

中国白银集团(815 HK)

银饰零售市场有利可图

14 财年收入与去年接近持平，净利润却急升 89%

集团于 14 财年录得总收入 15.2 亿人民币，按年微升 1%，主要由於制造业务的分部收入大幅下降，抵销零售业务的收入增长。相对于收入的微弱增长，集团毛利跃升 55% 至 3.4 亿人民币；毛利率也从上年同期的 14.7% 升至 22.6%，主要原因是零售业务贡献较高毛利率所致。

经营利润仍同比大增 52% 至 2.85 亿人民币，对应经营利润率按年升 6.2 个百分点至 18.2%。期内集团被确认为高新技术企业，因此获得一笔一次性税项回拨，导致所得税开支同比下降 41% 至 0.28 亿人民币，带动 14 财年股东净利润按年跃升 89% 至 2.48 亿人民币。

网上商店销情热烈，15 年继续扩张「O2O」平台

根据集团资料显示，旗下银饰综合电商平台「金银猫」(<http://www.csmall.com>) 于去年「双十一」节录得约 6 百万人民币的销售额。展望 2015 年，管理层计划把实体店数目从 14 年底的 50 家扩充至 300 家；代理品牌数从 14 年底的 75 家提升到 125 家品牌。总结而言，集团 14 财年的业绩良好，尤其零售业务收入增长明显，对集团的利润贡献度逐渐提升。我们判断中国白银集团的 15/16/17 财年的股东净利润分别为 2.24、2.58、2.55 亿人民币，对应净利润率为 14.5%、15.9%、15.7%。

潜在升幅有限，维持「中性」评级，目标价 3.69 港元

集团的基本因素良好，13 年成立的零售业务录得收入及盈利大幅增长的业绩，预期将逐步取代制造业务，成为集团盈利增长的引擎。然而股价自 3 月开始攀升，过去一个月急升超过 33%。目前最新股价为 3.47 港元，对比我们计算所得的权益公允价值，潜在增幅仅 6.3%，与市场预期升幅相若，因此维持「中性」评级，目标价为 3.69 港元。

中国白银集团主要财务数据预测：

(百万人民币)	13财年	14财年	预测 15财年	预测 16财年	预测 17财年
收入	1,507	1,523	1,546	1,623	1,628
增长率：	-2.1%	1.0%	1.5%	5.0%	0.3%
经营利润	188	285	295	330	334
增长率：	-17.1%	51.7%	3.5%	11.9%	1.1%
股东净利润	131	248	224	258	255
增长率：	-16.7%	89.1%	-9.8%	15.1%	-1.0%
经营利润率：	12.5%	18.7%	19.1%	20.4%	20.5%
净利润率：	8.7%	16.3%	14.5%	15.9%	15.7%
每股盈利 (港元)	0.18	0.34	0.26	0.30	0.29
每股派息 (港元)	0.05	0.07	0.05	0.06	0.06
每股账面净值 (港元)	0.74	1.04	1.32	1.57	1.81

来源：彭博

齐鲁国际研究部
 7th Floor, Li Po Chun Chambers, 189 Des Voeux Road Central, Hong Kong
 香港中环德辅道中189号李宝椿大厦7楼
 Tel: (852) 3979-2888 Fax: (852) 3979-2800

评级：中性；目标价：HK\$3.69

公司基本资料 (更新至 2015 年 4 月 14 日)：

最新价：	3.47	(港元)
市值：	37.8	(亿港元)
流通股比例 (%)：	49.9%	
已发行总股本 (百万)：	1,089.8	(百万股)
52周价格区间：	0.85-3.53	(港元)
3个月平均每日成交：	14.57	(百万港元)
主要股东：	陈万天	占44.5%

来源：彭博

价格及成交量走势(过去一年)：



来源：彭博

公司简介：

中国白银集团(815 HK) 主要从事 1) 银锭制造业务及 2) 银饰零售业务。银锭制造业务包含提炼及生产白银锭及其他有色金属，例如铅锭、铋锭及锑锭等。产品主要销往国内地区。银饰零售业务则包括销售自产银产品、以及代理销售第三方品牌银饰。

