

富润金银首饰股份公司 (HSX 代码: PNJ)

首次报告 2018.07.09

建议:	买入
目标价格 (越盾):	110.000
涨价潜力:	33%
股息:	18%
股息收益率:	2,2%

最近 6 个月股价变动



2018.07.09 股票信息

目前价格 (越盾)	82.500
上市总股数	162.139.324
注册资金 (十亿越盾)	1.081,02
市值 (十亿越盾)	13.376,44
52 周高低位 (越盾)	63.000-137.100
%外国持有比例:	49%
%外国可持有比例:	100%

财务指标:

指标	2015	2016	2017
EPS (越盾)	614	4.126	6.370
BV (越盾)	13.383	15.267	27.285
股息(%)	15%	18%	20%
ROA(%)	2,6	13,73	17,94
ROE(%)	5,79	32,00	32,58

主营业

富润金银首饰股份公司 (PNJ) 成立于 1988 年 4 月 28 日, 专门从事制造和经营黄金、白银、珠宝首饰等。PNJ 目前管理和运营女性首饰制作工厂, 年产能超过 400 万件。

数据来源: VNCS 总结

PNJ 2018 年之乐观前景

富润金银首饰股份公司的一些财务指标

指标	2015	2016	2017	2018F
净收入 (十亿越盾)	7.706	8.565	10.977	13.727
增长收入	-16,2%	11,1%	28,2%	25,1%
毛利润 (十亿越盾)	1.168	1.411	1.912	2.471
毛利率	15,2%	16,5%	17,4%	18,0%
税后利润 (十亿越盾)	76	450	725	979
税后利润增长率	-70,5%	496,3%	60,9%	34,9%
税后利润率	1,0%	5,3%	6,6%	7,1%
每股收益 (越盾)	614	4.126	6.370	6.035

投资论点:

- 越南中产阶级人口的增加、人均收入及消费水平的大幅上涨均为金银首饰零售业市场与从事企业创造良好的发展条件。
- PNJ 为在越南首饰零售业中占据最大市场份额的企业, 其分店数量相当于其他三大首饰企业分店数量合计的两倍, 预计到 2020 年将与目前增加一倍至 500 家分店。这为保持 PNJ 未来财务业绩增长态势的条件之一。
- 拥有多元化产品结构的 PNJ 能够满足所有顾客的需求。这是因为 PNJ 自 2012 年已开设大规模经营工厂并重视投资于制造环节。
- 自从 2015 年越南央行宣布对东亚银行进行特殊管制以来, PNJ 已在 2016 年年底完成其对该银行的筹资计划。另外, 越南央行亦宣布不再“零越盾”收购该银行, 故这项投资资金将在未来增加 PNJ 的利润。
- 这些年来, PNJ 净收入、净利润和税后利润率均持续积极增长。截至 2018 年第一季度, 其已完成全年经营目标的 1/3。其全年增长率预计达高位至 35%。其平均股息率亦较高 (18%左右)。
- 此外, PNJ 的稳健财务状况体现在其总资产、负债和所有者权益近年来均保持高位, 其资产负债率和负债权益率亦处于低位。

投资风险:

- PNJ 的投资风险在于 2018 年前 5 个月工业增速放缓导致经济衰退之预测。然而, 拥有明细发展计划和品牌信誉的 PNJ 预计受此风险影响较小。

建议: 运用市盈率 P/E 和股权自由现金流模型 FCFE 的计算方法, 我们预计 PNJ 股的公允价值为 11 万越盾/股, 比 8.25 万越盾/股的市价高 33%。因此, 越南建设证券建议各位投资者对 PNJ 股进行中长期 (6-12 个月) 建仓投资。

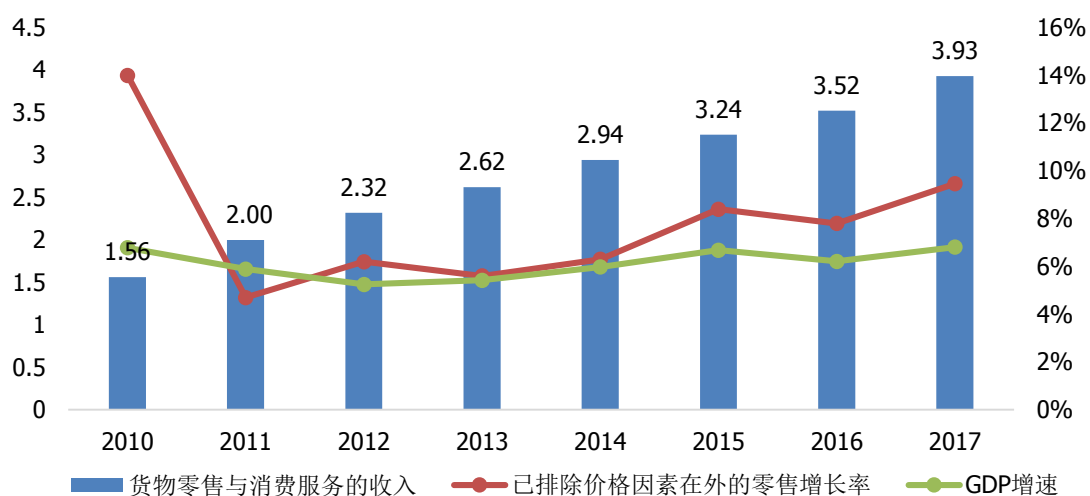
越南金银首饰行业和 PNJ 公司概况

越南零售业的巨大发展潜力

越南 2017 年零售业增长指数令人印象深刻

2017 年，越南零售商品与消费服务总额达最高峰至 3930 万亿越盾，同比增长 9.46%。可以看到，自 2012 年至今，零售增幅一直高于 GDP 增幅，两者差距率亦日益扩大。零售业在越南经济体占有重要作用，零售总值达整体 GDP 的 77%。据此，越南建设证券股份公司预测越南零售额在十到二十年后占整体 GDP 比重可达 100%。

