

方正证券研究所证券研究报告

刚泰控股 (600687)

公司研究

有色金属行业

公司深度报告

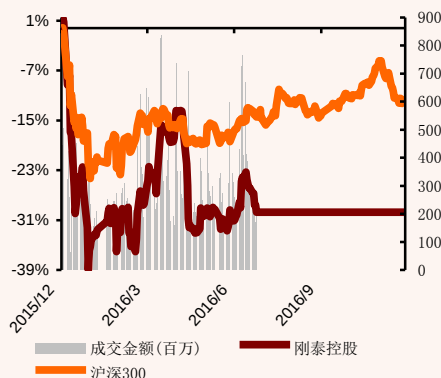
2016.12.27/推荐

首席分析师： 杨诚笑
执业证书编号： S1220514060009
TEL：
E-mail yangchengxiao@founders

联系人： 王小芄，刘子渊

TEL：
E-mail: wangxiaopeng@foundersc.

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《2015 年 1 季报业绩高增长，“珠宝 O2O+金融”蓝图逐步展开》2015.04.29
《年报修正，定增收购 O2O 珠宝电商、布局内容营销，腾讯介入！》2015.03.17
《打造饰品 O2O 新平台》2015.03.13

请务必阅读最后特别声明与免责条款

并购布契拉提，成为 A 股唯一国际顶级珠宝企业。公司从 2015 年实现珠宝子分类全覆盖（黄金+珠宝+彩宝），到 2016 年拟收购国际一线品牌布契拉提（BHI）实现品牌、珠宝设计、文化历史积淀的跨越。

弯道超车，打造黄金珠宝饰品生态圈。公司自 2013 年起开始从黄金开采向终端黄金珠宝行业延伸。先后并购具有极强经营特色的珂兰钻石和优娜珠宝（米莱珠宝）。实现了珠宝行业全品类覆盖以及从供货、制造到销售渠道的产业链布局。本轮收购布契拉提，直接吸收奢华级珠宝品牌，实现了珠宝饰品设计、文化、历史沉淀的积累，快速提高公司核心竞争力。

形成强大的安全壁垒，从红海市场步入蓝海市场，全方位提升公司产品水平。公司直接获得与全球知名品牌梵克雅宝、卡地亚、海瑞温斯顿齐名的核心竞争力。在当前全球珠宝奢侈品品牌格局下，难以有新的品牌能够进入奢华级行列。文化和工艺的积淀构筑了行业巨大的安全壁垒。高端珠宝行业在国内仍然是欠发展的市场，国内和香港龙头企业，均是以入门级和经典级为主。此次冰宫公司有机会率先占领国内高端奢华级市场。

发行股份配套募集资金，计划在亚太、中东、北美和欧洲范围内建设 88 家直营店。珠宝奢华级品牌极少在网上进行销售，以线下直营门店为主。构建营销渠道以及直营网点规模扩张是企业创收的主要驱动力量。本次增加 88 家直营店，公司直营店数量一跃增加 8 倍。我们预计在消费升级过程中，中国未来仍然是全球珠宝行业增速最快的市场，尤其是经典级和奢华级市场。值得注意的是，本次发行股票购买资产和配套融资共新增股本 1.83 亿股，其中大股东增加 1.31 亿股。持股比例从 40.59%增加至 4.14%。彰显实际控制人信心。

盈利预测：我们预计公司 16 至 18 年净利润为 5.07 亿、8.14 亿和 11.27 亿元，对应 PE 分别为 48.18、33.71 和 24.37。考虑到公司为 A 股唯一国际一线珠宝品牌拥有者，给予“推荐”评级。风险提示：经济下滑、与布契拉提磨合低于预期、国内市场接受速度低于预期。

盈利预测：

单位/百万	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	8845.21	9570.27	11897.28	14976.60
(+/-) (%)	86.54	8.20	24.31	25.88
净利润	347.55	507.45	814.39	1126.69
(+/-) (%)	38.37	46.01	60.49	38.35
EPS (元)	0.23	0.34	0.49	0.67
P/E	0.00	48.18	33.71	24.37

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	弯道超车，打造黄金珠宝饰品生态圈	4
1.1	步步“精”心——跨越式发展历程	4
2	并购布契拉提，实现品牌飞跃	7
2.1	交易股权结构	7
2.2	增发股份实际控制人持大头彰显对未来发展的信心	8
2.3	享誉世界的百年珠宝品牌	9
2.4	公司业务模式	10
2.5	公司形成高中端整体布局，大力发挥协同效应	13
3	行业增速企稳，消费升级预示未来新增长	13
4	公司收入预测和可比公司估值比较	15
5	风险提示	15

图表目录

图表 1:	公司主要业务板块	4
图表 2:	公司各产品营业收入占比	5
图表 3:	行业珠宝毛利率对比	5
图表 4:	行业黄金饰品毛利率对比	5
图表 5:	珂兰钻石体验店	6
图表 6:	公司快速供应链系统	6
图表 7:	公司供应链链条	7
图表 8:	公司销售模式	7
图表 9:	交易前控股情况	8
图表 10:	前置交易完成后 BHI 股权结构	8
图表 11:	本次交易前后股东持股比例变化	8
图表 12:	公司产品展示	9
图表 13:	2010 年以后入选展览	10
图表 14:	公司内外部工匠人数	10
图表 15:	公司 12 家直营店分布	11
图表 16:	主要门店展示	12
图表 17:	批发销售网点分布	12
图表 18:	过去三年销售收入分布	12
图表 19:	奢侈品迎来消费复苏	14
图表 20:	茅台五粮液营收增速回暖	14
图表 21:	个人支出成为高端白酒消费新动力	14
图表 22:	珠宝消费从大幅下跌到小幅正增长	14
图表 23:	珠宝消费低蛰伏三年静待升级	14
图表 24:	人均年度黄金珠宝消费（美元）	15
图表 25:	公司分业务收入预测	15
图表 26:	可比公司估值比较（PE）	15