集团於 2013 年成立银饰综合电商平台「金银猫」(<http://www.csmall.com>)。

分析师：

杨培钦(Isaiah Yeung) CFA, FRM

isaiah.yeung@qlzq.com.hk

2014 财年业绩摘要：

14 财年收入与去年接近持平，净利润却急升 89%

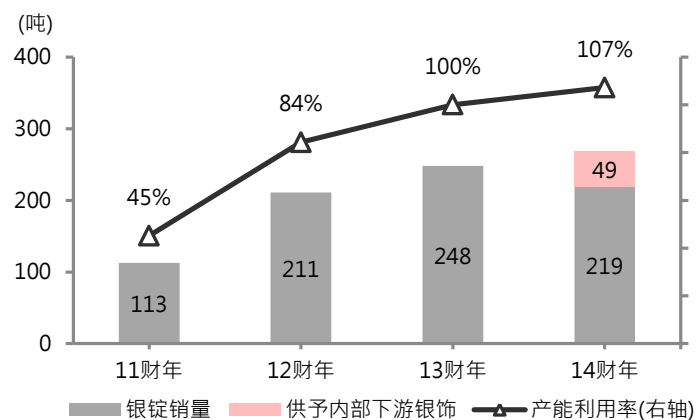
零售业务收入增长强劲，银饰零售市场富商机

集团于 14 财年录得总收入 15.2 亿人民币，按年微升 1%，主要由於制造业务的分部收入大幅下降，抵销零售业务的收入增长。

集团期内生产银锭 268 吨，其中 49 吨银锭首次转拨予零售业务分部，作为生产白银产品之用。因此售予外部客户的银锭销量下降至 219 吨，少于去年同期的 248 吨，再加上受到疲弱的白银锭售价拖累，导致制造业务收入同比下降 15% 至 12.5 亿人民币。

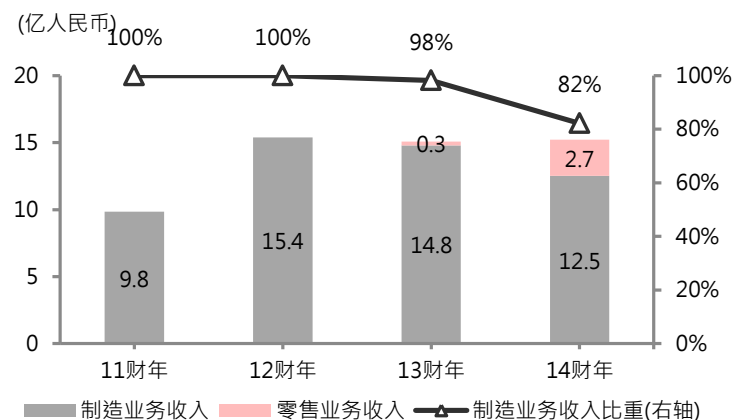
自 13 财年成立的零售业务发展迅速，分部收入按年急增 9 倍至 2.7 亿人民币，占总收入比例从 13 财年的 2% 上升至 14 财年的 18%，突显出国内银饰市场的强劲需求。

图表 1：中国白银集团银锭生产及销售情况



来源：公司资料

图表 2：中国白银集团收入明细 (按业务分部)



来源：公司资料

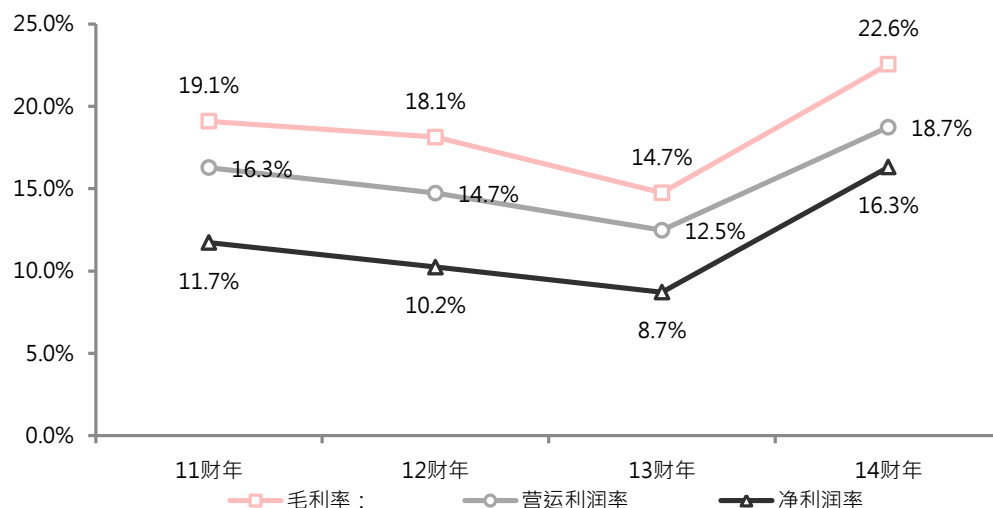
零售业务大幅度改善集团盈利能力；受惠政府优惠税率

相对于收入的微弱增长，集团毛利跃升 55% 至 3.4 亿人民币；毛利率也从上年同期的 14.7% 升至 22.6%，主要原因是零售业务贡献较高毛利率所致；另外银锭的原材料价格下滑，也改善了制造业务的毛利率。