货物零售与服务的总值



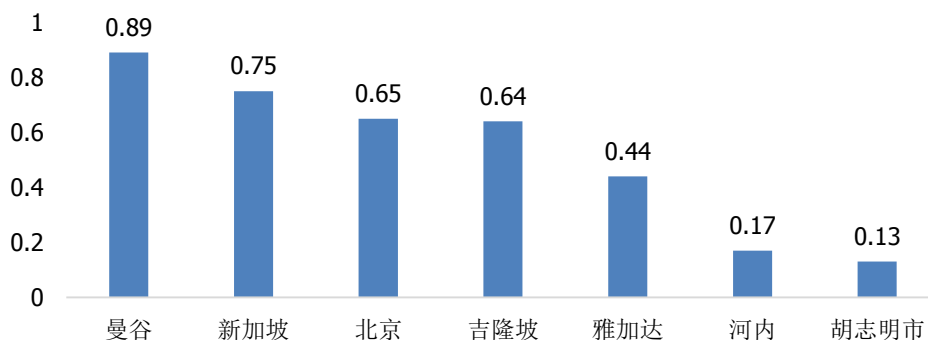
(数据来源: 越南国家统计局, VNCS 总结)

越南零售业未来发展机遇巨大

据第一太平戴维斯的调查，诸如河内市、胡志明市等越南各大城市的零售密度不到 0.2 平方米/人，仍远低于曼谷、北京、雅加达等亚洲大城市。因此，越南零售业未来还有巨大的发展空间。

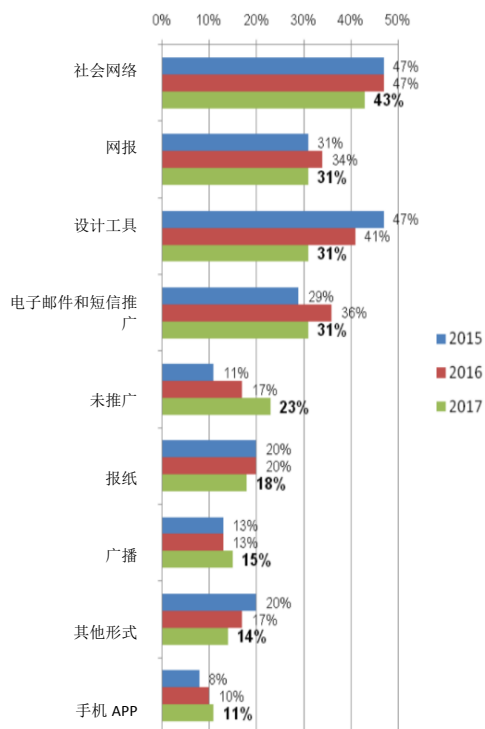
单位: 平方米/人

2016 年东亚一些城市的零售商密度



(数据来源: Savills 2016)

广告形式



(数据来源: VECOM)

随着零售业的不断增长，电子商务为必然的发展趋势

在全球上不断发展的电子商务被视为现代与未来的主要消费趋势。目前，电子商务占全球消费增长率的 36%。作为一个年轻人口的、具有占人口 53% 左右的长期互联网普及率（根据 2017 年越南信息传媒部的调查）以及较 2016 年增长 6 个百分点至 84% 的使用智能手机用户和功能手机用户之比例（根据越南 Nielsen 尼尔森的调查）的国家，越南在电子商务领域上具有巨大发展潜力。据越南电子商务协会（VECOM）2017 年越南电子商务行业的增长率超过 25%，该幅度在 2018-2020 年间预计保持不变。截至 2016 年底，越南电子商务的市场规模达约 40 亿美元，预计 2020-2022 年间会达 100 亿美元。

近几年来，Lazada、Tiki、Sendo、Shopee 等大量电子商务网站的成立促使了线上购物市场更加活跃，刺激不仅青年而且中年消费者在线上购物的需求日益增加。根据越南国家结算股份公司（NAPAS）的消息，2017 年，使用国内卡线上交易数量较 2016 年增长 50%，交易额涨至 75%。在线上推销领域上，一些企业的增长率达 100% 至 200%。各家企业的推广方式亦趋于利用各种社交网络工具和搜索工具。虽然手机应用广告的占比仍较少，但与其他广告方式相比，其增长正呈现乐观态势。

越南黄金市场纵观

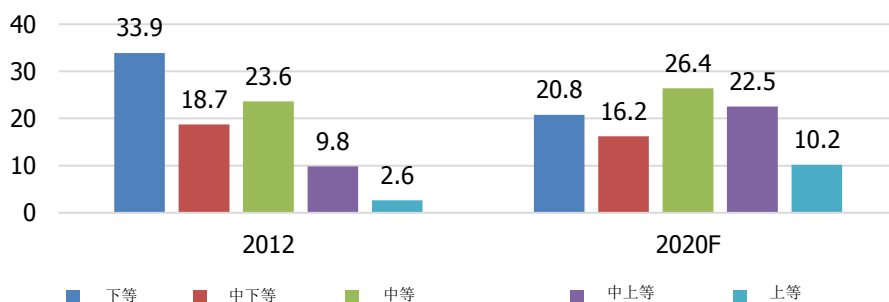
影响越南黄金市场的积极性关键因素

人数结构

据波士顿咨询集团（BCG）的计算，越南中等富裕阶层人口正在快速增加，预计至 2020 年约有 3300 万人，占越南总人口的 34%。据此，其年均增长率预达亚洲地区的最高顶峰至 12.9%（排名第二和第三的分别为印度尼西亚 8.4%/年和泰国 4.2%/年）。其强劲增长率将使面向中端富裕阶层如保健、美容、高仿等产品的购物需求增高。

