



进军珠宝首饰O2O 拓展白银产业链

评级: 买入

目标价格: 4.88 元

期限: 12 个月

现价 (2015 年 4 月 20 日): 3.12 元

报告日期: 2015-4-21

总市值(百万港元)	3,400.13
H 股市值(百万港元)	3,400.13
总股本(百万股)	1,089.79
H 股股本(百万股)	1,089.79
12 个月低/高(港元)	0.85 / 4.18
平均成交(百万港元)	22.16

股东结构

陈万天	36.56%
罗山东	14.73%
石劲磊	8.87%
吴文勇	8.64%
其他	31.20%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.90	62.34	202.99
绝对收益	22.83	78.29	225.00

数据来源: 彭博、港交所、公司

罗黎军

行业分析师

+86 21 68763569

luojl@essence.com.cn

公司位列中国前十大白银生产商, 白银冶炼技术领先; 2014 年初公司进军下游珠宝零售及电商业务, 打造中国权威的银饰珠宝 O2O 平台, 并取得初步成功。站在目前时点, 公司中游业务可能随银价和铅价见底迎来盈利改善, 下游业务迅速发展, 将改善公司收入结构, 提高公司盈利能力, 并提升公司估值水平, 我们认为公司将迎来业绩与估值的双重拐点。自我们 2 月 11 日首次发布公司探访报告以来, 公司股价表现良好, 我们首次给予公司“买入”评级, 目标价 4.88 港元。

报告摘要

中国领先的白银生产商: 公司主营业务是从高品位矿粉、矿渣和低品位矿粉中回收及精炼白银和其他金属副产品, 公司主要产品包括以“龙天勇”品牌出售的银锭, 以及铅锭、铋锭和锑锭等金属副产品。公司技术领先, 生产的银锭纯度级别可达 99.999% (全球最高水平), “龙天勇”品牌银锭于 2011 年获纳入伦敦金银市场协会标准交割名单, 乃中国 17 家进入名单企业中唯一一家民营企业。目前, 公司银锭年产能为 250 吨, 并处于满产状态, 公司计划于 2016 年底前将产能扩张至 450 吨。

进军下游珠宝零售业务, 打造 O2O 服务平台: 2014 年初公司宣布进军下游珠宝零售及电商业务, 打造中国最具代表性的珠宝首饰领域垂直电商平台。公司不仅推出自有品牌银饰产品, 亦代理其他品牌产品, 并采用开放平台战略引入第三方品牌; 公司实现对 B2B 和 B2C 渠道的全覆盖, 囊括 O2O 体验店、电视购物频道、自有品牌商城和第三方电商平台等主流渠道; 公司目标是打造一个线上与线下相结合, 集品牌集成、服务培训和规则制定等功能于一体, 基于全产业链整合的综合电商服务平台。

盈利与估值迎来拐点: 公司中游业务收入与盈利主要受到银价以及铅等有色金属价格影响, 目前银价与铅价皆处于底部区域, 未来震荡向上的概率偏大, 公司中游业务盈利有望反转; 公司下游业务增长迅速, 并且下游业务盈利水平远高于中游业务, 将拉高公司整体盈利水平, 并且随着下游品牌与零售业务比重逐渐提高, 公司估值亦存在提升空间, 公司迎来盈利与估值双拐点。

远景可期, 打造一体化白银产业链: 公司于 2014 年底引入战略股东, 未来不排除对上游银矿资源的收购, 2015 年 3 月公司进入白银现货交易平台业务领域, 未来公司有可能形成集上、中、下游于一体的白银全产业链平台。

首次覆盖, 给予“买入”评级: 我们预测公司 2015-2017 年收入 CAGR 为 23.2%, 净利润 CAGR 为 27.3%, 考虑公司独特的 O2O 模式、成长性溢价, 我们给予公司“买入”评级, 目标价 4.88 港元, 对应 2015 年 13.6X PE。

风险提示: 银价大幅下跌; 下游业务进展低于预期;

(31/12 年结; RMB 百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,507	1,523	1,847	2,292	2,847
增长率(%)	-2.1%	1.0%	21.3%	24.1%	24.2%
净利润	131	248	309	403	512
增长率(%)	-16.7%	89.1%	24.5%	30.2%	27.2%
毛利率(%)	14.7%	22.6%	24.6%	25.7%	26.3%
净利润率(%)	8.7%	16.3%	16.7%	17.6%	18.0%
每股收益(元)	0.15	0.27	0.28	0.37	0.47
每股净资产(元)	0.59	0.83	1.12	1.42	1.80
市盈率	17.7	9.4	9.0	6.9	5.5
市净率	4.4	3.1	2.3	1.8	1.4
净资产收益率(%)	28.3%	38.5%	31.4%	29.2%	29.3%
股息收益率(%)	0.6%	1.5%	2.3%	2.8%	3.6%

数据来源: 公司; 安信国际预测

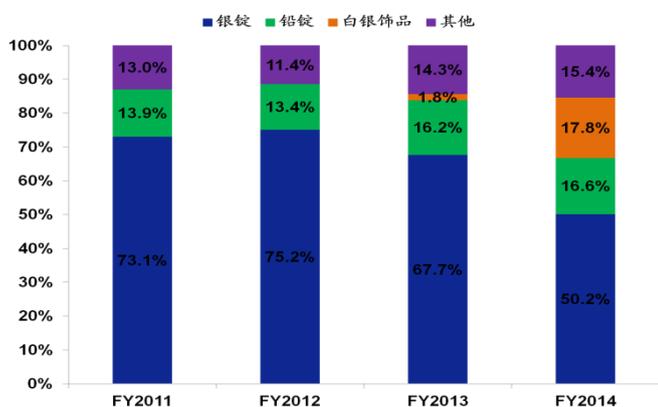
1. 公司介绍

中国白银集团是中国领先的白银生产商，就 2011 年产量而言位列中国第十大白银生产商；2014 年 1 月，公司正式进军中国白银下游零售业务，并取得不俗成绩；2015 年 3 月，公司合资成立上海华通白银国际交易中心，布局白银现货交易市场。

1.1. 中国领先的白银生产商

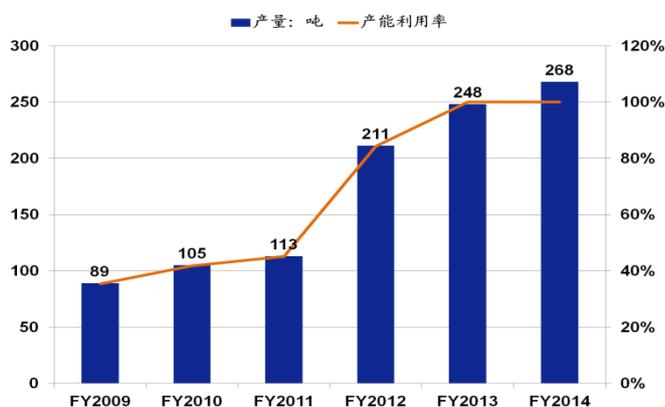
公司是中国领先的白银生产商。公司的白银生产基地位于江西省吉安市，以高品位矿粉、矿渣及低品位矿粉回收及精炼白银，以及铋、锑等副产品。目前公司高纯银产能 250 吨/年，主要产品银锭的纯度不低于 99.995%，以“龙天勇”品牌所生产的银锭于 2011 年 12 月 28 日获纳入伦敦金银市场协会标准交割名单，可作为国际认可的全球结算银锭。