1 弯道超车，打造黄金珠宝饰品生态圈

公司自 2013 年完成重大资产重组到 2016 年实现上游黄金资源到下游珠宝饰品品牌生态圈的跨越。2013 年公司剥离房地产，注入大冶矿业，成为一家黄金矿山开采生产企业。随着中国经济高速发展以及消费转型升级不断进行，面对珠宝行业相对稳定以及高毛利的特性，公司制定了向下游布局中高端珠宝奢侈品牌，打造线上线下完整生态圈，提高公司消费属性，降低周期属性的发展战略。

公司从 2015 年实现珠宝子分类全覆盖（黄金+珠宝+彩宝），到 2016 年计划收购国际一线品牌布契拉提（BHI）实现品牌、珠宝设计、文化历史积淀的跨越。实现全品类覆盖向全“级别”覆盖的快速发展，从“入门级”和“经典级”的珠宝红海竞争市场转向“奢华级”的竞争市场。全方位提升公司各级别的产品实力和文化沉淀。

1.1 步步“精”心——跨越式发展历程

公司发展战略清晰，执行力强，从黄金开采行业转型打入珠宝奢侈品的消费行业，步步“精”心，实现从外围到核心竞争力的加强。公司从置换房地产行业，打造珠宝生态圈，再到把握机会并购海外优质珠宝品牌，实现从供货和销售渠道，以及珠宝饰品设计、文化、历史积淀的积累，快速提高公司核心竞争力。

公司业务目前主要包含四大块，黄金及黄金饰品、钻石类珠宝、彩宝类珠宝、以及影视娱乐制作和营销。

图表1： 公司主要业务板块

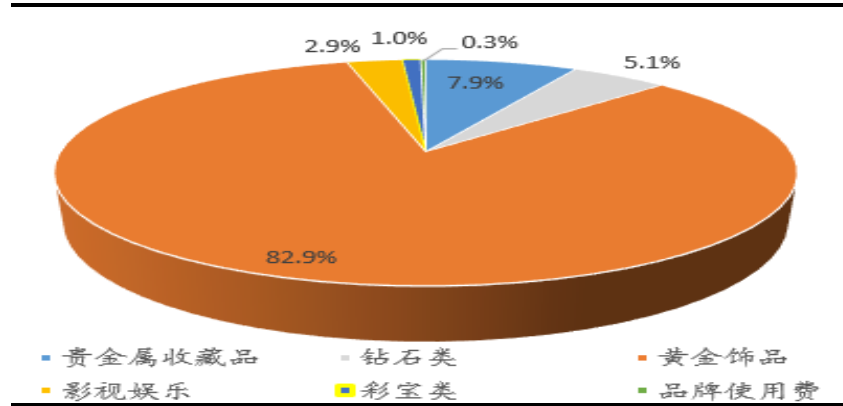
 刚泰黄金	深圳市刚泰黄金珠宝有限公司2015年7月6日于深圳罗湖水贝正式揭牌成立。是上海证券交易所主板上市公司“刚泰控股（集团）股份有限公司”（600687.SH）旗下企业。公司秉承专业和诚信，在黄金、珠宝投资领域中创造持续的价值和品牌。
 国鼎黄金	国鼎黄金是上海黄金交易所综合类会员、中国金币特许零售商、中国黄金协会常务理事单位、中国黄金集团指定经销商、上海造币有限公司特许经营商、浙江省工商业联合会直属商会理事单位、沈阳造币有限公司、南京造币有限公司、深圳国宝造币有限公司、中钞长城贵金属有限公司等国家级造币企业战略合作伙伴。2011年、2012年、2013年连续三年被评为“浙江省优秀金融企业”，是浙江省金融投资创新企业培育基地。2012年度荣获中国金币总公司“最佳销售奖”，2013年度荣获中国金币总公司“最佳销售奖”和“最佳特许零售商奖”，2014年度荣获中国金币总公司“最佳特许零售商奖”。
 KELA.CN 珂兰钻石 Angel of love!	珂兰钻石诞生于2007年，中国互联网+珠宝全产业链巨头刚泰控股全资020珠宝公司。珂兰拥有南非、比利时等全球6大钻石原产地或交易中心直接购钻的能力，并与安特卫普HRD、美国GIA等国际机构紧密合作，所售钻石一钻双证。
 MYRAY 米莱·彩宝	米莱自创立以来，一直专注宝石行业。米莱拥有全球宝石矿区采购体系，拥有精湛工艺的珠宝工厂，正式成为中国宝石和奢华设计的发源地。
 瑞格娱乐 RG ENTERTAINMENT	北京瑞格嘉尚文化传播有限公司是一家娱乐营销整合服务的公司，致力于娱乐项目投资、制作、宣发、商务运营、衍生营销在内的全产业链运作。并结合自有影视版权及全球顶级娱乐资源，为各类品牌提供一站式娱乐营销解决方案。瑞格娱乐营销专家团队谙熟国际娱乐市场及运作方式，与好莱坞及诸多其他境内外制片公司、艺人经纪公司、商业伙伴等均实现长期战略合作。

资料来源：公司公告、方正证券研究所

研究源于数据 4 研究创造价值

公司的产品构成中，黄金产品占据绝对比重，2016 年中报显示，公司黄金饰品和贵金属收藏品合计占公司营业收入的 90.6%。考虑到近年来民众对黄金投资、黄金避险、以及黄金替代外汇的倾向提升，我们预计，行业和公司未来几年的黄金产品仍有提升空间。此外，珠宝首饰有望成为未来公司业务增长的核心驱动。