受扩展下游零售业务的影响，市场费用及行政费用分别上升 3.7 倍和 85%，惟由于基数过小，经营利润仍同比大增 52% 至 2.85 亿人民币，对应经营利润率按年升 6.2 个百分点至 18.2%。

期内集团被确认为高新技术企业，因此获得一笔一次性税项回拨，导致所得税开支同比下降 41% 至 0.28 亿人民币，带动 14 财年股东净利润按年跃升 89% 至 2.48 亿人民币。

图表 3：中国白银集团盈利指标一览



来源：公司资料，集团管理层预测

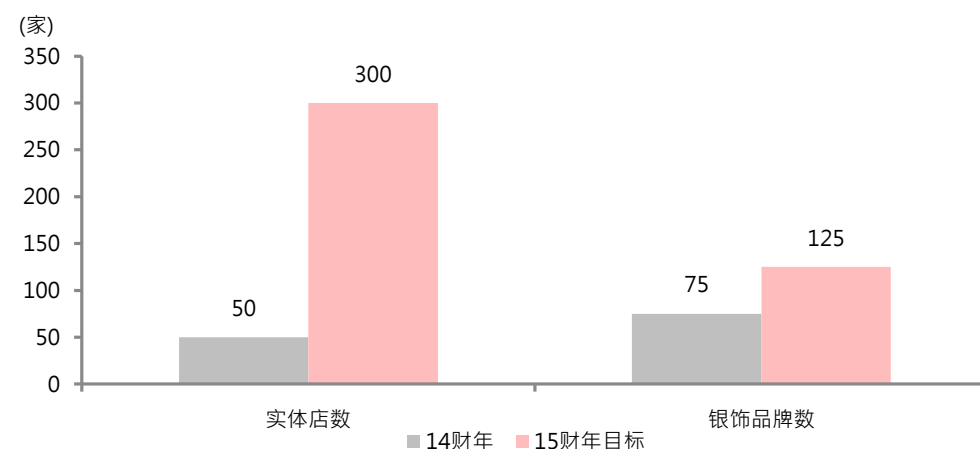
网上商店销情热烈，15 年继续扩张「O2O」平台

根据集团资料显示，旗下银饰综合电商平台「金银猫」(<http://www.csmall.com>)于去年「双十一」节日当天录得约 6 百万人民币的 B2C 销售额，突显该平台的营收潜力。截至 14 年底，金银猫平台上有超过 60 多家自营与第三方品牌，平台规模越见成熟，有潜力成为主导网上银饰市场的零售平台之一。

除线上平台之外，为配合集团发展具 O2O 特色的零售模式，集团目前算旗下的特许经营和自营店合共约 50 家，大部分位于长江地区，代理约 75 家第三方品牌的银饰产品。实体店能给予客户真实的产品体验，配合线上平台的推广，可增强银饰产品的销售效果。

管理层透露集团 2015 年的目标是把实体店数目扩充至 300 家、以及将代理品牌数提升到 125 家品牌。

图表 4：中国白银集团旗下实体店和代理品牌数目



来源：公司资料，集团管理层预测

估值与评级：

收入预测

集团的收入可分类为 1) 制造业务收入和 2) 零售业务收入。制造业务收入主要来源销售自家提炼的银锭和其他金属副产品；零售业务收入主要为分销自家制和第三方品牌的银饰。

制造业务收入预测

就银锭销售收入而言，我们预测集团的银锭和其他金属副产品销量将保持于平稳趋势，15/16/17 财年分别销售 226、231、225 吨；惟我们判断银锭价格依然会呈持续下滑的走势。综合以上因素，我们预测 15/16/17 财年制造业务的分部收入为 11.9、12.0、11.6 亿人民币。