图 1：公司收入结构



资料来源：公司、安信国际

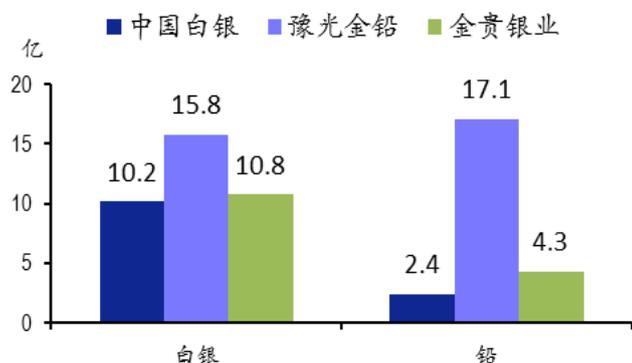
图 2：公司逐步实现 250 吨白银产能



资料来源：公司、安信国际

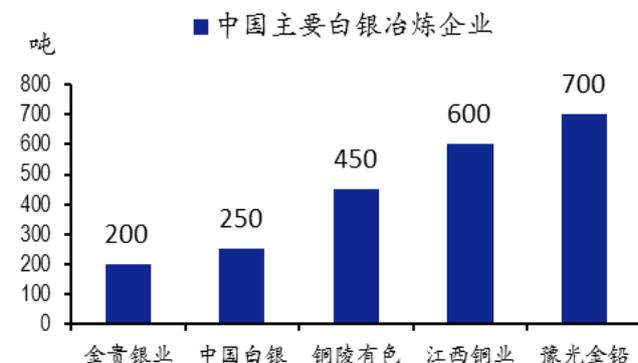
公司白银产量位居全国前列。白银的来源包括：独立银矿、铅锌铜金企业副产和再生企业回收白银。铅锌铜企业副产白银是中国矿产白银最主要的部分，从伴生铅锌矿中伴生的银总量占全国伴生银的 40%-50%。目前，国内白银产量最大的企业豫光金铅约有白银产能 700 吨，其他大型企业包括江西铜业 (600 吨)、铜陵有色 (450 吨) 等。预计公司白银冶炼产能在 2016 年底之前将从 250 吨/年提高到 450 吨/年，巩固公司在中国前十大白银冶炼商中的地位。

图 3：可比上市公司白银、铅产值比较



资料来源：公司、安信国际

图 4：中国主要大型白银冶炼企业



资料来源：公司、安信国际

多年来公司开发了成熟、稳定、高效的冶炼工艺及生产管理流程，具体而言，主要的竞争优势体现在以下 3 个方面：

首先，采用一种中央及地方政府嘉许的全面生产工艺，不产生任何固体废物，确保将高品位矿粉、矿渣及低品位矿粉回收及精炼有色金属，并综合利用银之外的铋、锑等高附加值副产品，其综合回收品种、金属综合回收率、综合能耗、清洁生产水平居全国同类企业领先水平。

其次，已经建立稳健及分散的客源，包括 20-30 家主要中国下游制造商或金属贸易公司，终端用途涵盖电子电器、珠宝、投资等。

最后，管理团队资历深厚，拥有丰富的行业经验，尤其是创始人陈万天先生在金属采矿及冶炼行业拥有十几年的经验。

1.2. 进军下游珠宝零售业务

拓展下游零售业务。2013 年 11 月公司计划进军下游零售及电商业务，2014 年 1 月公司珠宝商城 (CSmall.cn) 同步上线。截至 2014 年底，公司下游白银饰品及摆件业务录得收入 2.7 亿元人民币，占公司收入的比重达 17.8%，下游业务初战告捷，为公司业务多元化打下良好基础。

表 1：公司进军下游零售业务进程

时间	事件
2013 年 11 月 18 日	宣布计划进军下游零售及电商业务，打造中国最有代表性的白银珠宝饰品电商平台，并推出多个零售品牌
2014 年 1 月 7 日	正式发布进军下游珠宝零售及电商业务的战略，中国白银珠宝商城 (CSmall.cn) 同步上线
2014 年 5 月 20 日	宣布订立 VIE 协议，并与第三方合资共同成立深圳市大溪地科技有限公司，致力透过电子销售渠道推进下游白银零售业务快速发展
2014 年 6 月 30 日	实现下游业务收入 6,200 万元人民币
2014 年 9 月	位于深圳水贝的旗舰展厅正式开幕，成为线上零售业务的集中展示及体验中心
2014 年 12 月 31 日	实现下游业务收入 2.7 亿元人民币

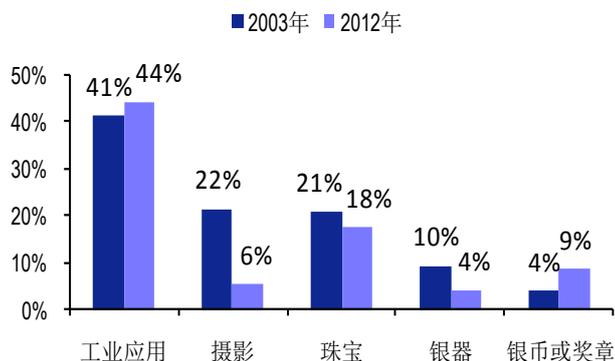
数据来源：公司，安信国际

2. 白银：实体供需并无显著失衡，但金融属性短期出现退化

2.1. 全球白银供需基本平衡

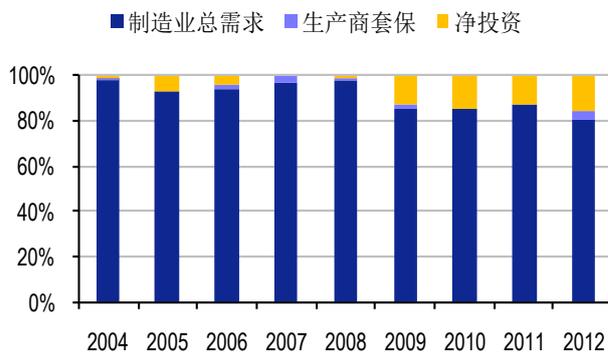
白银的实体供需稳步增长。检视白银 2003-2012 年的需求变动，我们发现两个特点，一是制造业需求在 9 年间年均增速为-0.28%，基本保持平稳，其中，占比最高的工业应用年均增速为 2.64%，摄影需求则因数码照相技术的普及而大幅缩减，年均增速-12.5%，铸币印章需求在银价攀升的助推下年均增长 11.2%。二是白银的投资需求随着银价上涨而逐渐增加，2012 年已占总需求的 15.26%。

图 5：全球白银实体需求结构的变化（2003-2012）



资料来源：World Silver Survey、安信国际

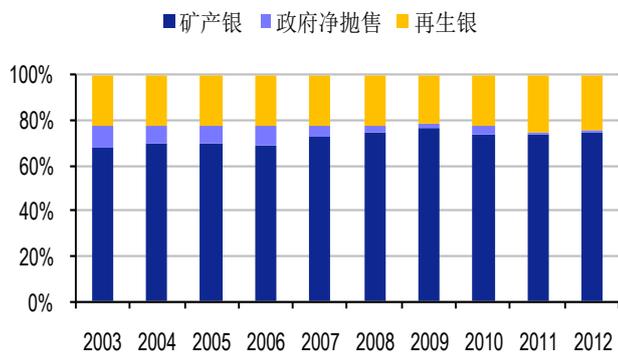
图 6：白银的投资需求自 2009 年以来逐渐增加



资料来源：World Silver Survey、安信国际

供给方面，2003-2013 年的十年间，矿产银产量同比增速一直位于 0-5% 的区间，年均复合增速为 3.11%，这很大程度上取决于银在铅精矿、铜精矿中的伴生赋存情况以及铅、铜价格及其产量的变化，与银价变动关系并不密切。同时，再生银产量与银价的变化密切相关，年均增速 2.92%，2013 年占白银总产量的 24.2%。