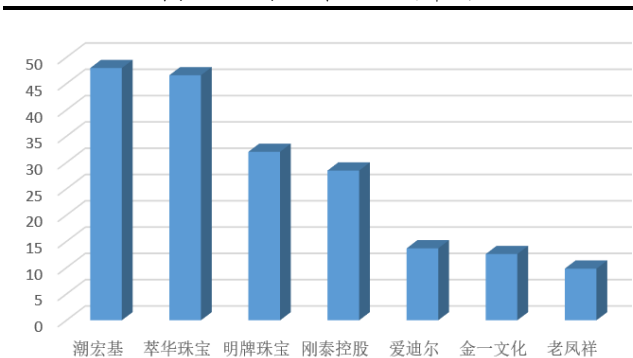
图表2： 公司各产品营业收入占比



资料来源：公司公告、方正证券研究所

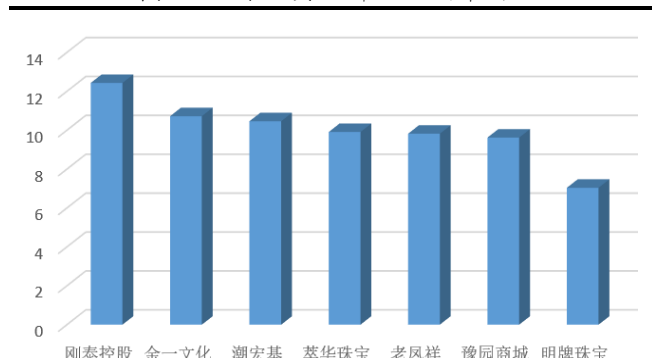
公司在黄金饰品行业享有较高的毛利率。在珠宝领域处于中端水平。旗下珠宝主要是珂兰钻石和米莱彩宝。具有很高的成长潜力。

图表3： 行业珠宝毛利率对比



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表4： 行业黄金饰品毛利率对比



资料来源：公司公告、方正证券研究所

国内目前钻石销售大致有三种渠道，一种是 OTO 模式，特点是性价比，定制服务突出，企业从中获得较高的利润水平。其次是周大福、六福集团、周生生等传统专卖店模式，借助自身黄金珠宝首饰线下门店优势，开拓钻石业务。最后是大卖场模式，主要参与者包括每克拉美、全城热恋等品牌。

珂兰钻石成立于 2007 年，2011 年 6 月获得腾讯集团数千万美元融资。公司是国内首批从事电子商务钻石销售的专业珠宝公司。个性化需求体验、快速供应链机制、以及以线上线下为依托的直销模式是珂兰钻石的最大优势。公司在全国主要城市设立超过 25 个线下体验中心，用以替代众多的门店。并通过与当地银行、理财、婚庆、酒店等机构进行合作，有针对地对特定客户进行服务和宣传。在线下体验中心，客户可以和公司的珠宝设计团队进行充分的面对面沟通，在真实体验和反复的沟通交互中订制个性化的产品。

图表5: 珂兰钻石体验店



资料来源: 珂兰钻石、方正证券研究所

图表6: 公司快速供应链系统



资料来源: 珂兰钻石、方正证券研究所

珂兰钻石的快速供应链机制有效进行资源整合,保证了合格的定制化产品能够快速达到客户手中。从产品设计、生产供应、质检到最后的物流,公司对各个环节进行精细化和联通化的整合。首先,在供应上,公司帮助自己的合作供应商进行后台库存 IT 共享化。与珂兰自己的后台对接,及时掌握供应商的库存信息,实现珂兰产品的快速进货,最大化的满足每一个客户能够快速得到自己想要的产品。其次,在对生产供应商要求精细化和专业化。对每一个生产供应商至要求做一个大类的款式,保证了生产的专业化水平,加快生产效率,保证供应商的出货速度。在公司的备货机制上,实现智能化和自动化。公司利用后台数据智能运算,对各类产品的销量、备货等进行估算。降低人工估量的失误率,最大程度上提高备货效率以及降低成本。

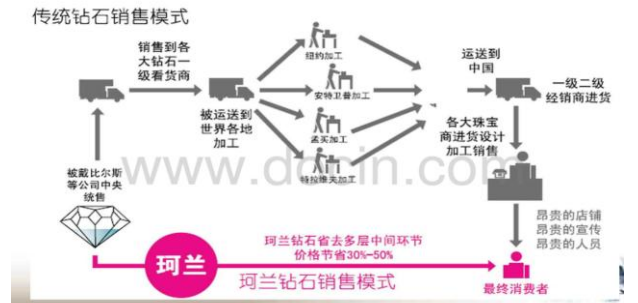
在销售上,公司和传统的门店直营不同,采用线上展示、咨询,线下体验店现场体验。省去大量铺设门店等成本、摊到产品上能够省去 30%到 50%的成本。

图表7： 公司供应链链条



资料来源：珂兰钻石、方正证券研究所

图表8： 公司销售模式



资料来源：珂兰钻石、方正证券研究所

米莱珠宝为优娜珠宝首饰有限公司的子公司。2016年1月7日，刚泰控股出资1.7亿元控股优娜珠宝收购优娜珠宝36.96%的股权，收购完成后，刚泰控股合计持有优娜珠宝45.96%股权，成为第一大股东和实际控制人，其后于2016年3月2日公司进一步增资持有优娜珠宝51%股权，实现对优娜珠宝的绝对控股。

米莱珠宝主要采用“网店+实体店”、“社区+电商”的销售模式，主打产品为坦桑石、碧玺、蓝宝石、红宝石等裸宝石和珠宝首饰。借助米莱珠宝，公司完成了珠宝首饰全品类的覆盖，丰富珠宝类产品线。公司每款产品均具有国家珠宝玉石质量监督检验中心（NGTC）厨具的产品检测证明。

若本次成功收购布契拉提，将为公司珠宝生态圈填补最重要一环——品牌价值。具体体现为**产品设计、历史沉淀、以及品牌影响力**。通过以上几点整合到公司现有的线上引流、线下体验成交的模式，大力拓展线上宣传、以及线下直营店铺设，未来BHI有望在刚泰控股平台下迎来快速发展阶段。

公司在转型期间步步“精”心，并没有像许多公司进行跨界并购进入一个全新的领域。而是通过延伸产业下游，逐步从渠道、销售、市场，再到品牌、设计、市场影响力进行过渡，降低了企业风险，为未来的快速发展打下了坚实的基础。