单位：百万人

越南人口结构



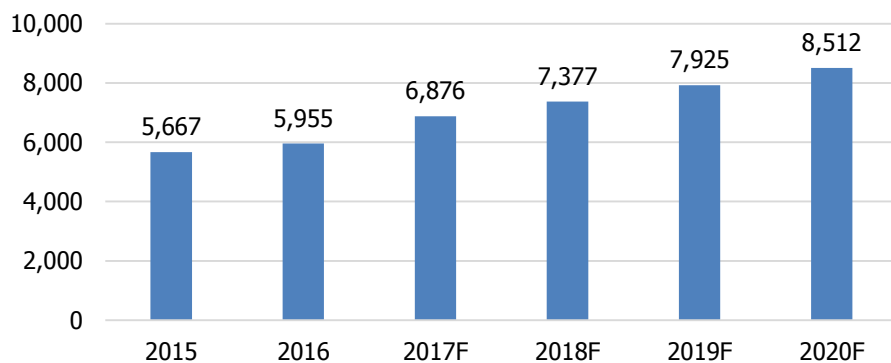
(数据来源: Boston Consulting Group (BCG))

消费习惯

在越南人口年龄结构正处于黄金时期和人民消费水平不断提高的背景下，越南市场的购买力亦显著提升。根据 Euromonitor 的报告，无论在城市还是农村地区，越南 2017 年居民消费支出均急剧增加，预计在未来几年将继续保持快速增长态势。此外，越南统计局最近公布的数据显示，越南 2017 年的 GDP 预达 6876 美元/人，到 2018 年将继续增至 7377 美元/人。

单位：美元

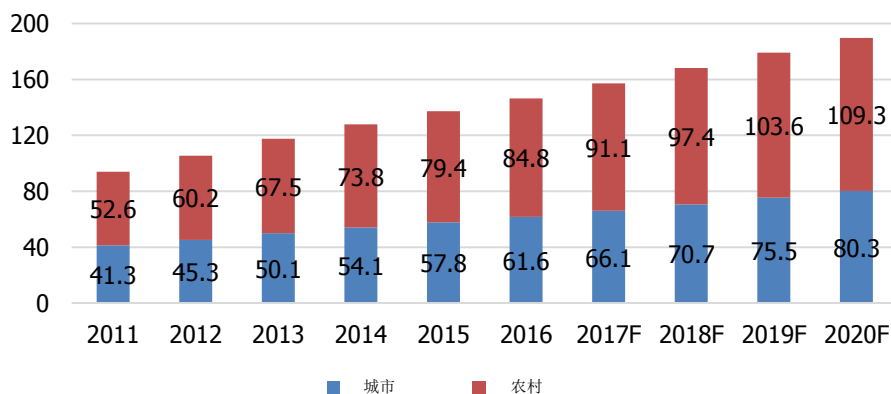
越南人均GDP



(数据来源：越南国家统计局)

单位：十亿美元

越南居民消费支出



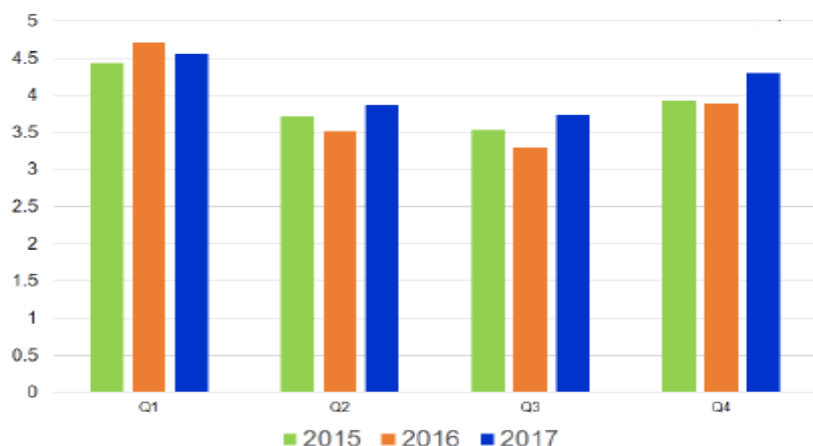
(数据来源：Euromoinitor)

越南黄金首饰需求日益增加

根据世界黄金协会 (WGC) 的报告，2017 年全球黄金首饰需求量同比增长 4% 至 2135.5 吨。其中，2017 年越南市场对黄金首饰的需求同比增长 7% 至 16.5 吨，尤其是当年第四季度其增长率达年内最高水平。