图 7：白银供给结构的变化（2003-2012）



资料来源：World Silver Survey、安信国际

图 8：白银价格已回落至上一轮周期底部区域



资料来源：WIND、安信国际

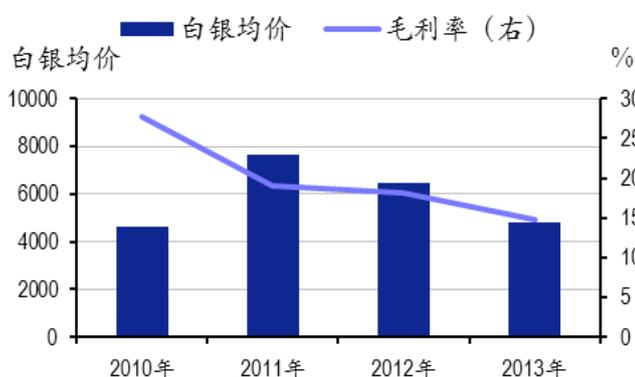
综合来看，白银的实体供需并无显著失衡，但美国升息周期导致白银金融属性褪色。我们认为，白银的工业需求增长平稳，影响实体白银供需平衡的边际因素是银价对投资需求和矿产银、再生银的刺激。鉴于在去金融化的背景下目前占比约 15% 的投资需求的下降，矿产银（占比 75%）则由于铅、铜产量具有一定刚性，占比约 24% 的再生银的弹性也较大，使得实体供需能够较好的弥合，白银的实体供需不会出现

显著失衡。但是，由于美国升息周期导致的白银的金融属性褪色，自QE以来获得巨大涨幅的银价将和黄金大幅回撤，目前已重新进入底部区域。

2.2. 公司有能力强保持盈利能力稳定

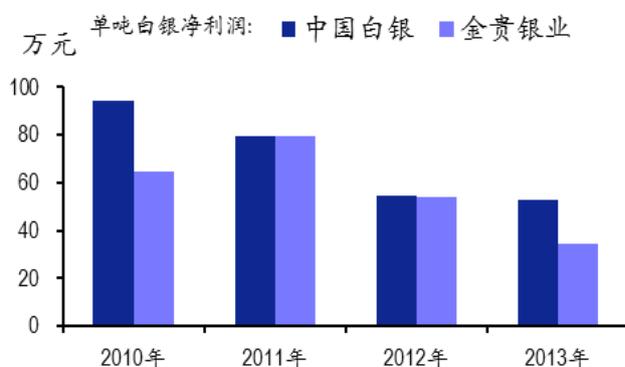
在银价单边下行行情中，公司体现出了较高的盈利水平。2012年以来，银价下跌显著拖累了公司的毛利率，从2011年的19%下降至2013年的14.7%。但是，与金贵银业等白银冶炼同行相比，公司保持了更高的单吨盈利水平。我们认为，公司的盈利优势体现在3个方面：第一，公司的铋、锑副产品在原矿中并不计价，且产量稳步提高；第二，公司冶炼生产的完整流程平均仅约20天，并通过背靠背点价卖出的方式，对冲单边下行风险，锁定冶炼盈利；第三，科学安排生产工艺、流程，提高单位冶炼盈利。

图9：白银价格下跌对冶炼企业的盈利构成拖累



资料来源：World Silver Survey、安信国际

图10：公司的盈利能力强于金贵银业



资料来源：WIND、安信国际

从长期看，贵金属作为避险资产和通胀保值投资品的优秀属性是不变的，中期内的趋势下行，很大程度上是通胀处于低位、纸币信用回归的周期性现象。我们认为，贵金属再一次趋势性上行可能由以下两个促发因素，白银冶炼盈利有望跟随触底反弹。

第一，这一轮全球经济复苏行至中盘后通胀预期的上升。在上一轮周期末端所释放的前所未有的巨量流动性必将在经济热度上升之后体现在实物资产的涨价压力上，黄金的保值属性将会回归。

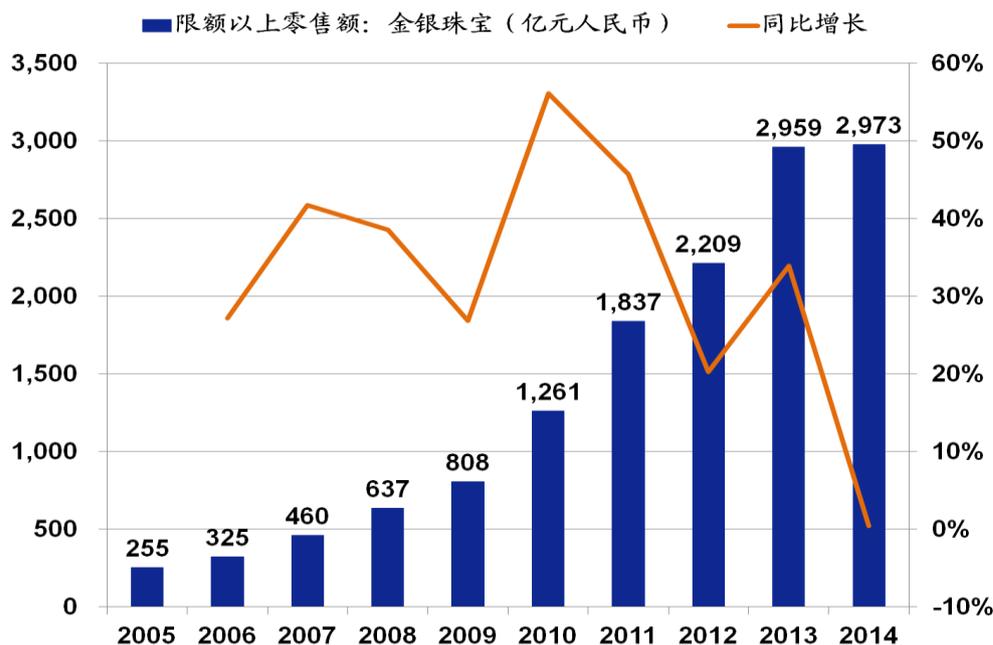
第二，下一次系统性金融危机的到来。金融危机很大程度上是纸币信用体系的周期性现象，随着世界政经格局的深刻变化，国际货币的强势不会一成不变，金融危机将会是我们永远的朋友，黄金的避险属性终究会体现。

3. 珠宝首饰行业垂直电商前景广阔

3.1. 中国珠宝首饰行业市场规模大，增长速度快

根据中国珠宝首饰行业协会数据，目前中国珠宝业年零售额大约 5,000 亿元人民币。根据最新统计数据，2014 年中国限额以上金银珠宝零售额达 2,973 亿人民币，同比增长 0.5%，2014 年行业增长放缓主要受到金价持续下跌，居民收入增长放缓以及高端消费受压影响。拉长时间周期来看，过去五年（2010-2014），受益于收入水平不断攀升，限额以上金银珠宝零售额复合增速达 23.9%，保持了快速增长。