2 并购布契拉提，实现品牌飞跃

公司于12月23日发布公告，拟发行股份的方式购买悦隆实业100%股权，同时，拟向刚泰集团和杭州甄源2名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金不超过13.6亿元。

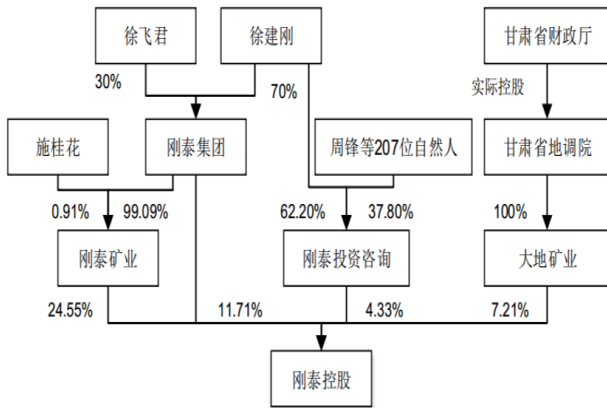
2.1 交易股权结构

交易完成后，公司将直接持有悦隆实业100%股权，并通过悦隆实业间接持有BHI85%的股份。悦隆实业的股权预估价值为14.64亿元，与悦隆实业购买BHI85%的股权相当。此外，公司称本次发行股份购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，最终募集配套资金发行成功与否不影响本次发行股份购买资产行为的实施，本次募集配套资金以发行股份购买资产的实施为前提条件。目前悦隆实业和BHI就资产交易已签署协议，股权交割仍未完成。

悦隆实业成立于2016年11月25日，是刚泰集团用于实现跨境

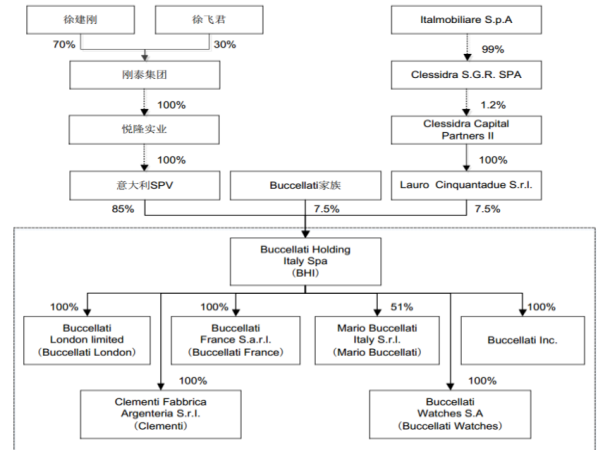
并购而设立的子公司，悦隆实业通过在意大利设立特殊目的实体（SPV）并购 BHI。降低监管风险，加快并购速度。

图表9：交易前控股情况



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表10：前置交易完成后 BHI 股权结构



资料来源：公司公告、方正证券研究所

BHI 原本由 Buccellati 家族全资控股。2013 年，Buccellati 家族将 BHI 的 66.09%股权转让给意大利知名私募基金 Cleessidra 旗下的 Lauro Cinquantadue S.r.l.。其最终股东又是意大利上市公司 Italmobiliare S.p.A.，一家股权投资集团，投资领域涉及建筑、金融、消费等领域。Cleesidra 专门投资奢侈品消费品牌。

2.2 增发股份实际控制人持大头彰显对未来发展的信心

本次发行股份购买资产并募集配套资金共增发 1.83 亿股，其中公司实际控制人徐建刚控股比例从 40.59%提升至 44.14%。彰显大股东对项目和公司未来发展的充分信心，一定程度上产生价格安全边际。

图表11：本次交易前后股东持股比例变化

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑募集配套资金)		本次交易后 (考虑募集配套资金)	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
上海刚泰矿业有限公司	365,440,057	24.55	365,440,057	23.08	365,440,057	21.86
刚泰集团有限公司	174,299,695	11.71	269,235,103	17.00	305,551,575	18.28
兰州大地矿业有限责任公司	107,356,781	7.21	107,356,781	6.78	107,356,781	6.42
上海六禾嘉睿投资中心（有限合伙）	74,497,487	5.00	74,497,487	4.70	74,497,487	4.46
上海刚泰投资咨询股份有限公司	64,414,071	4.33	64,414,071	4.07	64,414,071	3.85
杭州甄源	-	-	-	-	51,880,674	3.10
其他投资者	702,707,213	47.20	702,707,213	44.37	702,707,213	42.03
合计	1,488,715,304	100.00	1,583,650,712	100.00	1,671,847,858	100.00

资料来源：公司公告、方正证券研究所

2.3 享誉世界的百年珠宝品牌

Buccellati 成立于 1919 年，凭借精湛的织纹雕金工艺和文艺复兴色彩的作品，成为世界顶级珠宝艺术设计和制造商。创始人珠宝巨匠 Mario Buccellati 生于珠宝作坊世家，在此之前，Buccellati 的银器始终是罗马教廷指定的圣器制造商。Mario 师从于米兰最负盛名的金匠贝特拉密。贝特拉密对 Mario 的从绘画、建筑到诗歌等各方面去开阔 Mario 的眼界，在这个过程中，Mario 逐渐从一个珠宝工匠向珠宝艺术家的经节提升。1919 年贝特拉密去世，并没有将自己的生意留给家人，而是出人意料的交给自己的爱徒 Mario 的手中，开启了百年品牌的生命历程。目前，公司仍然保持着家族企业的经营模式。

公司产品具有极强的文艺复兴风格。运用纺织技艺上的蕾丝切割技术，将织纹雕金设计为金银饰品，镶刻层叠的宝石，构建出 Buccellati 的美感体现。旗下的金匠多以家族形式传承，从 Mario 时代开始追随 Buccellati 家族，因为在雕金工艺中许多秘诀和敲门是家传绝活，因此，Buccellati 的订制珠宝与金银饰品均是“仅此一件”。

