

# 金鳳珠寶：股價被嚴重低估的納斯達克上市公司

——金鳳珠寶(KGJI.NDAQ)投資價值分析報告

## 投資要點

### 一、公司篇：立足黃金製造，向黃金批發零售及投資品領域滲透

#### 1.1 公司簡介：黃金首飾製造行業的翹楚

武漢金鳳珠寶有限公司(以下簡稱金鳳珠寶或公司)是國內領先的黃金首飾製造與批發銷售企業，最早成立於2002年8月，2010年在美国納斯達克上市，股票簡稱KGJI。經過10多年的經營，金鳳珠寶已發展成為集黃金首飾設計、加工製造和批發銷售為一體的業內翹楚。截至2011年底，公司的年加工黃金總量為30噸，約占中國黃金首飾市場份額的6%，行業地位突出。

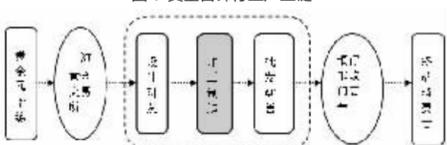
金鳳珠寶始終奉行設計和加工技術領先的理念，堅持用現代的機械化專用設備改造傳統黃金首飾生產方式。目前公司的黃金首飾款式設計能力、加工專有技術、生產過程自動化程度、生產效率和培訓體系等，在黃金首飾製造行業中均處於領先地位；近年來，金鳳珠寶在研發創新上加大了投入並取得了較好的成果。自2010年上市以來，公司新申請各類國家專利就達到5項。公司還設計開發了一系列受歡迎的黃金鑲嵌珠寶的特色產品，這些開發產品是在傳統純金產品的基礎上，具有純金的價格和珠寶的外觀，相比其他品類鑲嵌產品更具競爭力；不仅如此，公司還加強了各類投資金條、金幣以及高檔黃金工藝品等產品的设计开发，以满足客户和市场需求。

凭借过硬的设计、加工和技术开发能力，金鳳珠寶在全国大型黄金珠宝批發零售客戶中具有極高的聲譽，生產的黃金首飾是許多單位的免稅產品，這些客戶包括上海老鳳祥、深圳粵豪等國內知名黃金零售品牌；金鳳珠寶還是中國珠寶玉石協會的副會長單位，其“金鳳”牌系列黃金首飾連續被國家質檢總局、中國名牌戰略推進委員會評為中國名牌，公司還被授予“中國珠寶首飾業馳名品牌”和“湖北名牌”產品。

#### 1.2 公司競爭優勢：擁有全方位競爭優勢的黃金珠寶製造企業

黃金產業鏈包括冶煉、設計、加工製造和零售三個環節，各環節均有自己獨立的品牌企業。如原料環節的中金黃金、山東黃金、紫金礦業等；加工製造環節的金鳳珠寶、金葉珠寶等；零售環節的老鳳祥、周大福、周生生等。一方面，目前國內大型零售和批發企業基本不從事黃金首飾製造，主要委託大型黃金製造企業加工或從這些企業購入，而其選擇的加工製造商必須是具有一流的加工技術、生產和設計能力，並且在行業內具有較高聲譽的企業；另一方面，具有一定設計、品牌、資金實力的加工製造企業也在積極將自己的業務向下游零售業延伸，如金鳳珠寶、金葉珠寶等。

圖1：黃金首飾行業產業鏈



說明：虛線內為金鳳珠寶涉及的領域；有顏色部分為金鳳珠寶目前主要業務

由於准入門檻較低，我國從事黃金首飾加工製造業務的企業眾多。據粗略統計，中國目前涉及黃金首飾製造業務的企業近8000家，其中專業從事黃金首飾製造的企業也達到1500家之多。但行業內的企業普遍規模偏小，以20人以下的手工作坊式的小企業居多，真正形成規模，具有競爭實力的企業少之又少，行業集中度非常之低。長期來看，黃金首飾加工行業集中度不斷提升將是大勢所趨，只有那些在設計、技術、融資等方面擁有全方位競爭優勢的企業才能在將來的競爭中立於不敗之地。