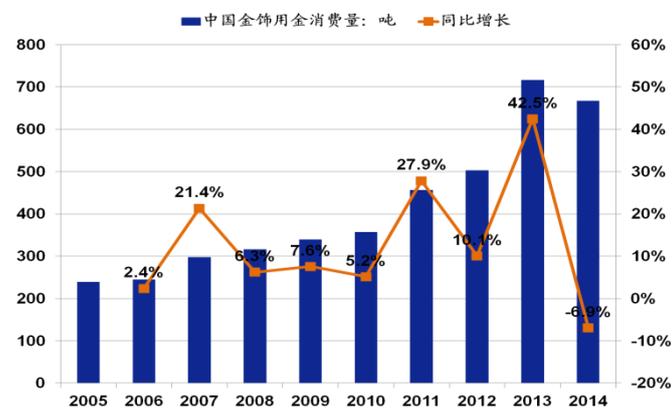
图 11：限额以上金银珠宝零售额快速增长



数据来源：WIND、国家统计局、安信国际

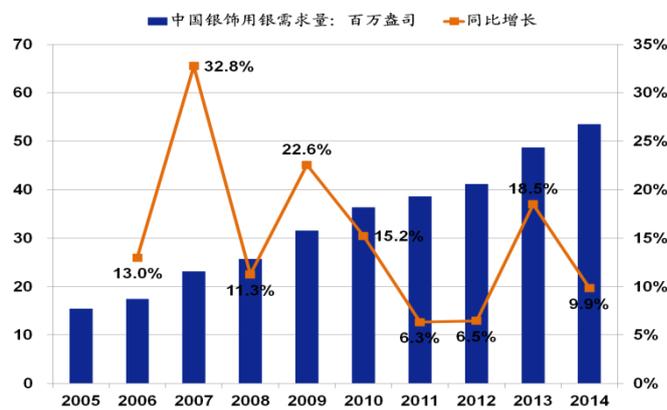
从消费量来看，2014 年金饰用金消费量为 667 吨，过去 5 年金饰用金消费量复合增速为 16.9%；2014 年银饰用银消费量为 53.5 百万盎司，过去 5 年银饰用银消费量复合增速为 10.2%。

图 12：金饰用金消费量与增速



资料来源：WIND、中国黄金协会、安信国际

图 13：银饰用银消费量与增速



资料来源：WIND、安信国际

从银饰银器这一细分行业来看，根据中国珠宝首饰行业协会 2014 年 9 月披露的数据，目前中国首饰及银器年用量近 4,000 吨，终端销售额近 300 亿元人民币。

白银首饰在时尚行业中的使用程度越来越高。白银与黄金首饰和珠宝翡翠首饰相比价格更低廉、装饰功能更强的银饰品在中国拥有巨大的增长潜力。目前中国的银饰人均占有率不到 2%，而亚洲其它国家该数据都在双位数以上，因此中国银饰市场的发展空间很大。过去十年间，中国白银饰品市场扩张了 211%，2014 年则有望进一步上升，预计白银首饰消费将在首饰市场上异军突起。

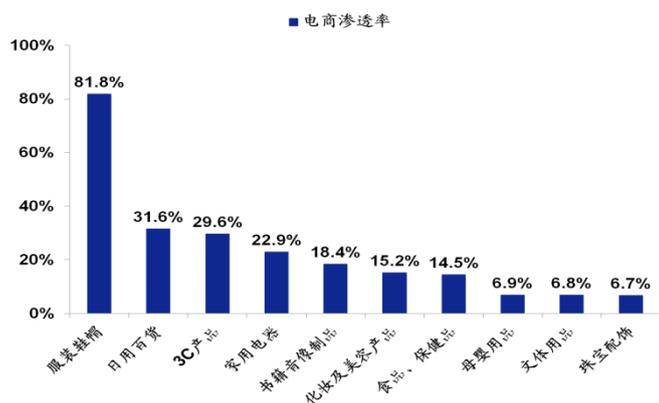
3.2. 珠宝首饰行业电商渗透率低，发展空间大

根据国家统计局数据，2014 年全年，社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%，实际增长 10.9%。其中，限额以上单位消费品零售额 133,179 亿元，增长 9.3%。2014 年全年，全国网上零售额 27,898 亿元，同比增长 49.7%。其中，限额以上单位网上零售额 4,400 亿元，增长 56.2%。由此可见，2014 年社会消费品网上零售额占比已达 10.6%。而根据相关数据，2013 年中国珠宝零售额达 4,700 亿元人民币，网上销售额仅 120 亿元人民币，网上销售额占比仅 2.6%，远远落后于整体水平。

从电商渗透率来看，不同行业之间电商渗透率也表现出较大的差异，服装、3C 和家电电商渗透率较为领先，珠宝首饰电商渗透率则较为落后。根据 CNCIC 数据，2012 年国内珠宝配饰的电商渗透率仅为 6.7%，在各行业中排名垫底。

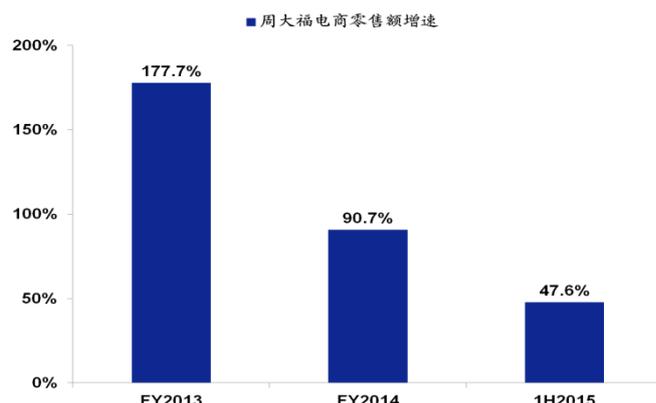
珠宝首饰行业电商渗透率低，网上销售额占比低，与该领域专业性强、产品单价高、体验性强等因素有一定的关系。电商基础薄弱、基数低也意味着该领域未来具备较大的发展空间，随着产品标准化程度的提高，信任度的加强，品牌珠宝电商将获得较大的发展空间。事实上，在过去两年，珠宝首饰龙头周大福电商业务即经历了快速的发展。

图 14: 珠宝配饰电商渗透率垫底



资料来源: CNCIC、安信国际

图 15: 周大福电商业务快速增长



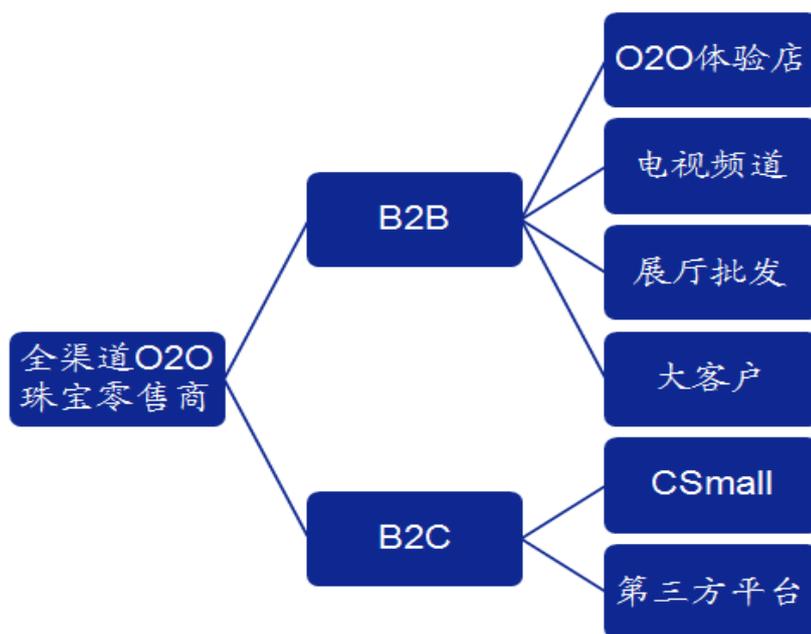
资料来源: 周大福、安信国际

4. 公司分析

4.1. 全渠道 O2O 珠宝零售商

2014 年 1 月 7 日，公司发布进军下游珠宝零售及电商业务的战略，“金猫银猫”（CSmall.cn）亦同步上线。经过一年多的探索，公司的渠道战略日趋清晰，公司的目标是打造全渠道的 O2O 珠宝零售商，实现“小窗口、大平台；小库存、大市场”的模式。