图表12： 公司产品展示



资料来源：公司公告、方正证券研究所

按照产品风格，BHI 的产品具体分为 9 大类：Dream Bracelets, Band Rings, Cocktails, Bridal Diamond, Icona Collect, Prestige, Lady watches, Gentlemen 以及 Silver。

1919 年以来，Mario Buccellati 在位于米兰大教堂和 Scala 歌剧院之间的 Via Santa Margherita 19 号开设了第一家店，名为 Mario Buccellati，1926 年，在罗马 Via Di Condotti 开设第二家店。1952 年，Mario 成为第一个踏入美国的意大利珠宝商，在纽约第五大道附近开设第一家海外门店。Mario 于 1965 年去世后，他的儿子 Gianmaria 充分继承了 Mario 的天赋和才华，艺术上尤其是对自然的赞美，赋予作品以生命里，动物与植物的珠宝造型成为他的代表作。在 Gianmaria 的带领下，Buccellati 成功转型成为一个全球性品牌，除了往昔的王室和贵族，还有更多的新生代力量成为 Buccellati 的簇拥。值得一提的是，梅艳芳在 2011 年 9 月举办的最后一场告别演唱会时，穿上婚纱所搭配的珠宝便是 Buccellati 设计的珠宝。

公司长期入选国际主流展览。其中瑞士巴塞尔钟表展为世界珠宝三大展之一。1981 年意大利总统授予布契拉提“巨十字武士”勋章，以表彰它对珠宝艺术做出的突出贡献。2013 年，法国文化部办法“Chevalier de l' Ordre des Arts et des lettres”（艺术及文学骑士勋章）

荣誉以表彰 Gianmaria Buccellati 在珠宝文化领域做出的贡献。

图表13： 2010 年以后入选展览

事件类型	名称 / 地点	日期
主要展览	佛罗伦萨碧提宫展览	2014 年、2015 年
	都林维纳里亚皇宫展览	2016 年
永久展览	佛罗伦萨碧提宫	2015 年
	亨茨维尔艺术博物馆	-
国际贸易客户展会	巴塞尔钟表展	2010 年至 2014 年
	多哈珠宝首饰展览会	2015 年、2016 年
	巴林珠宝首饰展览会	2015 年、2016 年
时装表演和电影节	威尼斯电影节	2015 年 9 月
	巴黎高级时装周	2016 年 7 月
其他重大事件	纽约布契拉提艺术首饰收藏活动	2015 年 3 月
	WAKO 歌剧	2015 年 5 月
	巴黎罗斯柴尔德宫歌剧展示	2015 年 7 月
	WAKO 日本花园展览	2015 年 9 月
	迪拜布卢明代尔	2015 年 9 月
	伦敦斯宾塞宫歌剧展示	2015 年 10 月
	第 35 届香港芭蕾舞团主要赞助商	2015 年 10 月
	巴林展览会最佳奖得主	2015 年 10 月
	迈阿密歌剧	2015 年 10 月
	WAKO 展览	2015 年 11 月
	迈阿密佩雷斯博物馆歌剧展示	2015 年 11 月
	莫斯科图兰朵-俄罗斯布契拉提十周年纪念	2015 年 12 月
	萨奇画廊 Tarbouche 慈善会	2015 年 12 月
	韩国新世界 Boon the Shop 清潭洞店首尔展览	2015 年 12 月
	WAKO 展览	2016 年 10 月
	香港卡森 VIP 私人展览	2016 年 11 月
	旧金山 Gump's VIP 私人展览	2016 年 11 月
	韩国新世界 Boon the Shop 清潭洞店首尔展览	2016 年 11 月
	阿姆斯特丹康塞维托瑞姆酒店圣诞树点亮事件	2016 年 11 月

资料来源：公司公告、方正证券研究所

2.4 公司业务模式

珠宝行业从原材料的品质、设计、加工生产、经营均有很高的要求。

在采购模式上，公司的主要原材料金、银、彩宝等均来自外购。BHI 制定了严格的采购控制规定，由生产总监负责组织物流等业务部门，进行采购的实施和控制。每年年末，由生产总监组织团队根据本年度经营业绩指定下一年度的生产计划，明确采购类别、质量等级、规格、数量、相关要求和标准、到货时间等要求。采购部门根据采购计划与供应商签订合同进行采购。原材料必须由公司专人进行质量检验后方可入库。

生产模式上，BHI 分为自营加工和委外加工生产两种类型。截止 2016 年 9 月 30 日，BHI 共有工匠 152 名，其中内部工匠 31 名、外部工匠 100 名。自营与委外加工的设计均出自公司自身设计团队。

图表14： 公司内外部工匠人数

类别	珠宝	手表	银饰品
内部工匠	31	10	11
外部工匠	100	0	0
合计	131	10	11

资料来源：公司公告、方正证券研究所

BHI 拥有完整的生产及辅助加工系统，创意总监由公司董事长 Andrea Buccellati 先生亲自担任。根据公司战略营销计划及市场发展状况，创意总监组织团队自主设计样品并定型，并将生产计划下达生研究源于数据 10 研究创造价值

产部门。此外，BHI 也推出对高端客户的定制服务，由创意总监根据客户的特殊需求设计出专属产品，由生产部门加工。

BHI 同时拥有相当规模的委外加工团队，由创意总监组织团队设计开发或按照客户的设计样品定型，委托外部工匠加工，并支付一定的加工费。

公司销售模式分为直营零售模式和批发模式两种。BHI 在重点战略国家的主要城市商业中心租赁场地，设立直营门店，直接面向高净值人群销售，经营所需的资金、人力等全部由 BHI 负责。截止 2016 年 9 月 30 日，BHI 共设立了 12 家直营门店，集中在全球主要城市的时尚流行核心地段。具体如下：