我們認為，單從黃金製品加工製造環節看，金鳳珠寶在款式設計、加工技術、融資渠道等方面有著國內大多數企業無法比擬的競爭優勢，這些優勢使得公司黃金加工製造業務收入持續增長，也構成了公司向零售、投資、文化收藏領域擴張的資本。

#### 1.2.1 強大的品牌優勢

金鳳珠寶為黃金首飾製造行業的領先品牌，在國內大型批發和零售商中均享有較高的聲譽。公司的“金鳳”牌系列黃金首飾連續被國家質檢總局、中國名牌戰略推進委員會評為“中國名牌”。此外，公司還被授予“湖北名牌”、“中國珠寶首飾業馳名品牌”等榮譽稱號。

凭借良好的品牌优势和在業內的口碑，公司形成了強大的客戶資源優勢，其客戶囊括了包括上海老鳳祥、深圳粵豪等國內一線知名黃金零售品牌。正因如此，金鳳珠寶生產的產品常年供不應求，經常需要採用外協加工的方式，在保證品質的前提下借用其他廠家的生產能力來滿足客戶的購貨需求。

#### 1.2.2 行業領先的技術、設計能力

在加工技術方面，金鳳珠寶通過自主研發掌握了黃金首飾製造中的各項關鍵技術(包括千足金鑲嵌技術、開膜技術、焊接技術、車花技術等)其製造技術在行業內處於絕對領先位置。過硬的技術也是金鳳珠寶獲得眾多客戶青睞的基礎，憑藉其穩定且過硬的加工技術和質量，公司生產的產品是許多下游客戶的免稅產品。

然而，如今黃金珠寶加工行業的競爭除了體現在加工技術方面，還體現在企業的款式設計能力。一方面，越來越多的下游零售企業期望尋找一家有能力為自己分擔部分款式設計工作的加工製造企業作為自己的長期合作夥伴，因此，具有一定款式設計能力的大型黃金珠寶加工企業更受客戶青睞；另一方面，款式設計能力較強的加工製造企業，也更有能力憑藉自身的優勢，將產業鏈向下游延伸。

值得關注的是，金鳳珠寶的研發設計能力在國內黃金加工企業中一直處於領先地位，公司的設計部門隨時研究市場動態，平均每年設

■金鳳珠寶是國內領先的黃金及白金首飾加工製造與批發銷售的企業，於2010年在納斯達克上市，股票簡稱KGJI。公司2012年年加工黃金總量為37.7噸，約占中國黃金首飾市場份額的6%，行業地位突出。金鳳珠寶在全國大型黃金珠寶批發零售客戶中具有極高的聲譽，生產的黃金首飾是許多單位的免稅產品，客戶包括上海老鳳祥、深圳粵豪等國內知名黃金珠寶零售品牌企業。

■公司的運營效率突出。公司2009年—2011年的存貨周轉率分別為9.27、12.16和9.67倍，明顯優於同行。而同樣以黃金首飾加工為主業的A股上市公司“金葉珠寶”2009年—2011年的存貨周轉率分別為3.02、1.54和4.19倍；國內黃金珠寶零售行業的老牌企業“老鳳祥”2009年—2011年的存貨周轉率也僅為5.92、4.90、5.01倍；另一家在A股上市的金鳳珠寶零售品牌“明牌珠寶”的存貨周轉率則更低，2009年—2011年分別為2.58、2.60、2.65。不仅如此，金鳳珠寶還在2013年1月和3月分別與中國建設銀行和上海浦發銀行簽訂了黃金租賃協議，這些協議有望使金鳳珠寶獲得額外的黃金儲備，進一步加快公司庫存周轉，最終提升公司市場佔有率和盈利能力。

■為充分利用公司在製造加工領域的優勢地位和成本優勢，進一步增強盈利能力，金鳳珠寶開始向下游黃金珠寶零售領域發力，並取得了較好的成績；不仅如此，金鳳珠寶還強勢進入快速發展的黃金投資品市場，截止目前，金鳳珠寶的投資類產品業務已經擴展到全國7個省，銷售量超過1噸，隨著銷售渠道、產品和服務的不斷完善，預計銷量還將持續增長。