图 16：公司全渠道 O2O 模式



数据来源：公司、安信国际

公司的全渠道 O2O 模式由 B2B 和 B2C 两类渠道组成，其中 B2B 渠道包括四类，分别是：

(1) O2O 体验店：为公司自营店或特许经营店，大部分分布于长三角地区，采用商场专柜的形式，主要承担为线上业务提供线下体验、服务和补充的功能，亦为线上业务重要流量入口。截至 2014 年底，公司共有约 50 家 O2O 体验店，大部分店铺录得盈利，公司目标是到 2015 年底将 O2O 体验店扩展到 200-300 家。

(2) 电视频道：公司主要与电视购物频道合作推广公司的投资银条，并成为公司下游业务的重要组成部分。2014 年 5 月，公司在 CCTV 中视购物频道首次推出自家品牌“中国白银投资银条”便取得空前成功，于首小时内录得过百条银条销售的成绩。2014 年 12 月公司伙拍山东乐拍电视购物频道联手打造高端银饰精品推介专场，8 小时内便录得高达人民币 628 万的成交量，创 2014 年山东乐拍专场推广销量新高。此外，公司亦与中国最大的电视购物频道上海东方 CJ、深圳广电集团旗下的宜和购物等多家权威电视购物频道合作，获得甚佳的市场反应。目前公司正与 7 家电视频道合作，为中国各地广大的电视观众及购物爱好者提供广泛覆盖。

(3) 展厅批发：2014 年 9 月，公司旗舰展厅正式在深圳水贝开幕，成为线上零售业务的集中展示及体验中心。旗舰展厅占地 2,000 平方米，并引入黄金、琥珀、宝石、珍珠、钻石等产品，为深圳目前最全面金银珠宝产品的展厅，并成为行业标杆。除了为线上业务提供重要支持，亦同时为客户提供全面的批发服务。

(4) **大客户**：指大额订单的企业客户及在线品牌，如公司与著名在线婚庆品牌“忆红妆”进行合作，为其婚礼礼服系列设计专用银器配饰。

B2C 渠道包括两类，分别是：

(1) **金猫银猫 CSmall**：CSmall 是公司率先推出的线上销售平台，公司致力于将该平台打造成中国最权威最专业的珠宝首饰垂直类目电子商城。于 2014 年“双十一”期间，该平台录得约人民币 6 百万元销售额。截至 2014 年底该平台有超过 60 个自有及第三方珠宝品牌，拥有注册会员约 7 万，其中约 12% 活跃会员，日均点击率将近 10 万。此外，于 2014 年底公司亦推出 CSmall APP 以扩展移动端客户。

(2) **第三方平台**：除了发展自己的销售平台 CSmall，公司亦与知名第三方平台，包括天猫及京东等，合作推广公司的品牌产品。

公司几乎覆盖了所有的线上渠道，并且辅以线下体验店，实现了 O2O 的闭环。O2O 体验店的小窗口背后是公司全品类产品组合的大平台，线下体验线上销售的模式使公司也能够以较小的库存，应对较大的市场需求，此即“小窗口、大平台，小库存、大市场”的 O2O 模式。

4.2. 丰富的品类与产品组合

公司进军下游零售业务，除了打造全渠道 O2O 模式，在自有品牌产品的打造上也不遗余力。公司一口气推出多个自有品牌产品，包括专门为年轻时尚消费族群而设的时尚银饰在线品牌“SISI”、结合东方文化与现代美学的银饰品牌“臻汇银”、传承与创新东方文化传统的“尊梵”以及融古汇今的银器品牌“国银通宝”等。此外，公司还与中国美术学院等权威机构合作，邀请国内知名珠宝工艺泰斗担任设计与工艺顾问，打造国内最权威顶级的研发队伍。

除了推出自有品牌，公司亦采用开放平台战略，在 CSmall 上引入第三方品牌，截至目前 CSmall 上入驻品牌已超过 70 个，其中大部分为第三方品牌，未来公司将在 CSmall 上引入更多高质第三方品牌，丰富产品组合，提升客户 O2O 购物体验。此外，公司未来亦将在水贝旗舰展厅引入黄金、琥珀、宝石、珍珠、钻石等产品。

图 17: CSmall 品牌街部分品牌



数据来源：CSmall、安信国际

4.3. 强大的管理团队与合作伙伴

为了确保进军下游零售业务取得成功，公司加强管理团队建设，邀请业内资深人士邝亦平先生及张金鹏先生加盟，分别出任公司旗下珠宝首饰业务集团总裁及副总裁。

邝亦平先生为知名珠宝业界品牌管理及市场营销专家，曾于多家知名珠宝公司如百泰、仙路及星光达珠宝公司等任职品牌及营销顾问。邝先生为“品牌建设5S体系”及“产品线精益体系”的倡导者及实践者，在商业模式、品牌建设、产品线规划及核心产品打造方面具有非常丰富的营运经验及成功例子。

张金鹏先生于澳洲完成珠宝设计及珠宝品牌管理的大学课程及硕士学位，在珠宝行业拥有逾11年研发设计、市场营销、品牌运营及电子商务运营等丰富经验，张先生于加盟前，任职于中国珠宝电商第一品牌钻石小鸟副总裁，在此前，曾任职香港英皇钟表珠宝、恒信钻石机构、新加坡添宝珠宝等知名的国际、国内珠宝企业，具有良好的国际化及专业背景。

除去经验丰富的管理团队，公司电商业务的经营实体深圳市大溪地科技有限公司乃公司合营公司，其他合作伙伴也具备丰富的电商运作经验。

2015年5月20日，公司宣布订立VIE协议，并与上海阿米巴创业投资合伙企业（阿米巴）、珠海市动态科技有限公司（动态科技）及深圳睿富创业投资有限公司（睿富创投）共同成立深圳市大溪地科技有限公司（大溪地科技）。大溪地科技注册资本为600万元，公司、阿米巴、动态科技和睿富创投持股比例分别为30%、29%、21%和20%。公司合资成立大溪地科技的目的，在于吸纳国内电子商务领域优秀人才及资源，结合公司在贵金属及珠宝领域的团队及资源，搭建一个多品牌的珠宝电子商城。

阿米巴于2012年1月正式成立，阿米巴创始人和管理团队为赵鸿先生（阿里巴巴集团前副总裁和企业融资负责人），王东晖先生（金山软件前执行董事和首席财务官），李治国先生（口碑网创始人和阿里云资深总监）。阿米巴资本投资人全为高科技行业成功创始人，企业家和管理者。阿米巴资本目前已投资了十余家公司，通过阿米巴资本的生态圈紧密和创始团队合作，所投资公司包括蘑菇街，传课，动态电商，快的打车，来客宝，抠电影，新合传媒等。