图表15： 公司 12 家直营店分布

序号	门店名称	所在国家	具体地址
1	蒙特拿破仑街店	意大利	Via Montenapoleone 23, Milan, 20121, Italy
2	撒丁岛店	意大利	Loc. Cala di Volpe, Porto Cervo, OT 07021, Italy
3	卡普里岛店	意大利	Via Camerelle, 47, Capri, 80073, Italy
4	巴黎和平街店	法国	1, Rue de la Paix, Paris, 75002, France
5	巴黎老佛爷百货店	法国	40, Boulevard Haussmann, Paris, 75009, France
6	伦敦梅菲尔区店	英国	33 Albemarle Street, Mayfair, London, W1S 4BP, United Kingdom
7	伦敦哈罗德店	英国	87-135 Brompton Road, Knightsbridge, London, SW1X 7XL, United Kingdom
8	纽约店	美国	714 Madison Avenue, New York, NY 10065, United States
9	巴伯港店	美国	9700 Collins Avenue, Bal Harbour Shops, Bal Harbour, FL 33154, United States
10	芝加哥店	美国	62 E Oak Street, Chicago, IL 60611, United States
11	比佛利山庄店	美国	9517 Wilshire Blvd. at 2 Rodeo Drive, Beverly Hills, CA 90212, United States
12	阿斯彭店	美国	441 East Hopkins Avenue, Aspen, CO 81611, United States

资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表16: 主要门店展示



巴黎和平街店, 法国



巴黎老佛爷店, 法国



伦敦梅菲尔区店, 英国



纽约店, 美国

资料来源: 公司公告、方正证券研究所

批发销售模式为 BHI 将产品批发销售给相关的专卖店、专柜及零售商, 再有上述门店实现最终销售。批发商在扣除其应得到的利润和提成之外, 返款给 BHI。截止 2016 年 9 月 30 日, BHI 共拥有 219 个批发商渠道销售网点, 销售网点的地理分布如下:

图表17: 批发销售网点分布

类别	意大利	欧洲其他地区	美国	亚洲及中东地区
品牌专卖店	2	1	-	-
商场店中店	-	-	2	3
商场专柜	3	4	5	9
珠宝及手表等综合零售商	58	13	31	9
银饰综合零售商	39	6	31	3
合计	102	24	69	24

资料来源: 公司公告、方正证券研究所

销售收入里零售与批发模式各占约一半。

图表18: 过去三年销售收入分布

销售渠道	2016 年 1-9 月		2015 年度		2014 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
零售销售	1,526.91	53.14%	2,019.65	49.39%	1,828.09	55.05%
批发销售	1,334.12	46.43%	2,044.79	50.00%	1,480.40	44.58%
其他	12.60	0.44%	24.93	0.61%	12.14	0.37%
合 计	2,873.63	100.00%	4,089.37	100.00%	3,320.64	100.00%

资料来源: 公司公告、方正证券研究所

2.5 公司形成高中端整体布局，大力发挥协同效应

公司吸收合并 BHI 形成互补。BHI 借助公司发展中国和亚太地区市场，公司为 BHI 提供充足的资金和供应链与销售渠道。此外，公司从 BHI 中吸取先进的产品设计制造能力，以及国际一线品牌的影响力。

重视品牌和渠道，大力拓展亚太地区市场、借助布契拉提提升公司整体设计和制造技术。为公司并购 Buccellati 之后发展战略方向亚太及欧洲是目前全球高端珠宝的最大消费市场，各自占有 1/3 左右的市场份额。未来，新的增长亮点仍然是亚太地区。在中国等新兴市场，消费者行为正在出现新的变化。1. 佩戴珠宝逐渐成为日常习惯。2. 品牌厂商逐步缩减跨境区域市场差价。3. 跨境珠宝购买以奢华级为主，入门级和经典级逐渐减少。

珠宝奢华级品牌很少在网上进行销售。主要以线下直营门店为主。奢华级侧重于邀请式销售，部分产品以直营门店的形式对外展示、销售；经典级则以单一品牌专卖店销售为主。入门级以直营或代理专卖店销售为主，也有部分由电商等其他形式进行。因此，构建营销渠道以及直营网点规模扩张是企业销售增加的主要驱动因素。

在此背景下，公司发行股份配套募集资金，计划在亚太、中东、北美和欧洲范围内建设 88 家直营店，加强零售能力，形成强大的品牌效应。从终端直接充分发挥布契拉提自身品牌影响力，提升品牌业绩转化能力。

对公司而言，通过本次并购，形成强大的安全壁垒。从红海市场步入蓝海市场。公司直接获得与全球知名品牌梵克雅宝、卡地亚、海瑞温斯顿齐名的核心竞争力，帮助公司自身研发和设计能力提高。尤其在产品设计和加工、品牌影响力方面，一个珠宝奢侈品品牌的成长需要时间与工艺的积淀，形成独特的品牌文化和生命力。在当前全球珠宝奢侈品品牌格局下，难以有新的品牌能够进入奢华级行列。文化和工艺的积淀构筑了行业巨大的安全壁垒。高端珠宝行业在国内仍然是欠发展的市场，不管是国内还是香港龙头企业，周大福、周生生、金六福等，均是以入门级和经典级为主。此次公司并购布契拉提，公司有机会率先占领国内高端奢华级市场，并带动公司整体的设计、制造、经营水平，提升公司其他品牌的经营实力。

此外，本次交易与后续的经营丰富了公司海外并购与跨国企业管理经验。通过学习海外现金的珠宝品牌运营经验，带入国内市场，进一步做强做大未来 20 年奢侈品品牌市场增速最快的本土乃至整个亚太地区市场。

3 行业增速企稳，消费升级预示未来新增长

过去两到三个季度，大部分奢侈品行业在中国的消费经历了较大的复苏，如高端白酒、澳门博彩业、高端生活用品品牌等。在这个趋势下，我们认为珠宝行业也将迎来新一轮增长。此外，走弱的人民币汇率、管制的外汇、以及海淘进口商品加税均也使得一部分需求从国外转移回国内。