单位：吨

越南金饰需求量

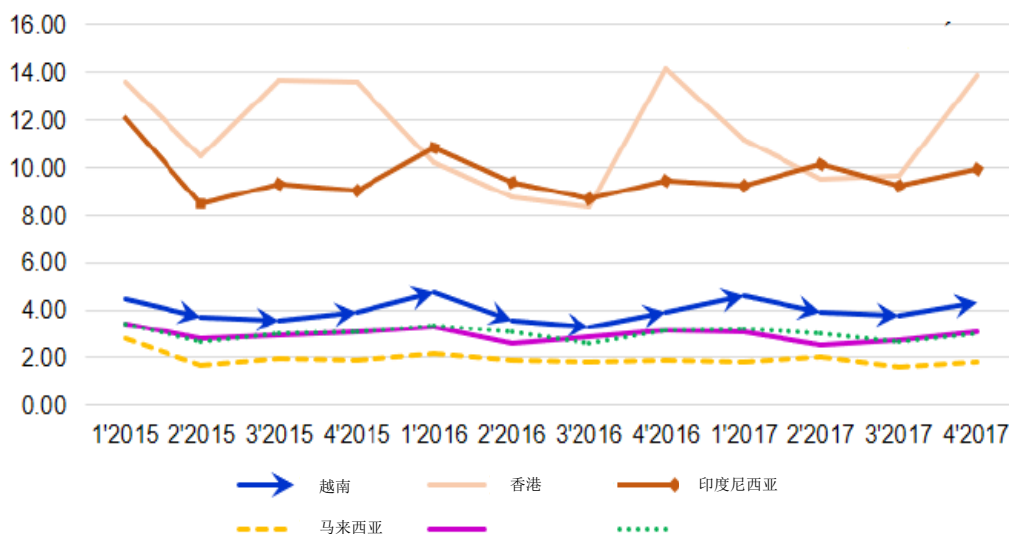


(数据来源：世界黄金协会报告年度报告)

除香港和印度尼西亚之外，越南市场的首饰需求量一直高于东亚其他国家地区，值得注意的是在 2017 年这一幅度亦继续拉大。WGC 也表示，2017 年，在本地区内大量国家的黄金需求量均下降的背景下，仅有香港和越南两个市场的黄金需求量增速超过 2016 年的水平。

单位：吨

东亚各国的金饰需求总量



(数据来源：世界黄金协会报告年度报告)

单位：美元

2016 年亚洲一些国家的黄金销售量



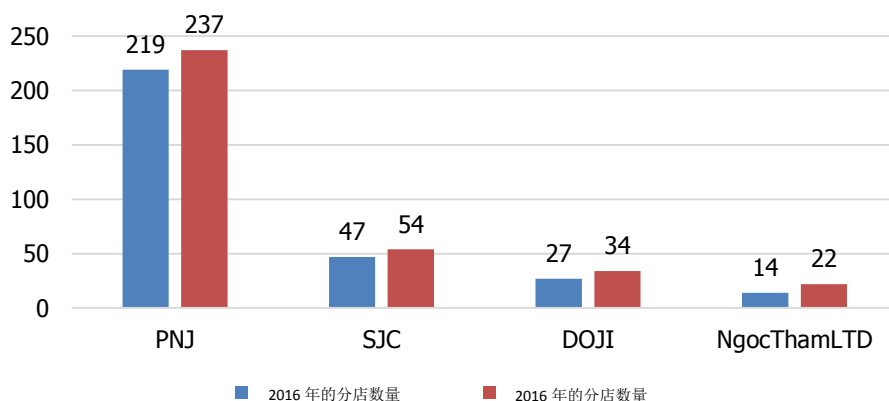
(数据来源: BMI)

当前黄金首饰市场的市场份额结构

之前，根据越南黄金协会的估计，诸如 PNJ、DOJI、SJC、明珠宝信等拥有分店系统的大型首饰企业仅占越南首饰行业零售市场份额的 20% 左右，剩余的 80% 归属于各家小型公司和家庭商店。然而，自 2013 年越南计划投资部颁布的第 22/2013/TTBKH 号公告正式生效之后，大型企业纷纷重新夺回小型零售店的市场份额。

如上所述，各大型首饰企业正在不断扩大其分店网络以获得小型零售店的市场份额。PNJ 是越南全国拥有最多分店的首饰公司，截至 2017 年 8 月其分店数量为 237 家，相当于其他三大品牌合计分店数量的两倍。根据其业务计划，这一数量在未来将继续强劲增长。

金银首饰各大企业的分店数量



(数据来源: VNCS 总结)

结论

总体而言，越南零售市场尤其是越南首饰零售市场的潜力较大，预测在未来几年将继续保持强劲增长态势，从而为相关从事企业带来巨大机遇。

富润金银首饰股份公司 PNJ 纵观

成立与发展历史

- 1988 年 04 月 28 日：富润金银首饰 PNJ 商店正式开店。
- 1992 年：富润金银首饰公司正式成立。
- 2001 年：PNJ Silver 品牌诞生。
- 2009 年：PNJ 股票正式在胡志明市证券交易所上市，至今其为越南第一和唯一首饰公司在证券交易所上市。
- 2009 年 08 月：CAO 首饰一成员有限公司正式成立。
- 2012 年：开设 PNJ 女饰厂，其投资总金额为 1200 亿越盾，生产效率为 400 万产品/年
- 2013 年：在胡志明市富润郡阮文追路 52A-52B 号开设全系统最大的装饰、钻石和手表中心。