动态科技是一家致力于为企业客户提供一站式互联网及移动互联网渠道整体解决方案的科技公司，提供包括电商平台构建（个人计算机及移动端）、信息系统集成、数据挖掘及分析、在线营销推广、电商渠道招商及运维、B2C仓储管理等全方位服务，是阿里巴巴集团官方合作伙伴（AP）。团队核心成员主要来自阿里巴巴集团及大型互联网品牌公司，拥有丰富的电商行业从业经验，对快速建立在线销售平台具有深入的研究及实际操作能力。

4.4. 白银一体化产业链雏形初显

公司致力于实现上下游资源整合，打造中国领先的全产业链金银珠宝综合电商平台，为此，公司在白银产业链上游、中游与下游皆有诸多布局，为未来打下良好基础，白银一体化产业链雏形初显。

在上游业务方面，2014年11月2日公司宣布引入资深矿业及地产投资人罗山东先生及朱晓林先生为策略股东，共同打造基于全产业链整合的中国领先金银珠宝综合电商平台。罗先生及朱先生以每股1.51港元现金代价分别认购公司1.6亿和0.2亿股，占公司经扩大后股本14.73%和1.84%。

罗先生为湖南东能投资集团有限公司的创办人，该公司为一家集房地产及矿产资源开发于一身的大型综合企业，旗下拥有十几座贵金属及有色金属矿山，并在深圳、成都、武汉、长沙等十多个国内主要城市从事包括大型商业购物中心在内的地产开

发。罗先生拥有逾二十年企业管理经验。

朱先生为 Uni Global Power Pte. Ltd. 创办人兼行政总裁，该公司专注于新兴市场矿资源及房地产领域的投资。朱先生曾于摩托罗拉、西门子和新希望集团等财富 500 强企业担任高级职务。朱先生擅于公司管理，并拥有逾十年矿业管理及上市和资本运作的经验。

公司的长远发展策略是通过上游资源与下游白银零售业务进行垂直整合，打造中国领先的金银珠宝综合电商平台。为达致目标，公司计划：(i) 将产品类别从白银延伸至黄金及其他珠宝产品；及(ii) 在遇上合适机遇时，收购上游贵金属矿山资源。罗先生及朱先生将会投入精力及资源，帮助集团进行上下游资源整合。

在中游业务方面，公司拟继续扩大产能，将白银冶炼产能由目前的 250 吨，在 2016 年底前扩大到 450 吨，为下游业务提供资源基础。

在下游业务方面，2015 年 3 月 5 日公司宣布与上海华通铂银交易市场、上海天宝龙凤金银珠宝有限公司成立合资公司上海华通白银国际交易中心，注册资本 5,000 万元，持股比例分别为 40%、54% 和 6%。

上海华通白银国际交易中心是目前上海自贸区内批准的唯一一家白银现货交易市场。上海华通白银国际交易中心将是中国国内第一个容许外资直接参与的白银现货交易市场，是国内商品市场与国际商品市场接轨，迈进自由贸易时代的重要举措。

合资方上海华通铂银交易市场是中国国内专业、规范的现货供销、交易、物流配送及电子商务网上服务的综合性贵金属、有色金属市场，同时是目前国内最大的白银现货交易市场，旗下中国白银网(www.ex-silver.com)是中国白银行业第一门户网站，其每日报出白银定盘价和结算平均价是国内白银行业的权威指导价。

通过投资上海华通白银国际交易中心，公司将进入下游的白银交易市场，进一步奠定公司在中国的白银及贵金属领域的行业领导地位和品牌影响力，是公司贯彻白银全产业链的战略，打造全球领先白银综合企业的重要举措。

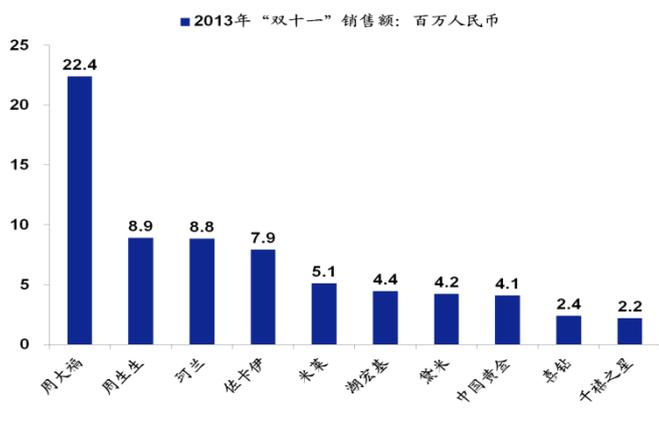
5. 潜在竞争对手分析

5.1. 传统珠宝商：携品牌与渠道优势拓展线上业务

周大福线上销售额遥遥领先。从淘宝天猫平台的销售数据来看，在珠宝电商领域，周大福的线上销售额遥遥领先，牢牢占据着第一名的位置。

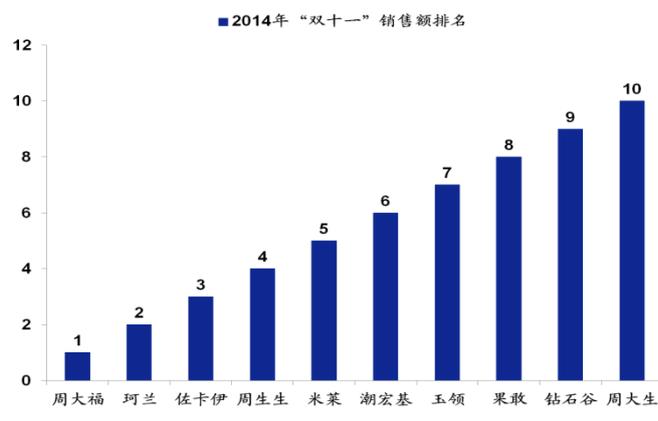
2013年“双十一”期间，周大福销售额为22.4百万人民币，较第二名周生生8.9百万销售额高出一个数量级；2014年“双十一”期间，虽然未有披露具体的销售额数据，但周大福依然稳居第一位。

图 18: 2013 年“双十一”淘宝天猫珠宝销售排名



资料来源：淘宝数据魔方、亿邦动力网、安信国际

图 19: 2014 年“双十一”淘宝天猫珠宝销售排名



资料来源：淘宝数据魔方、亿邦动力网、安信国际

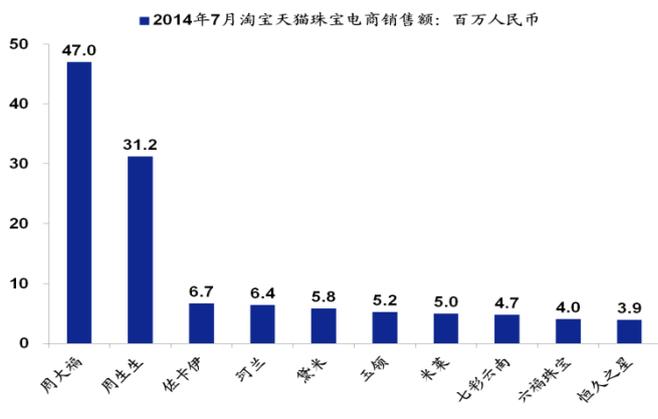
如果说“双十一”期间销售数据更多受到促销、爆款等因素影响，那么正常时间区间的销售数据也许更有代表性，从2014年6月和7月淘宝天猫平台的销售额数据可以看到，周大福、周生生等传统珠宝商牢牢占据着前二位，而以佐卡伊、珂兰为代表的珠宝电商销售排名亦较为靠前，米莱、黛米等新兴珠宝品牌亦有不俗表现，这些品牌稳定的占据着淘宝天猫平台珠宝电商销售额前5席，而后5席则变化较大。