零售业务收入预测

零售业务的收入增长主要依赖集团持续扩大线上和线下的分销渠道，促进潜在消费群增量。线上方面，预料集团将致力优化其网上分销平台；线下方面，集团则积极扩充实体零售商店数目、以及招揽第三方品牌代理协议。我们判断零售业务收入的增长势头持续，15/16/17 财年分部收入分别增至 3.6、4.2、4.7 亿人民币，2014-17 的三年复合增长率为 19.7%，同时占总收入比例也会逐年提升。

图表 5：中国白银集团业务分部预测收入明细

(百万人民币)	真实 14财年	(预测) 15财年	(预测) 16财年	(预测) 17财年
制造业务收入	1,252	1,189	1,203	1,163
增长率：	-15.4%	-5.0%	1.1%	-3.3%
零售业务收入	271	357	421	465
增长率：	900.3%	31.6%	18.0%	10.5%
总收入	1,523	1,546	1,623	1,628
增长率：	1.0%	1.5%	5.0%	0.3%
制造业务/总收入：	82.2%	76.9%	74.1%	71.4%
零售业务/总收入：	17.8%	23.1%	25.9%	28.6%

来源：公司资料，齐鲁国际研究部

成本预测

我们估计制造业务的毛利率介乎 10-20%；零售业务的毛利率介乎 60-70%。展望零售业务的收入贡献比例逐步增加，集团整体毛利率也会有所提升，预料 15/16/17 财年的毛利率可望分别达 21.1%、24.4%、26.5%。15/16/17 财年预测毛利分别为 3.72、4.25、4.42 亿人民币，2014-17 的三年复合增长率为 8.8%。

经营成本方面，虽然零售业务毛利率较高，但该分部所产生的市场费用(例如产品推广开支、佣金等)亦明显高于制造业务，推高市场费用于 15/16/17 财年达至 0.15、0.32、0.49 亿人民币，2014-17 的三年复合增长率为 81.5%；相比之下，行政费用的增长幅度有限，预料未来三年维持于 0.65-0.68 亿区间。综上，预测 15/16/17 财年的经营利润分别为 2.95、3.30、3.33 亿人民币，对应经营利润率为 19.1%、20.4、20.5%。

利润表预测

综合以上预测，我们估计中国白银集团的 15/16/17 财年的股东净利润分别为 2.24、2.58、2.55 亿人民币，对应净利润率为 14.5%、15.9、15.7%，2014-17 年的三年复合增长率为 0.9%。

目标价预测

我们利用现金流折现模型(Discounted Cash Flow, “DCF”)来估算中国白银集团股票的公允价值。

假设中国白银集团的目标股权占资本比例为 80%；综合彭博的资料和我们的预测，假设中国白银集团的 Beta 系数为 1.3；港股市场收益率为 10%；无风险利率为 2.0%，计算出加权平均资本成本(WACC)为 12.0%。税率方面，集团主要收入来源地为中国，因此我们假设长远税率为 25%。

综合以上假设及分析，我们计算出中国白银集团的每股权益价值为 3.69 港元。

图表 6：中国白银集团(815 HK)的 DCF 模型

(百万美元)	真实 13财年	真实 14财年	(预测) 15财年	(预测) 16财年	(预测) 17财年	(预测) 18财年	(预测) 19财年	(预测) 20财年	(预测) 21财年	(预测) 22财年	(预测) 23财年
经营利润	188	285	295	330	334	328	340	349	356	361	370
即期税项	(47)	(71)	(74)	(83)	(83)	(82)	(85)	(87)	(89)	(90)	(92)
税后净营业利润	141	214	221	248	250	246	255	262	267	271	277
非现金调整	13	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16
营运资金变动	61	(65)	(30)	8	5	(6)	2	0	(1)	1	(0)
资本开支	(54)	(19)	(21)	(25)	(29)	(25)	(27)	(27)	(26)	(27)	(27)
无杠杆自由现金流	161	145	186	246	242	230	247	251	255	261	266
终值											2,270
贴现因数	N/A	N/A	0.94	0.84	0.75	0.67	0.60	0.54	0.48	0.43	0.38
经折现现金流	N/A	N/A	175	208	182	155	148	135	122	111	102

主要假设：	
永续增长率	0%
汇率	7.8
税前债务成本	7.0%
长远税率	25.0%
无风险利率	2.0%
市场收益率	10.0%
Beta系数	1.30
目标股权比例	80%
加权股权成本	13.7%
加权税后债务成本	5.3%
加权平均资本成本	12.0%

