首饰交易平台。同时，公司与招商银行、东莞农村商业银行等金融机构建立银行销售渠道的合作，利用银行网点布局广、覆盖面全的优势，积极拓展贵金属定制业务及高端市场业务，形成公司新的销售渠道。

（四）设立子公司完善产业链

为完善上市公司黄金珠宝上游产业链，公司成立了金叶珠宝矿业投资有限公司。该公司将专注于贵金属特别是金矿的投资，配合上市公司实现黄金全产业链的目标，将参与黄金矿产资源的开发和整合，完善黄金上游产业链、增加黄金矿业资源储备，向大中型黄金矿山企业的目标努力。

2013年1月25日，公司拟与中铁资源集团投资有限公司共同投资设立中铁金叶资源基金管理有限公司，通过基金运作，在体外培育成熟再注入上市公司，这样能够有效回避风险并提高成功率。目前已建立三支基金，国内2支、国外1支，管理资产市值40亿元。

三、财务分析与发展前景

(一) 13年净利润有所下滑

表 7: 钻石、玉石和彩色宝石微笑曲线的比较

单位: 元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
分行业						
批发业务	5,531,452,814.89	5,404,385,671.62	2.3%	144.43%	153.31%	-3.42%
来料加工业务	233,418,610.49	64,701,496.63	72.28%	18%	1.44%	4.53%
零售业务	657,391,097.50	532,989,097.83	18.92%	1,060.64%	1,173.23%	-7.17%
分产品						
黄金类业务	6,078,563,115.60	5,820,483,420.69	4.25%	151.86%	169.11%	-6.13%
铂金类业务	19,923,306.36	17,288,234.75	13.23%	-9.08%	-4.94%	-3.77%
白银类业务	26,594,036.11	20,756,663.42	21.95%	126.94%	115.85%	4.01%
镶嵌类饰品	232,622,258.87	113,016,103.25	51.42%	372.33%	238.59%	19.19%
18K金饰品	1,882,486.54	849,596.67	54.87%	-85.38%	-92.82%	46.75%
工艺美术品	62,677,319.40	29,682,247.30	52.64%	658.07%	810.57%	-7.93%

资料来源: 宏源证券

据 2013 年中期报告, 公司批发业务收入 303,472 万元, 比上年同期增长 47.48%; 来料加工业务收入 13,153 万元, 比上年同期增长 29.22%; 零售业务收入 38,908 万元, 比上年同期增长 32.47%; 受制于国际金价持续下行等不利因素影响, 报告期实现归属于上市公司股东的净利润 5,848 万元, 比上年同期降低 18.66%。

(二) 朝阳行业发展前景乐观

黄金珠宝行业在我国的发展起步时间较晚, 黄金珠宝的竞争格局正在慢慢形成。目前, 国内黄金珠宝高端市场, 主要被卡地亚 (Cartier) 等国际珠宝巨头所垄断, 而占据市场主要份额的中端市场则竞争激烈, 各大黄金珠宝公司纷纷加快销售渠道的建设步伐, 扩大品牌影响力, 以便迅速占领市场。

黄金珠宝行业是朝阳产业, 市场容量和成长空间大, 在国民经济飞速发展和居民收入稳步提高同时, 我国珠宝首饰行业呈现了高速发展的态势, 金银珠宝等高弹性的消费品将成为本轮居民消费结构快速升级的最大受益者, 考虑到中国人均珠宝消费相对较低, 未来市场空间仍然广阔。

同时, 黄金珠宝整体行业集中度偏低, 为珠宝龙头企业做大做强、收购兼并国内同行业企业提供了机会。未来黄金珠宝行业空间和潜力仍然很大, 并且具有完整产业链的企业将在洗牌过程中获得更大的市场份额。

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 7 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁云商、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A、新华都、欧亚集团

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。