■金鳳珠寶股價被嚴重低估，給予公司股票買入評級。根據公司三季报，金鳳珠寶2012年三季度末1.65億美元的總資產中有1.42億美元屬於流動性極高且具有保值功能的黃金庫存，而公司三季末的負債總額僅為1085萬美元。此種情況下，即使不考慮公司固定資產、無形資產等資產的價值，用公司庫存黃金價值減去負債後的餘額也達到了1.31億美元，遠遠高於公司6639萬美元的市值水平。也就是說，如果以公司近期1.25美元/股的股價買入金鳳珠寶股票，在某種意義上相當於用5折的價格購入黃金。

計出的款式多達一萬多種，款式的數量和式樣都居行業領先地位，大部分款式深受消費者喜愛。

#### 1.2.3 突出的融資渠道優勢

作為一家上市公司，金鳳珠寶有著天然的融資渠道優勢，這種優勢是大多數中、小黃金加工企業無法企及的。自2010年在美国納斯達克上市之後，金鳳珠寶成功進行了大額資本市場融資：2011年，公司以3.19美元的價格增發720萬股，融資額超過2300萬美元；近期，公司又宣布與三名投資者簽訂定向增發協議，以每股1.8美元的價格，向三名投資者出售700萬股普通股，總融資額達1260萬美元。通過資本市場融資，金鳳珠寶順利解決了公司快速發展所面臨的資金瓶頸，使得公司在近兩年獲得了高速發展，遠遠將競爭對手甩在了身後。

#### 1.3 經營及財務情況分析

##### 1.3.1 營收、淨利雙雙高速增长，主營業務持續向好

從近三年的財務數據看，金鳳珠寶2009年—2011年營業額分別為2.5億美元、5.23億美元和7.89億美元，增長幅度分別為127%、109%和50.86%；與此同時，公司2009年—2011年的淨利潤分別為866萬美元、1816萬美元和2619萬美元，同比增長幅度分別為42%、110%和44.2%。公司近三年業績的高速增長主要源於黃金加工量的快速提升。數據顯示，2009年金鳳珠寶年加工黃金量只有15.4噸，2010年增長到25.7噸，2011年已達30噸，年均增長39.6%。

圖2：2009—2011年公司營業收入與淨利潤增長情況



資料來源：公司財務報表

除業務量增長較快外，公司的最終盈利受到金價波動的影響很小。金鳳珠寶的生產經營模式分為來料加工和購料加工兩種模式，這兩種模式下的黃金價格波動風險基本上全部轉移給了下游企業。

公司制定了嚴格的《風險庫存管理辦法》，辦法中規定了以下應對黃金原材料價格波動風險：(1)嚴格根據訂單組織生產和採購黃金原材料，縮短生產經營環節的周轉期，將接受訂單、採購黃金原材料到成品出售控制在5天以內，提高存貨的周轉速度，降低金價波動的影響天數；(2)購料加工業務中黃金原材料價格將全部與客戶約定為購料時期的黃金原材料價格，避免購料價格業務中黃金原材料價格波動的風險；(3)將風險庫存數量控制在安全範圍以內；(4)避免從事現貨黃金延期交收交易。

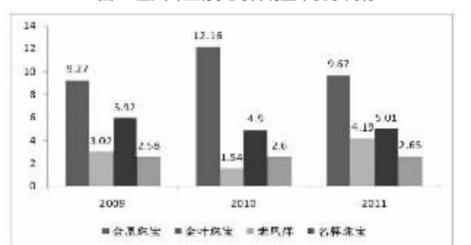
##### 1.3.2 運營效率領先同行

高周轉率是黃金加工企業的经营特征，存貨周轉率的高低是衡量一家企業盈利能力的重要標準之一。金鳳珠寶2011年的年黃金加工量達到30噸，而其2010年、2011年末的黃金庫存僅為1.5噸和3噸，存貨利用效率行業領先。數據顯示，公司2009年—2011年的存貨周轉率分別為9.27、12.16和9.67倍，明顯優於同行。而同樣以黃金首飾加工為主業的A股上市公司“金葉珠寶”2009年—2011年的存貨周轉率分別為3.02、1.54和4.19倍；而以零售為主的國內黃