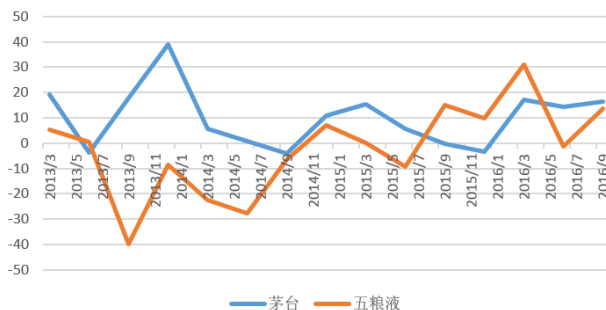
图表19：奢侈品迎来消费复苏

公司	2016Q1	2016Q2	2016Q3
Burberry	小个位数增长	小个位数增长	两位数增长
Hermes	大个位数增长	两位数增长	-
Ferragamo	小幅下滑	小个位数增长	-
Kering Luxury division	7%	大个位数增长	+25到30%
LVMH	小个位数增长	大个位数增长	两位数增长

资料来源：CITI Bank、方正证券研究所

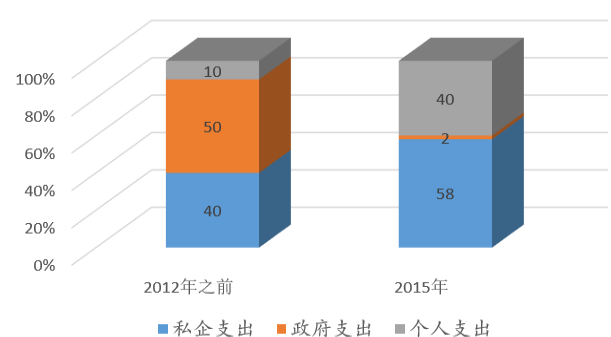
此外，白酒等复苏也预示着未来更加强劲的个人消费市场发展。从白酒市场可以看到，个人支出正在成长为中高端白酒的消费主力，中国用了三年的时间消化了公款消费带来的高端白酒下滑。个人高端白酒支出的上升是强烈的消费升级信号以及人均收入上升信号。

图表20：茅台五粮液营收增速回暖



资料来源：Wind、方正证券研究所

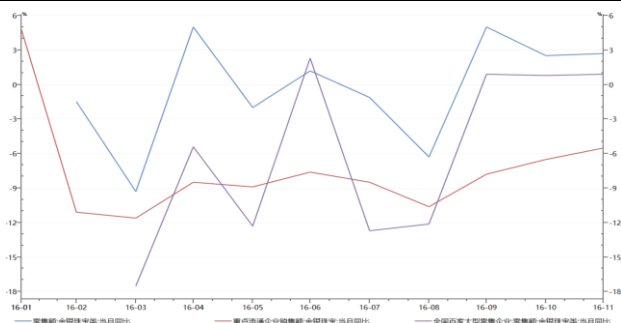
图表21：个人支出成为高端白酒消费新动力



资料来源：Wind、方正证券研究所

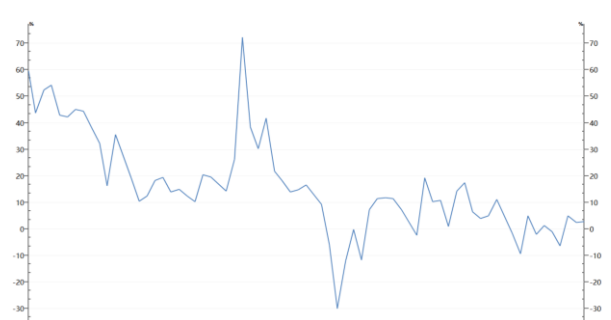
过去几年，商品价格下滑，尤其是贵金属商品价格的下滑一定程度上削弱了大众对珠宝消费的偏好。这主要是以为过去国内主要以入门级的黄金珠宝消费为主，这一类的黄金珠宝不仅有消费功能，也有较强的投资保值功能。随着商品价格企稳回升，以及消费升级逐步进行，未来整体黄金珠宝消费大概率恢复增长，并且奢华级和经典级的黄金珠宝消费份额有望扩大。

图表22：珠宝消费从大幅下跌到小幅正增长



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表23：珠宝消费低蛰伏三年静待升级

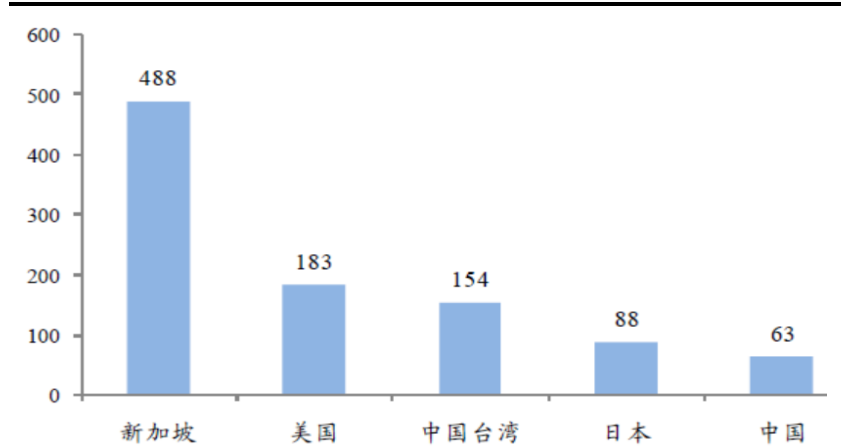


资料来源：Wind、方正证券研究所

中国有极大的珠宝消费潜力：1.中国庞大的人口。2.中国人均珠宝消费花费仍然较低。3.中国奢侈品消费偏好。与美国相比，中国人均黄金珠宝消费只有美国的三分之一左右，而和相似文化国家相比，