中国白银集团权益价值： (百万人民币)	
折现后现金流总额	1,431
折现后终值	773
企业价值	2,204
加：联营公司的权益	0.2
加：净现金	787
权益内在价值	2,991
最新股数 (百万股)	1,086
对应股价 (港元)	3.69

成功进入银饰市场；惟目前股价接近与公允值接近

我们看好集团的零售业务，而且认为集团自主创立的电商平台将会是业务成功的关键。目前平台已经略有规模，有效完善中国白银集团综合线上与线下的销售渠道(O2O)，形成一个完整的银饰零售商业模式，可持续受惠国内银饰市场的可观商机。

总而言之，集团 14 财年的业绩良好，尤其零售业务收入增长明显，对集团的利润贡献度逐渐提升，印证集团垂直型业务扩展策略正确。

维持至「中性」评级，目标价 3.69 港元

集团的基本因素良好，13 年成立的零售业务录得收入及盈利大幅增长的业绩，预期将逐步取代制造业务，成为集团盈利增长的引擎。然而股价自 3 月开始攀升，过去一个月急升超过 33%。目前最新股价为 3.47 港元，对比我们计算所得的权益公允值，潜在增幅仅 6.3%，与入市预期升幅相若，因此维持「中性」评级，目标价为 3.69 港元。

图表 7：中国白银集团(815 HK) 财务资料一览

(单位：百万人民币)

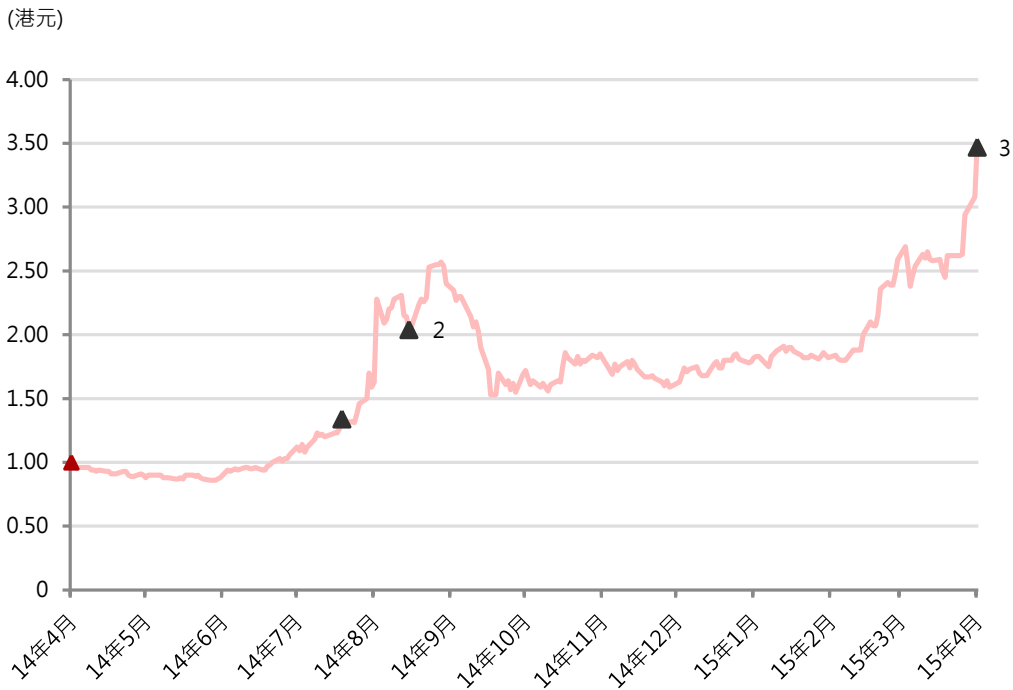
收入损益表						现金流量表					
	13财年	14财年	预测 15财年	预测 16财年	预测 17财年		13财年	14财年	预测 15财年	预测 16财年	预测 17财年
总收入	1,507	1,523	1,546	1,623	1,628	除税前溢利	180	277	287	321	324
- 製造業務	1,480	1,252	1,189	1,203	1,163	拆旧与摊销	13	16	16	16	17
- 零售業務	27	271	357	421	465	其他非现金调整	11	14	16	18	19
销售成本	(1,285)	(1,179)	(1,173)	(1,198)	(1,186)	EBITDA	205	306	318	355	360
毛利	222	343	372	425	442	营运资金变动	61	(66)	(31)	7	3
其他经营收入	(3)	3	3	5	9	已付所得税	(53)	(36)	(53)	(52)	(57)
市场费用	(2)	(8)	(15)	(32)	(49)	经营活动现金净额	212	204	234	310	305
行政费用	(29)	(53)	(65)	(67)	(68)	资本开支	(54)	(18)	(21)	(25)	(29)
经营利润	188	285	295	330	334	投资变动	-	(1)	-	-	-
融资成本	(8)	(8)	(8)	(9)	(10)	银行利息收入	1	2	4	6	8
應佔聯營公司损益	-	(0)	-	-	-	其他投资活动	(19)	2	4	6	8
税前利润	180	277	287	321	324	投资活动现金净额	(73)	(16)	(17)	(19)	(21)
所得税开支	(49)	(28)	(63)	(63)	(69)	股权融资变动	22	215	-	-	-
非控股利润	-	-	-	-	-	债务融资变动	20	0	10	10	10
股东净利润	131	248	224	258	255	已付股息	(14)	(36)	(51)	(56)	(64)
每股盈利(港元)	0.18	0.34	0.26	0.30	0.29	融资成本	(8)	(8)	(8)	(9)	(10)
每股股息(港元)	0.05	0.07	0.05	0.06	0.06	融资活动现金净额	20	171	(50)	(55)	(64)
每股资产净值(港元)	0.74	1.04	1.32	1.57	1.81	现金项目变动净额	159	359	167	236	220