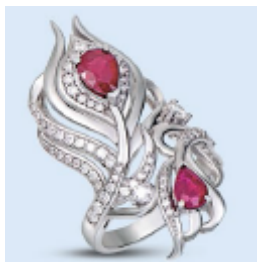
经营业务

- 加工、经营金银珠宝首饰
- 经营手表和其他配饰
- 钻石、石宝贵金属检测服务
- 按房地产法租赁房子

PNJ 品牌与服务

PNJ 黄金首饰品牌

自 1988 年成立以来，PNJ 的黄金首饰品牌一直努力、不断创新以提供数百品种多样、款式精彩的金饰集锦。



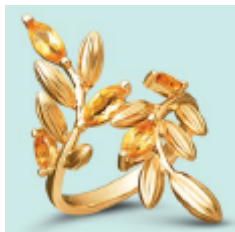
PNJSILVER 白银首饰与配饰品牌

PNJSilver 于 2001 年入驻越南首饰市场。其像一位紧跟趋势、引领潮流的“美女”，拥有奇妙多样的银饰集锦。



CAO FINE JEWELLERY 首饰品牌

于 2005 年推出的 CAO 高端首饰产品由 18K 黄金和鲜艳色彩的钻石、珠宝制成。



JEMMA 首饰与配饰品牌

诞生于 2009 年的 JEMMA 品牌受到全球时尚配饰日益流行的启发，其产品具有时尚现代的风格设计并采用如白银、高端合金及各种半宝石等繁多材料制造。





企业礼品服务

PNJ 是在越南市场为企业客户制定礼品服务的先驱品牌之一。

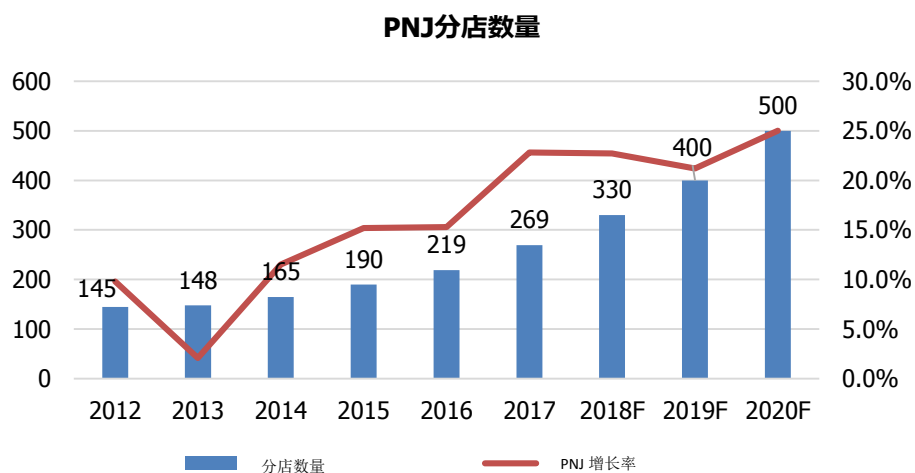
PNJ 企业礼品服务包括感恩礼品、风水吉祥物礼品、活动礼品、黄金礼品、高端礼品等 5 种主要礼品。

钻石、珠宝、贵金属检测服务

现为越南龙头检测公司，PNJLab 亦为按 ISO/IEC 17025 国际标准成功建立及运营的少数越南检测公司之一。

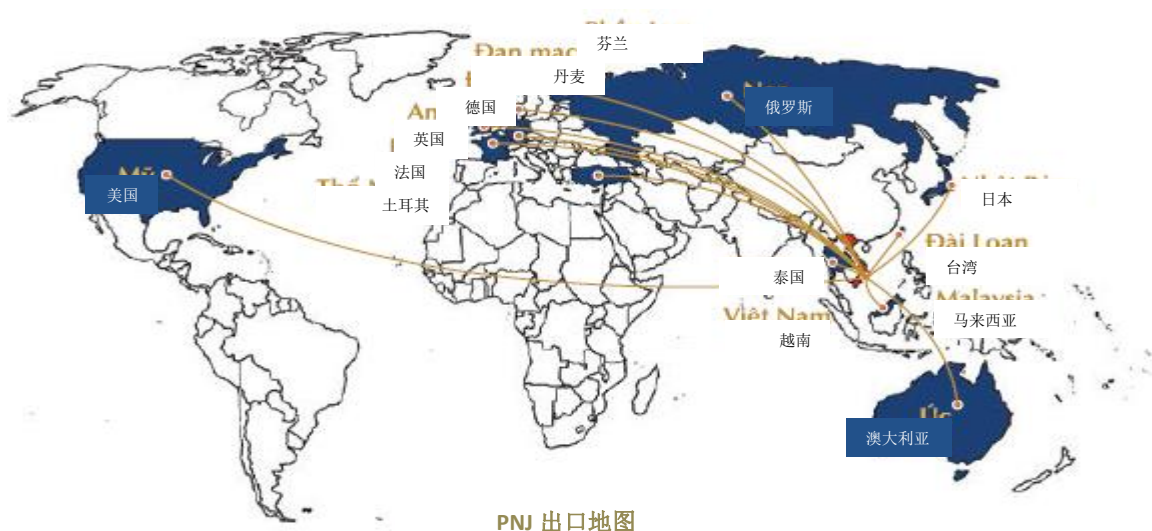
PNJ 分店系统

截至 2017 年底，PNJ 在越南共有 269 家分店。据统计，其分店覆盖越南全国 48/63 省市并占全国主要市场份额的 90%。其目标为到 2018 年和 2020 年将分店数量分别增至 330 和 500 家。



(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

除越南国内市场外，PNJ 产品已出口到世界四大洲的 13 个国家。



世界四大洲的 13 个国家

(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

PNJ 股东结构

PNJ 截至 2018 年 6 月 6 月的最新所有权结构如下:

序号	股东结构	股票数量	百分率
1	流通股数量	108,101,325	100.0%
2	大股东持股比例	37,344,016	36.8%
	国内股东	2,463,878	2.5%
	境外股东	34,880,138	34.3%
3	公司管理层和相关人士持股比例	24,695,899	22.8%
4	其他持股比例	46,061,410	40.4%

* PNJ 前 10 名持股最多的股东名单:

	股东	股票数量	百分率
1	LGM Investments Limited	4,898,940	4.98%
2	Vietnam Investment Limited	3,731,503	3.80%
3	Route One Investment Company	3,655,010	3.72%
4	Asia Value Investment Limited	3,494,383	3.56%
5	Vietnam Enterprise Investments Limited	3,242,000	2.99%
6	VOF Investment Limited	2,937,600	2.72%
7	Wareham Group Limited	2,545,307	2.35%
8	Deutsche Asset Management (Asia) Limited	2,093,620	2.13%
9	Venner Group Limited	1,970,241	2.00%
10	Norges Bank	1,331,292	1.23%

* PNJ 前 10 名持股最多的领导名单:

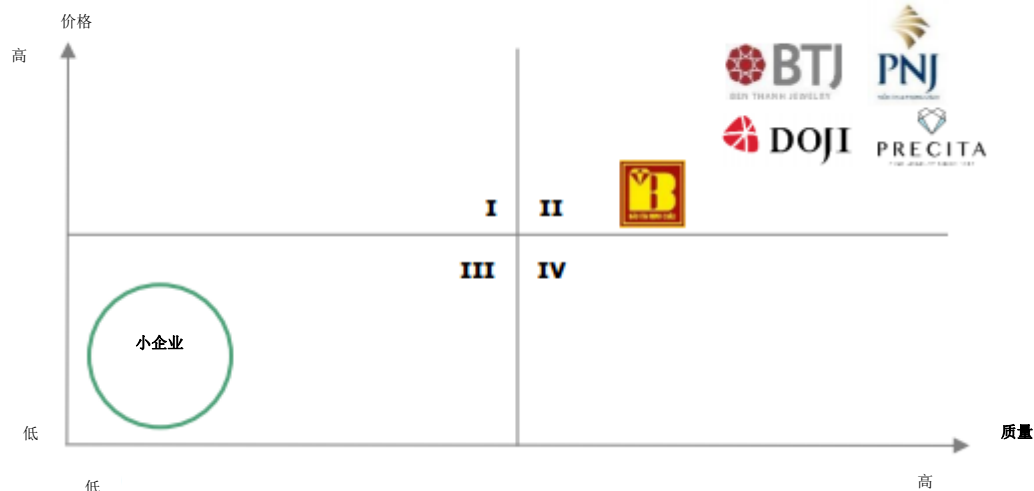
STT	股东	岗位	关系	股票数量	百分率
1	高氏玉蓉	董事长/总经理		9,966,714	9.22%
2	陈芳玉茱	董事长/总经理	子女	3,625,436	3.35%
3	陈芳玉草	董事长/总经理	子女	2,370,700	2.19%
4	范翠兰英	副总经理	妻子	2,048,401	1.89%
5	高玉维	董事长/总经理	弟弟	1,133,741	1.05%
6	黎有幸	董事会成员/副总经理		1,021,800	0.95%
7	阮氏菊	董事会成员/副总经理/负责公布信息		942,496	0.87%
8	阮武潘	副总经理		896,996	0.83%
9	范氏美幸	董事会成员/副总经理		541,288	0.50%
10	陈阮琼英	董事会成员/副总经理/负责公布信息	子女	468,000	0.43%

(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

PNJ 在越南首饰零售行业中之地位

根据 WGC 的统计，PNJ 在 2017 年占越南首饰零售行业市场份额的 28.2%，同比增长 1.7%。其两大竞争对手 DOJI 和滨城珠宝（Precita 品牌）的产品价格和款式具有竞争力，但分店系统规模并不如其。在越南市场，其被评估为全国具有最大分店系统的首饰经营企业。

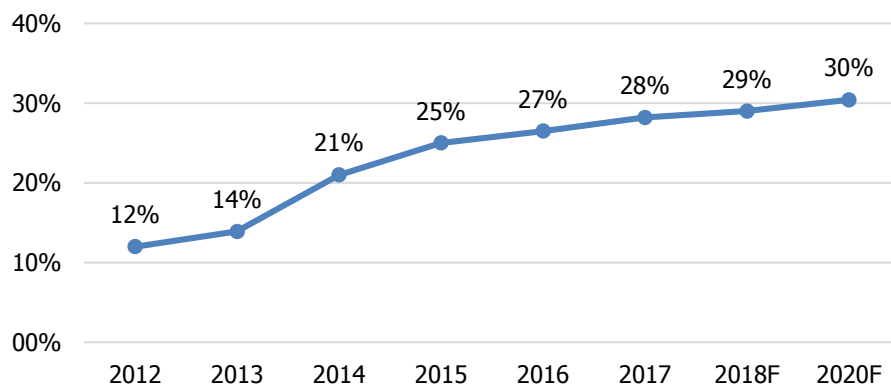
越南首饰零售业定位



(来源: VNCS 总结)

根据评估，若按计划完成 PNJ 扩大分店系统的进度，PNJ 市场份额在 2018 年和 2020 年可分别增至 29% 和 30.4%。

PNJ 市场占有率



(数据来源: 世界黄金协会, VNCS 总结)

顾客对 PNJ 各女饰品品牌的满意程度评价 (以结婚戒指为代表):

品牌	诚信度	品牌品质	款式设计	多样性	价格	优惠和 保险制度	回购价格
宝信明珠	++	++	-	-	-	-	-
Doji	++	++	++	+	-	++	++
富贵	-	-	+	-	++	-	-
Sky - Mond	-	+	+	+	+	++	-
钻石世界	++	++	+	-	-	-	+
Golden Dew	+	++	+	+	-	-	-
As-me Estelle	++	++	+	-	-	-	-
SJC	++	+	+	-	-	+	+
PNJ	++	+	++	++	+	++	++

(资料来源: Toplist.vn, webtretho.com)