中国为日本的四分之三、台湾的五分之二，以及新加坡的八分之一。在经济增长与消费升级的双变化下，未来中国仍是全球最大的珠宝消费增长点。

图表24： 人均年度黄金珠宝消费（美元）



资料来源：Wind、方正证券研究所

4 公司收入预测和可比公司估值比较

公司在可比收入行业内的其他公司里享有较高的溢价，这主要由于公司的高成长性、相对较高的毛利率水平。我们认为未来公司仍大概率继续享有较高的溢价。公司完成本次收购后，成为 A 股唯一一只掌握国际一线品牌的黄金珠宝品牌商，在协同效应的作用下，收入和业绩未来有望快速增长。

图表25： 公司分业务收入预测

分业务	2016	2017	2018
黄金饰品和贵金属收藏	8,754.27	10,505.13	13,131.41
钻石和彩宝	531.00	610.65	793.85
影视娱乐制作	285	427.5	555.75
布契拉提	310	354	495.6

资料来源：Wind、方正证券研究所

图表26： 可比公司估值比较（PE）

	TTM	16E	17E
刚泰控股	48.18	33.71	24.37
老凤祥	17.21	17.22	15.35
金洲慈航	17.42	15.90	11.76
东方金钰	64.65	--	--
金一文化	75.69	40.83	25.71
潮宏基	39.41	36.96	32.32
明牌珠宝	156.73	49.14	26.42
飞亚达A	49.42	46.55	40.43
萃华珠宝	136.44	--	--

资料来源：Wind、方正证券研究所

5 风险提示

经济下滑、与布契拉提磨合低于预期、国内市场接受速度低于预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7738.28	5875.25	8690.34	8975.28	营业总收入	8845.21	9570.27	11897.28	14976.60
现金	3873.95	2000.00	3937.79	3028.52	营业成本	8151.25	8653.75	10588.83	13206.26
应收账款	588.48	641.39	796.38	1002.91	营业税金及附加	4.60	14.36	17.85	22.46
其它应收款	51.51	64.82	79.84	100.82	营业费用	15.80	52.64	23.79	29.95
预付账款	190.00	196.61	242.66	301.78	管理费用	65.30	191.41	214.15	299.53
存货	1361.27	1051.07	1314.64	1623.36	财务费用	162.66	-40.86	-52.83	-104.43
其他	1673.07	1921.36	2319.03	2917.89	资产减值损失	-4.91	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1552.30	2621.67	3280.33	4388.46	公允价值变动收益	5.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	251.29	251.29	251.29	251.29	投资净收益	23.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	408.31	416.22	1008.21	2048.74	营业利润	479.49	698.99	1105.49	1522.83
无形资产	882.47	1943.92	2010.59	2078.20	营业外收入	15.82	0.00	0.00	0.00
其他	10.23	10.23	10.23	10.23	营业外支出	5.57	0.00	0.00	0.00
资产总计	9290.58	8496.92	11970.67	13363.74	利润总额	489.74	709.03	1115.60	1532.92
流动负债	3601.77	2300.65	2202.13	2468.51	所得税	142.19	201.58	301.21	406.22
短期借款	1580.60	287.18	0.00	0.00	净利润	347.55	507.45	814.39	1126.69
应付账款	234.25	173.80	214.28	266.57	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1786.92	1839.67	1987.85	2201.93	归属母公司净利润	347.55	507.45	814.39	1126.69
非流动负债	507.71	507.71	507.71	507.71	EBITDA	634.09	688.30	1088.13	1486.38
长期借款	497.93	497.93	497.93	497.93	EPS (元)	0.23	0.34	0.49	0.67
其他	9.78	9.78	9.78	9.78					
负债合计	4109.48	2808.37	2709.84	2976.22	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	1488.72	1488.72	1671.85	1671.85	营业收入	0.87	0.08	0.24	0.26
资本公积	2923.18	2923.18	5497.93	5497.93	营业利润	0.45	0.46	0.58	0.38
留存收益	755.18	1262.63	2077.02	3203.72	归属母公司净利润	0.38	0.46	0.60	0.38
归属母公司股东权益	5181.10	5688.55	9260.83	10387.52	获利能力				
负债和股东权益	9290.58	8496.92	11970.67	13363.74	毛利率	0.08	0.10	0.11	0.12
					净利率	0.04	0.05	0.07	0.08
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.07	0.09	0.09	0.11
经营活动现金流	-510.04	598.13	187.34	285.89	ROIC	0.13	0.11	0.13	0.13
净利润	347.55	507.45	814.39	1126.69	偿债能力				
折旧摊销	25.83	30.18	35.47	67.99	资产负债率	0.44	0.33	0.23	0.22
财务费用	167.44	75.36	36.24	29.13	净负债比率	0.62	0.34	0.18	0.16
投资损失	-23.06	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.15	2.55	3.95	3.64
营运资金变动	-1018.70	-4.82	-688.64	-927.83	速动比率	1.77	2.10	3.35	2.98
其他	-9.10	-10.04	-10.11	-10.09	营运能力				
投资活动现金流	-808.12	-1089.50	-684.02	-1166.03	总资产周转率	1.37	1.08	1.16	1.18
资本支出	-37.85	-1089.50	-684.02	-1166.03	应收账款周转率	14.98	15.56	16.55	16.65
长期投资	-770.53	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	52.82	46.91	61.31	62.29
其他	0.26	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	4728.66	-1382.58	2434.47	-29.13	每股收益	0.23	0.34	0.49	0.67
短期借款	0.00	-1293.42	-287.18	0.00	每股经营现金	-0.34	0.40	0.11	0.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.48	3.82	5.54	6.21
普通股增加	3265.00	0.00	2757.88	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-81.85	-73.54	-76.31	P/E	0.00	48.18	33.71	24.37
其他	1463.66	-7.31	37.31	47.18	P/B	0.00	4.30	2.96	2.64
现金净增加额	3410.50	-1873.95	1937.79	-909.26	EV/EBITDA	-1.02	-0.10	-2.10	-0.93

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com