图 20: 2014 年 6 月淘宝天猫珠宝销售排名



资料来源：淘宝数据魔方、亿邦动力网、安信国际

图 21: 2014 年 7 月淘宝天猫珠宝销售排名



资料来源：淘宝数据魔方、亿邦动力网、安信国际

钻石、黄金等高价商品的网上购买需要更高的信任度，品牌即是质量的保证，传统珠宝商拥有较高的品牌知名度与品牌信任度，亦有丰富的产品组合，能满足消费者多样化的需求，将业务拓展到线上渠道可以继续发挥原有优势，但线下实体店店刚可能成为拖累。

整个珠宝电商的格局亦是相当分散。以淘宝天猫平台而言，2014 年 6 月前 5 名珠宝电商销售额合计为 82.5 百万元，2014 年 7 月这一数字则为 97.0 百万元，若销售额月度环比增长保持稳定，则预计 2014 年全年前 5 名珠宝电商销售额合计约 12 亿元人民币，加上其他电商平台以及自有商城销售额，预计全年销售额不超过 30 亿元，2013 年中国珠宝网上零售额约 120 亿元人民币，2014 年保守估计 30% 增长，由此我们预计截至 2014 年底珠宝电商 CR5 不超过 20%，市场格局较为分散。

5.2. 珂兰钻石：领先的钻石电商

珂兰公司为采用 O2O 模式从事钻石珠宝饰品类产品销售服务为主的品牌直销电子商务公司，拥有“珂兰钻石”、“天使之翼”、“天生一对”等品牌的钻石、钻戒及珠宝饰品。目前主要客户群为婚嫁人群，以都市简约时尚为特色，主营婚嫁钻戒类珠宝饰品，着力为客户提供“最高性价比，最具幸福感”的珠宝饰品。

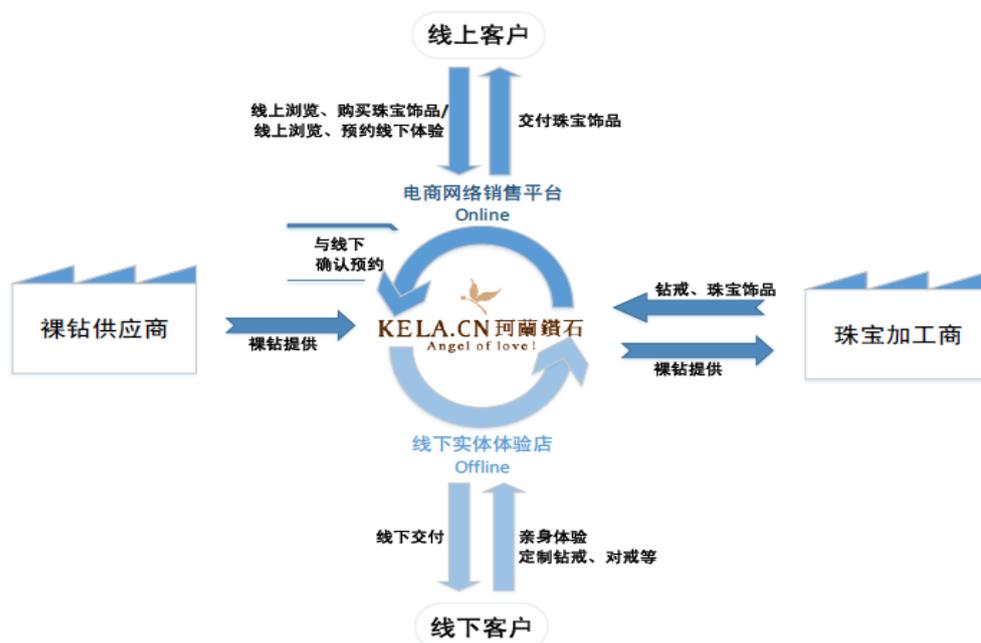
表 2：珂兰钻石发展历程

时间	事件
2007 年 8 月	珂兰钻石网诞生 www.kela.cn
2007 年 12 月	北京西单旗舰店正式开业，珂兰钻石线上线下相结合的商业模式正式形成
2008 年 4 月	获第一笔 300 万美元风险投资，开始迈出扩张步伐
2008 年 7 月	淘宝商城旗舰店正式上线，成为首批入驻淘品牌商城的珠宝电商
2009 年 4 月	上海旗舰店开业，成立上海营销中心
2011 年 6 月	获腾讯数千万美元战略投资，建立国内最先进的快速供应链体系，开始国际化钻石采购与储备
2013 年 5 月	珂兰钻石体验店覆盖 34 个城市，达 43 家，成长为国内最大的珠宝电商品牌
2015 年 3 月	刚泰控股 (600687.SH) 拟收购珂兰钻石 100% 股权，作价 6.6 亿元人民币

数据来源：珂兰官网，安信国际

珂兰公司拥有广泛的线上销售网络，覆盖淘宝网、天猫商城、京东商城等多家主流零售电商、银行、商场渠道，同时线下在北京、上海、广州、深圳等 30 多个城市建立了直营及加盟实体体验店，覆盖了国内主要消费城市，为客户提供钻石珠宝销售、落地客服、私人定制等各项服务。

图 22: 珂兰钻石业务模式



数据来源: 刚泰控股非公开发行股票预案、安信国际

珂兰钻石 2014 年收入为 6.47 亿元人民币, 净亏损为 1,873 万元, 截至 2014 年底公司总资产为 2.97 亿元, 净资产为 1.53 亿元。公司 100% 股权出售予刚泰控股的交易价格为 6.6 亿元人民币, 同时公司承诺 2015-2017 财年净利润分别为 2000 万元、4500 万元和 7600 万元。

6. 盈利预测与估值

6.1. 收入预测

目前公司收入主要由三部分构成，中游白银和铅的冶炼，其他金属副产品，以及下游白银饰品和摆件销售。中游业务收入主要取决于白银和铅的产销量(库存非常少，以销量代产量)以及价格，下游业务主要取决于公司销售渠道的扩张速度。

从产量的角度来看，公司中游业务乃是从高品位矿粉、矿渣和低品位矿粉中提炼白银、铅、铋和锑等产品，假设提炼技术的演进稳定而缓慢，则在原材料配比保持稳定的前提下，白银与铅的产量以及其他金属副产品的产量能保持稳定的配比关系。目前公司白银产能 250 吨，公司正在建设新的冶炼产能，以在 2016 年底前将产能扩大到 450 吨，2014 年公司共销售白银 268 吨（中游 219 吨，下游 49 吨），主要是部分新产能的试产。我们认为直到 2016 年前公司白银产量不会有特别高的增长，2016 年后新的产能会逐渐释放出来，届时白银产量将会有大幅度增长。

从价格的角度来看，白银作为贵金属，价格波动与金价基本同步，我们认为目前白银价格处于底部区域，继续向下风险不大，未来可能是震荡向上。铅作为有色金属，价格主要受到全球供需状况，以及生产成本的影响，我们认为铅价未来走势亦是震荡向上。