顾客对 PNJ 各女饰品品牌的满意程度评价结果较好。可以看到, PNJ 比越南其他首饰企业更有优势。

在 PNJ 不断努力下, 其市场份额持续攀升助其龙头地位日益稳固。此外, PNJ 获得许多奖项:

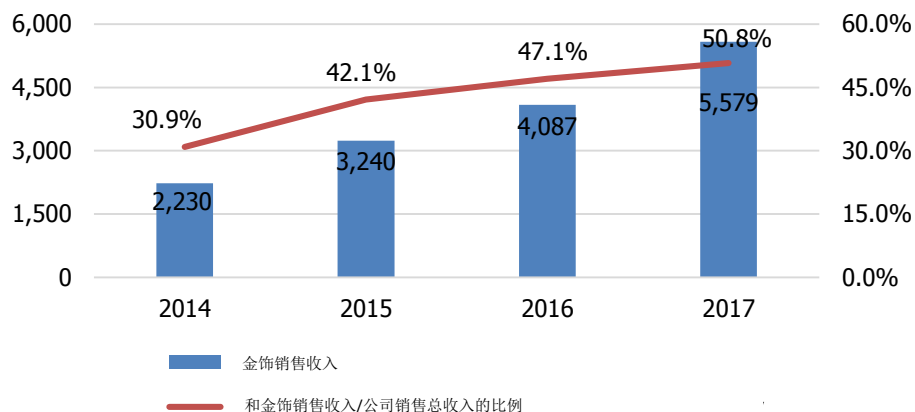
- 《亚洲珠宝 JNA》著名杂志授予的东盟首饰企业优秀奖;
- 由 JNA 赠予的亚洲首饰零售企业前 3 名;
- 2016 年越南可持续发展企业 100 强的前 10 名;
- 2017 年越南最有价值品牌 50 强;
- 连续 20 年荣获“越南优质商品”称号;
- 连续 4 次荣获“越南国家品牌大奖”;
- 2017 年上市公司诚信企业 10 强;
- 专注提供关于世界各工业分析报告的领先组织 Plimsoll World 评价 PNJ 为世界上规模最大的第三大首饰加工公司, 其加工厂面积为 1.2500 平方米, 拥有 1000 位珠宝匠(其中约 160 位珠宝匠被列为占越南艺人总人数 70%的“珠宝艺人”名单), 总功率 400 万产品/年。

2017 年 PNJ 的主营活动

黄金首饰零售经营

不断努力发展主营业务(金银首饰零售经营), PNJ 在 2017 年已取得突出成就, 具体为其 2017 年黄金首饰零售的收入同比增长 36.5%至 5.597 万亿越盾, 占全公司总收入的 50%, 其合计利润亦同比增长近 36%。

PNJ金饰零售销售收入 (十亿越盾)
和金饰销售收入/公司销售总收入的比率



(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

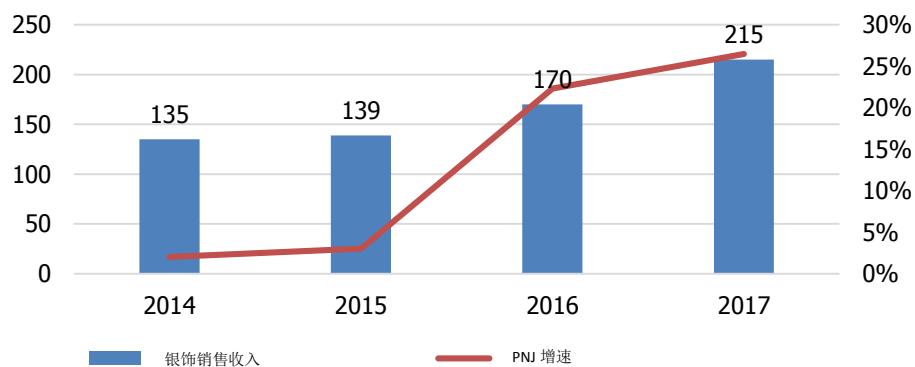
该成果是建立在 PNJ 近年来成功研究及应用商品策略与推广策略调整的基础上, 其中, 值得一提的是 PNJ 从 2012 年来已调整经营策略为“零售公司”模式, 给该公司在 2013 年至 2017 年间带来了显著成效。

PNJSILVER 白银首饰零售经营

像金饰一样, 银饰零售市场亦碰到各类似品牌及其产品的激烈竞争。然而, 凭借长期策略与充分准备, PNJSilver 将继续保持其品牌形象并肯定其在越南高档首饰市场的地位, 与此同时, 公司收入亦逐年增加, 其 2017 年的收入达到 215 亿越盾 (同比增长 26.4%)。

单位: 十亿越盾

PNJ银饰零售销售收入



(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

这一突破增长率已充分反映 PNJ 的不懈努力, 体现在其所开展的推广及营销活动。

制造、生产与批发活动

2017 年标志着 PNJ 在制造、生产与批发业务的成功。在制造及生产活动中, 提高生产管理能力和工作取得了可喜的成果, 珠宝首饰厂的生产率与

2016 年相比增长了 10%，年均增长率提升为 5%，该活动的收入亦比 2016 年增加了 18%。

电子商务 - Ecommerce

目前在第四次工业革命蓬勃发展时代，推广活动与电子商务仍然是 PNJ 集中投资与开发的重点。

2017 年，PNJ 共有 43 个推广项目，网络营销所吸引的客户数量达 450 万人次，其中新客户 230 万人次，促使网络营销客户数量增长 41%，网络营销收入达 260 亿越盾，同比增长 70%，超过既定目标的 20%。



在越南消费者通过现代购物渠道购买首饰消费习惯日益增加的背景下，上述结果具有巨大意义，从制定推广计划到选择推广渠道等工作都初步显示 PNJ 已掌握好市场需求变动趋势与现代消费行为。