金珠寶行業的老牌企業“老鳳祥”2009年—2011年的存貨周轉率也僅為5.92、4.90、5.01倍；另一家在A股上市的金鳳珠寶零售品牌“明牌珠寶”的存貨周轉率則更低，2009年—2011年分別為2.58、2.60、2.65，運營效率遠不及金鳳珠寶。存貨周轉率數據說明金鳳珠寶非常注重通過增加資金周轉率和運營效率來提升公司的盈利能力，且取得了較為理想的效果。

不仅如此，金鳳珠寶還在2013年1月與中國建設銀行簽訂黃金租賃協議，依據協議，建設銀行將向金鳳珠寶提供上限為2.5億元人民幣(約4020萬美元)的可重複使用的信用額度。3月5日，公司又與上海浦發銀行簽訂了上限為2.0億元人民幣的黃金租賃協議。上述協議有望使金鳳珠寶獲得額外的黃金儲備，滿足其營運資金需求，進一步加快公司庫存周轉，提升公司盈利能力。

圖3：金鳳珠寶存貨周轉率明顯優於同行



資料來源：相關公司財務報表

#### 1.3.3 利用自身優勢，強勢進入黃金零售和投資品市場

金鳳珠寶近年來強勢進入快速發展的黃金投資品市場。自2010年12月與中國招商銀行簽約，聯合推出投資類黃金金條之後，金鳳珠寶又先後與交通銀行、中信銀行、武漢農村商業銀行等金融機構聯合推出投資類黃金金條產品。截至目前，金鳳珠寶的投資類產品的業務已經擴展到全國7個省，銷售量超過1噸，隨著銷售渠道、產品和服務的不斷完善，預計銷量還會持續增長。同時，公司正在不斷地尋找其他銀行進行洽談，力爭與更多的銀行進行合作。通過與國內大型金融機構的合作與產品認證，意味著公司獲得了新的覆蓋全國的營銷網絡與平台資源，為公司新一輪業績增長奠定了堅實的基礎。預計今年公司在投資金條領域的銷售量會有大的提升，公司整體黃金銷售量可達50噸。

## 二、行業篇：我國黃金產業仍處於超長景氣周期

儘管我國黃金產業市場化的時間不算太長，但發展勢頭非常迅猛。到2009年，中國的黃金消費量已經達到了454噸，超過印度成為全球最大的黃金生產國和消費國。成為全球最大的黃金消費國後，中國的黃金消費量仍然保持高速增长，到2012年中國的黃金消費量再創新高，全國黃金消費量達832.18噸，同比增長9.35%。我們認為，國內黃金消費量和消費額持續攀升主要是黃金首飾、黃金投資和黃金收藏三個市場共同發力驅動所致。

#### 2.1 黃金首飾領域後續增長空間仍然巨大

隨著中國居民收入水平的提高，奢侈品消費逐漸被普通消費者所接受，國內黃金珠寶首飾市場日益升溫，是繼住房、汽車之後珠寶首飾成為我國消費者的第三大消費熱點。中國黃金協會報告顯示，

2012年全國黃金首飾消費量達502.75噸，同比增長10.09%，已超越印度成為全球金飾需求最大的單一市場。未來10年，受居民收入繼續增長、城鎮化進程加快和婚齡人口增加的影響，預計國內的黃金首飾市場將繼續保持高速增长。

儘管國內的黃金首飾消費總量已經非常龐大，但目前我國人均消費黃金量還遠遠低於世界平均水平，市場還存在非常巨大的發展空間。根據歐睿諮詢統計，2009年中國人均珠寶消費額僅有18.8美元，而美國和日本這一數值分別為154.7美元、89美元，是中國的8倍和5倍。從黃金的消費水平來看，情況也是一致，世界黃金協會統計數據顯示，2009年我國人均黃金消費僅有0.33克/人，而同屬亞洲的日本為1克/人、韓國為1.3克/人、台灣為1.4克/人。若未來我國人均珠寶消費水平能達到上述國家的水平，那麼我國珠寶需求將擴大5倍左右。