资产负债表						重要指标					
	13财年	14财年	预测 15财年	预测 16财年	预测 17财年		13财年	14财年	预测 15财年	预测 16财年	预测 17财年
物业、厂房及设备	181	183	187	195	206	增长率：					
预付租赁款项及按金	20	19	19	19	18	收入	-2.1%	1.0%	1.5%	5.0%	0.3%
其他非流动资产	8	8	8	7	7	毛利	-20.4%	54.5%	8.5%	14.2%	3.9%
非流动资产总额	209	210	214	221	232	经营利润	-17.1%	51.7%	3.5%	11.9%	1.1%
存货	122	136	168	158	153	净利润	-16.7%	89.1%	-9.8%	15.1%	-1.0%
贸易应收款项及预付费用	5	53	54	56	56	盈利能力：					
银行结余及现金	381	740	908	1,143	1,363	毛利率：	14.7%	22.6%	24.1%	26.2%	27.1%
其他流动资产	21	25	25	26	26	营运利润率	12.5%	18.7%	19.1%	20.4%	20.5%
流动资产总额	530	955	1,154	1,383	1,598	EBITDA利润率	13.6%	20.1%	20.6%	21.9%	22.1%
总资产	739	1,165	1,368	1,604	1,830	净利润率	8.7%	16.3%	14.5%	15.9%	15.7%
贸易及其他应付款项	35	43	43	44	44	负债情况：					
短期银行借贷	130	130	140	150	160	净负债权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他流动负债	29	13	25	37	50	总负债权益比率	24.3%	17.3%	12.2%	11.0%	10.2%
流动负债总额	194	187	209	232	253	总负债资本比率	19.5%	14.7%	10.9%	9.9%	9.2%
發行股份預收款	-	215	-	-	-	投资回报率：					
其他非流动负债	(10)	(9)	(8)	(7)	(5)	ROE	28.3%	38.5%	23.5%	20.5%	17.4%
非流动负债总额	10	224	8	7	5	ROA	19.8%	26.1%	17.7%	17.4%	14.9%
总负债	204	411	217	238	258	其他指标：					
股东权益	535	754	1,151	1,366	1,572	流动比率	2.7	5.1	5.5	6.0	6.3
非控股权益	-	-	-	-	-	有效税率	27%	10%	22%	20%	21%
总权益	535	754	1,151	1,366	1,572	股息分派比率	28%	20%	20%	20%	20%

来源：公司资料，齐鲁国际研究部

历史建议和目标价

中国白银集团 (815 HK) 股价表现及评级时间表：



来源：彭博·齐鲁国际研究部

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	收市股价	评级变动	目标价
1	2014/8/1	HK\$ 1.34	未评级	不适用
2	2014/8/27	HK\$ 2.15	「中性」(不变)	HK\$2.43
3	2015/4/15	HK\$ 3.47	「中性」(不变)	HK\$3.69

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~ 5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。