下游白银饰品和摆件的销售，由于公司业务刚起步，规模尚小，而整个行业亦相当分散，所以公司业务规模远没有到天花板，主动可为的空间非常大，主要受到公司渠道扩张的拉动影响。公司仅用一年时间，即将下游业务做到 2.7 亿人民币规模，我们认为公司下游业务将继续保持高速增长，主要来自于各类销售渠道的快速扩张，根据公司目标，公司电商平台日点击量将由目前不到 10 万，扩张到 2015 年底的 50 万，公司线下体验店将由目前约 50 家，扩张到 2015 年 200-300 家，公司电视购物频道亦将额外增加 6 个频道。

表 3: 收入预测假设表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
白银产量: 吨	248	268	280	300	350
-银饰		49	84	108	133
-银锭	248	219	196	192	217
ASP: 千元/吨					
-银锭	4,126	3,434	3,600	4,000	4,200
-铅锭			12.8	13.8	14.5
上游收入: 千元	1,479,876	1,251,754	1,250,658	1,397,821	1,685,051
下游收入: 千元	27,087	270,962	596,116	894,175	1,162,427
-增速		900.3%	120.0%	50.0%	30.0%

数据来源: 公司, 安信国际预测

6.2. 盈利预测

公司盈利水平主要受到白银和铅的价格影响，以及收入结构改善的影响。

中游业务方面，我们预测银价和铅价将震荡向上，由此公司中游业务毛利率在未来将迎来提升；下游业务方面，毛利率在 30% 以上，未来随着品牌与规模的提升，我们预计将保持稳中有升；由于下游业务毛利率远高于中游业务，随着下游业务迅速增长，在总收入中的占比越来越高，公司将迎来收入结构改善带来的毛利率水平的提升。

然而，由于公司进军下游业务，相应的销售费用和管理费用也会有所提升，这在公司 2014 年的财报上已经有所体现，目前公司下游业务的人员配备基本到位，我们预计 2015 年这些费用率会继续有所上升，随后进入稳定状态。

表 4：盈利预测假设表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
中游业务：					
-毛利率	15.0%	20.0%	21.0%	21.4%	21.6%
-EBIT Margin	13.2%	18.0%			
下游业务：					
-毛利率			32.0%	32.5%	33.0%
-EBIT Margin	5.7%	28.3%			
销售费用率	0.1%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%
管理费用率	1.8%	3.3%	3.5%	3.6%	3.6%

数据来源：公司，安信国际预测

6.3. 估值

我们预测公司 2015-2017 年收入分别为 18.5/23.0/28.5 亿元人民币，收入增速分别为 21.3%/24.1%/24.2%；净利润分别为 3.1/4.0/5.1 亿元人民币，利润增速分别为 24.5%/30.2%/27.2%；EPS 分别为 0.28/0.37/0.47 元人民币。

目前港股市场上，传统珠宝商周大福动态估值在 14-15 倍左右，周生生在 11-12 倍左右，并且在过去一年由于金价疲弱，高端奢侈消费受压，其估值水平皆处于其历史相对较低位置。鉴于公司进入珠宝首饰 O2O 领域，具备成长性的溢价，但在品牌与规模上有一定折价，我们给予公司 2015 年 13.5X PE，对应目标价 4.86 港元。

我们认为将公司中游冶炼业务与下游零售业务分开估值将更为合理，我们预测公司 2015-2017 年中游业务收入分别为 12.5/14.0/16.9 亿元人民币，净利率分别为 13.5%/14.0%/14.5%，净利润分别为 1.69/1.96/2.44 亿元人民币；相应下游业务净利润分别为 1.40/2.07/2.68 亿元人民币；我们给予上游冶炼业务 2015 年 10X PE 估值，下游零售业务 18X PE 估值。综合两种估值方法，我们给予公司目标价 4.88 港元，对应 2015 年 13.6X PE，首次覆盖给予公司“买入”评级。

附表：财务报表预测

(31/12 年结; 百万人民币)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
收益	1,507	1,523	1,847	2,292	2,847
销售成本	(1,285)	(1,179)	(1,393)	(1,702)	(2,100)
毛利	222	343	453	590	748
其他收入&收益净额	(3)	3	3	3	4
行政开支	(27)	(50)	(65)	(83)	(103)
销售及分销开支	(2)	(8)	(13)	(18)	(23)
研发开支	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
其他开支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
融资成本	(8)	(8)	(8)	(9)	(10)
应占联营公司业绩	0	(0)	(0)	0	1
除税前溢利	180	277	368	480	613
所得税开支	(49)	(28)	(59)	(78)	(101)
年度溢利	131	248	309	403	512
资产负债表					
物业,厂房及设备	181	183	184	185	181
预付租赁款项	19	19	19	18	18
无形资产	5	5	5	5	4
於联营公司权益	0	0	20	20	21
其他非流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产合计	209	210	230	230	226
存货	122	136	166	194	238
贸易及其他应收款项	6	58	75	103	134
银行结余及现金	381	740	967	1,266	1,667
其他流动资产	20	21	20	20	20
流动资产合计	530	955	1,228	1,584	2,060
贸易及其他应付款项	43	44	65	77	110
银行借贷	130	130	150	170	200
其他流动负债	21	13	20	18	17
流动负债合计	194	187	235	265	326
其他非流动负债	10	224	10	10	10
非流动负债合计	10	224	10	10	10
股本	7	7	9	9	9
股份溢价及储备	528	747	1,205	1,530	1,942
总权益	535	754	1,214	1,539	1,950

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万人民币)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金流量表					
除税前溢利	180	277	368	480	613
折旧&摊销	13	15	15	15	15
应占联营公司业绩	0	0	0	(0)	(1)
融资成本	8	8	8	9	10
营运资本变动	61	(65)	(18)	(45)	(44)
所得税	(53)	(36)	(59)	(78)	(101)
其他调整项	4	5	0	0	0
经营活动现金流量净额	212	204	314	381	492
资本支出	(54)	(18)	(15)	(15)	(10)
向联营公司注资	0	(1)	(20)	0	0
其他调整项	(19)	2	0	0	0
投资活动现金流量净额	(73)	(16)	(35)	(15)	(10)
新增/(偿还)银行贷款	20	0	20	20	30
股份发行/(回购)	22	215	215	0	0
已付股息	(14)	(36)	(64)	(77)	(101)
已付利息	(8)	(8)	(8)	(9)	(10)
其他调整项	0	0	(215)	0	0
融资活动现金流量	20	171	(53)	(67)	(81)
净现金流	159	359	227	300	401
财务及估值比率					
P/E (x)	17.7	9.4	9.0	6.9	5.5
P/B (x)	4.4	3.1	2.3	1.8	1.4
Dividend yield (%)	27.3%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
Gross margin (%)	14.7%	22.6%	24.6%	25.7%	26.3%
Net margin (%)	8.7%	16.3%	16.7%	17.6%	18.0%
Effective tax rate (%)	27.1%	10.3%	16.0%	16.2%	16.5%
ROE (%)	28.3%	38.5%	31.4%	29.2%	29.3%
ROA (%)	19.8%	26.1%	23.6%	24.6%	25.0%
Stock turnover days (s)	40.8	39.5	39.0	38.0	37.0
A/R turnover days (s)	3.8	7.6	13.0	14.0	15.0
A/P turnover days (s)	12.8	13.2	14.0	15.0	16.0
Net debt/ (cash) to equity (%)	-47.0%	-81.0%	-67.3%	-71.2%	-75.2%
Total asset to equity ratio (x)	1.43	1.48	1.33	1.19	1.18
Dividend payout ratio (%)	0.6%	1.5%	2.3%	2.8%	3.6%

数据来源: 公司; 安信国际预测

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的¹解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010