#### 2.2 通脹預期所致，黃金投資需求持續膨脹

除珠寶首飾外，黃金還具有典型的金融屬性，是唯一具有內在價值的金融資產，也是稀缺的全球戰略性資源。隨著近些年全球金融市場極不穩定，黃金作為最誠實的資產，被喻為經濟、金融安全的定海神針。在全球金融危機、歐債危機持續蔓延的背景下，黃金及其產品作為資產保值增值及規避金融風險的重要工具，其投資屬性和“藏金於民”的理念為越來越多人認可和接受，近年來，中國居民資產保值增值需求增加，而黃金具有較強的避險功能，正成為居民投資的熱門工具，黃金及相關產品投資需求保持持續增長。

黃金投資需求的增长主要体现在市场对金条需求的增加。数据显示，2010年—2012年，國內金條消費量分別為141.9噸、213.85噸和239.98噸，增長趨勢非常明顯。我們認為，在發達經濟體貨幣量寬松盛行、國內通脹壓力猶存、我國房地產投資受到抑制的情況下，黃金投資需求未來幾年仍將保持旺盛增長。

#### 2.3 文化金和收藏金，未來黃金市場增長的新亮點

中國自古以來就是一個崇尚黃金文化的國度，一向熱衷於具有文化載體的貴金屬工藝品的收藏。貴金屬工藝品是指以金、銀等貴金屬為載體，通過創意設計和現代工藝將貴金屬與中華文化融合而成的文化創意產品，其產品具有鮮明的文化屬性，表現出較高的設計價值、工藝價值和紀念價值。特別是黃金工藝品，蘊含豐富的文化內涵和設計理念，滿足消費者對黃金物質層面的消費需求，同時彰顯出黃金精神層面的藝術價值和收藏價值。

隨著時代和文化的發展，黃金工藝品的文化傳承與情感表達功能如今已經漸漸受到人們的重視，正在成為黃金產業中一個最新、最有潛力的消費熱點，市場發展空間無可估量。有報告顯示，近年來，國內的黃金工藝品在黃金產品中占的比例逐年快速上升，黃金工藝品年市場增長率超過50%，已成為黃金行業發展的助力器，對提升行業設計研發水平，推動黃金製品產業升級，增強消費者文化素養、傳播中國文化、傳承中華文明都具有重要的作用。

## 三、估值分析與投資建議

金鳳珠寶(KGJI)在納斯達克市場近期的股價為1.25美元/股左右，市盈率僅為2.27倍，以此計算的公司總市值為6639萬美元，遠遠低於公司1.54億美元的淨資產。我們認為金鳳珠寶的股價被嚴重低估，理由如下：

(1)根據公司三季报，金鳳珠寶2012年三季度末1.65億美元的總資產中有1.42億美元屬於流動性極高且具有保值功能的黃金庫存，而公司三季末的負債總額僅為1085萬美元。此種情況下，即使不考慮公司固定資產、無形資產等資產的價值，僅用公司庫存黃金價值減去負債後的餘額也達到了1.31億美元，遠遠高於公司6373萬美元的市值水平。也就是說，如果以公司近期1.25美元/股的股價買入金鳳珠寶股票，在某種意義上相當於用5折的價格購入黃金；

(2)從盈利能力和成長性方面看，金鳳珠寶近三年的營業收入和淨利潤雙雙實現高增長，年增幅在40%—130%之間，且未來增長空間較大。2011年，公司的淨利潤已經達到2619萬美元，以此計算的現行市盈率僅為2.4倍。儘管公司未來的淨利潤可能會受到金價波動的影響，但鑑於公司制定了完善的風險管理機制，預計公司未來利潤受金價波動的影響不會太大。因此，只要公司主業按預期發展，金鳳珠寶未來業績穩步增長的可能性較大；

(3)從運營效率方面看，金鳳珠寶的2009年—2011年的存貨周轉率分別為9.27、12.16和9.67倍，資金周轉遠高於同行。不仅如此，金鳳珠寶還在2013年1月與中國建設銀行簽訂黃金租賃協議，依據協議，建設銀行將向金鳳珠寶提供上限為2.5億元人民幣(約4020萬美元)的可重複使用的信用額度。3月5日，公司又與上海浦發銀行簽訂了上限為2.0億元人民幣的黃金租賃協議。上述協議有望使金鳳珠寶獲得額外的黃金儲備，滿足其營運資金需求，進一步加快公司庫存周轉，提升公司盈利能力。

(4)金鳳珠寶正積極進入黃金珠寶批發零售、黃金投資品市場，未來公司將獲得更多的利潤來源，增長空間迅速打開。為充分利用公司在製造加工領域的優勢地位和成本優勢，進一步增強公司的盈利能力，金鳳珠寶開始向下游黃金珠寶零售領域發力，並取得了較好的成績；另外，公司還強勢進入快速發展的黃金投資品市場，截止目前，金鳳珠寶的投資類產品業務已經擴展到全國7個省，銷售量超過1噸，隨著銷售渠道、產品和服務的不斷完善，預計銷量還會持續增長。

基於以上理由，我們認為金鳳珠寶(KGJI)在納斯達克市場的股價被嚴重低估，給予公司買入評級。

(深圳市懷新企業投資顧問有限公司)(CIS)

# 金光閃閃的奢侈品製造商：武漢金鳳

有一種消費品是生活必需品。

還有一種消費品叫奢侈品(Luxuries)！在中國，奢侈品是身份和地位的象征。正因此，麥肯錫預計未來中國奢侈品市場將迅速崛起，市場規模從2010年的800億元人民幣增長到2015年的1800億元人民幣。

面對歐債危機(The European Crisis)，國外大量奢侈品品牌將轉戰中國市場。2011年5月，復星收購Folli Follie集團9.5%的股權，成為該集團最大的戰略投資者。

麥肯錫最新發布的報告指出，中國奢侈品市場出現了市場總量迅速增長及消費者更加理性的雙重變化。報告預計，到2015年，中國將成為世界上最大的奢侈品消費國，占全球奢侈品20%以上市場份額。

隨著經濟水平的日益提高，居民可支配收入的增加，越來越多的

中層全體消費者會成為黃金、珠寶及其它奢侈品的消費主體。據不完整統計，在剛剛過去的中國新年春節，黃金珠寶的銷售額與去年同期相比，有約25%的增幅。

波士頓諮詢公司(Boston Consulting Group)的研究表明：The Market for luxury goods in BRIC country will grow over the next couple of years(金砖四國的奢侈品市場將在未來十年內持續增長)。據中國珠寶首飾管理中心統計，中國將在2020年成為世界上最大的珠寶消費市場。(Move over Japan, China is poised to become the world's largest luxury goods market in the next five to seven years. 一出自chinadaily)

根據2011年6月光大證券分析師唐佳睿的報告《熠熠生輝之朝陽行業，渠道和品牌優勢者勝出》之結論：我們認為具有完整產業鏈的企業將在洗牌過程中獲得更大的市場份額，而

不注重設計、品牌建設乏力、零售渠道狹窄的企業將在競爭中淘汰。

武漢金鳳通過與多家銀行的合作，將產生的銷售業務直接延伸到多家銀行的分行網點。2013年，將通過即將竣工的“金鳳珠寶城”項目極大地拓展企業的銷售渠道。

在此基礎上，武漢金鳳通過加強與國內主要珠寶首飾企業老鳳祥的深度合作(與上海老鳳祥首飾研究所有限公司有長達一年多的委託加工協議)，以加大企業產品的增量。

2012年10月，武漢金鳳成立了專門的策略(strategy)研究小組，已與意大利某知名珠寶企業進行併購或重組的前期接觸工作。擬定在2013年末或稍晚一些時間，利用意大利企業的品牌和設計師，為武漢金鳳的產品設計和研發增添亮麗的風采。

(作者：新君安金融有限公司(H.K.)，盧聖喜博士)(CIS)