PNJ 子公司的经营活动

CAO 公司的经营活动

作为专门销售高档首饰的一家公司，截至 2017 年年底，CAO 公司在胡志明市已有 3 家分店，在河内市有一家分店。2017 年 CAO 公司的主要目标为完善运营模式并巩固分店系统。2017 年 CAO 公司的收入达 710 亿越盾（同比增长 20%），其毛利率为 26%。

ORIENTAL 集锦以各类独特宝石首饰产品已取得巨大成功，给顾客带来新颖的感受，从而确定了 CAO 公司在越南市场高档品牌群体中的位置。

此外，坐落在胡志明市二征夫人街的 CAO 分店于 2016 年 7 月开业，至今已稳定运营，为公司总收入贡献 46%。

PNJLAB 检测公司 (PNJL) 的经营活动

2017 年，PNJL 继续证明自己在珠宝检测市场的巨大潜力，具体，2017 年其收入同比增长 21.9% 至 217 亿越盾，2017 年税后利润同比增长 14.6% 至 90 亿越盾（2016 年为 78.5 亿越盾）。

2017 年受检测的产品数量上涨 21.35%，其中钻石产品的检测数量增长 20.3%，可见，检测需求乃至首饰需求均日益上升，故在未来期间，PNJ 仍有诸多扩大市场的机会。

PNJL 是越南宝石检测行业中的唯一单位获得国际标准化组织 ISO 关于实验室质量管理体系的验证证书和校准。

PNJ 的发展方向

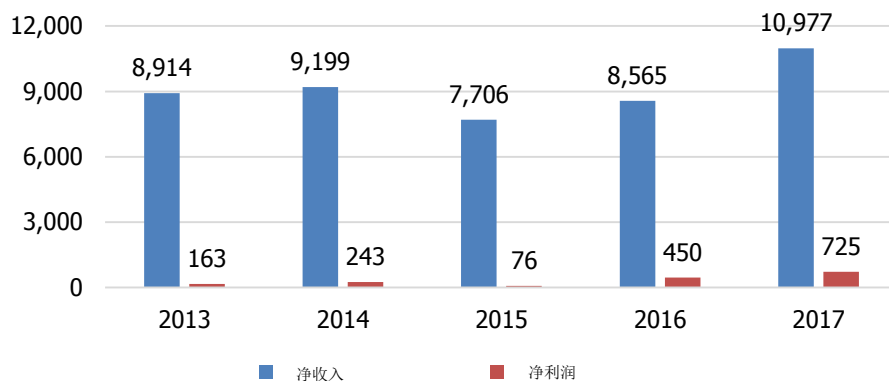
- 预计在 2018 年将继续开设 40 家分店。
- 预计将女性饰品企业分开成装饰制作与经营一人有限公司 PNJ，为机械设备与生产线投入资金（预计 380 亿越盾）。
- 预计成立子公司：顾客纪元一人有限公司（Customer Era）。
- 投资于信息技术基础：
 - ✓ 新企业资源计划系统包括：软件版权，展开咨询、硬件与基础设施，预计 650 万美元（在 2018 年与 2019 年）。
 - ✓ 数字化转型：客户关系管理、射频识别约 180 万美元（在 2018 年与 2019 年）。
- 关于财务，PNJ 已提出 2017–2022 年间的发展战略，具体如下：
 - ✓ 首饰收入年均增长率为 20%。
 - ✓ 全公司毛利润年均增长率为 20%。
 - ✓ 税后利润年均增长率为 20%。
 - ✓ 资产收益率年均增长率为 5%。
 - ✓ 净资产收益率年均增长率为 5%。

PNJ 经营活动情况更新与评价

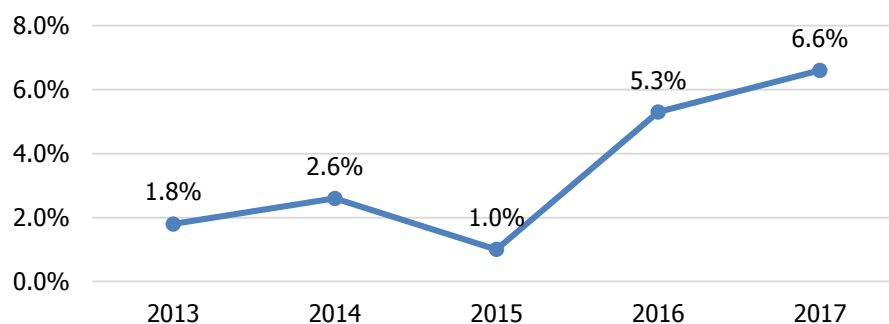
企业经营管理活动结果

PNJ 最近 5 年的收入显示，其盈利能力指标仍保持积极增长态势。净收入从 2013 年至 2017 年增长从 8.914 万亿越盾到 10.977 万亿越盾，达到 2017 年增长最高的 28%—基于首饰零售领域的迅速增长（金子和银子首饰零售收入增长率比 2017 增加分别为 39%和 30%）；分店数量增加 215 家到 269 家，其中金子分店 202 家、银子分店 63 家、CAO 分店 4 家）。然而，PNJ 的 2015 年净收入增长率却同比下降 16%，导致净收入下降主要原因是在 2015 年，PNJ 对石油、天然气和煤气钢瓶皮等产品停止经营活动，集中发展首饰及配件经营领域。尽管如此，2015 年 PNJ 首饰及配件经营领域的净收入增长率仍同比增长 7%。从实际可见，PNJ 在其主要经营领域中仍保持良好增长态势。

净收入和净利润



净利润率

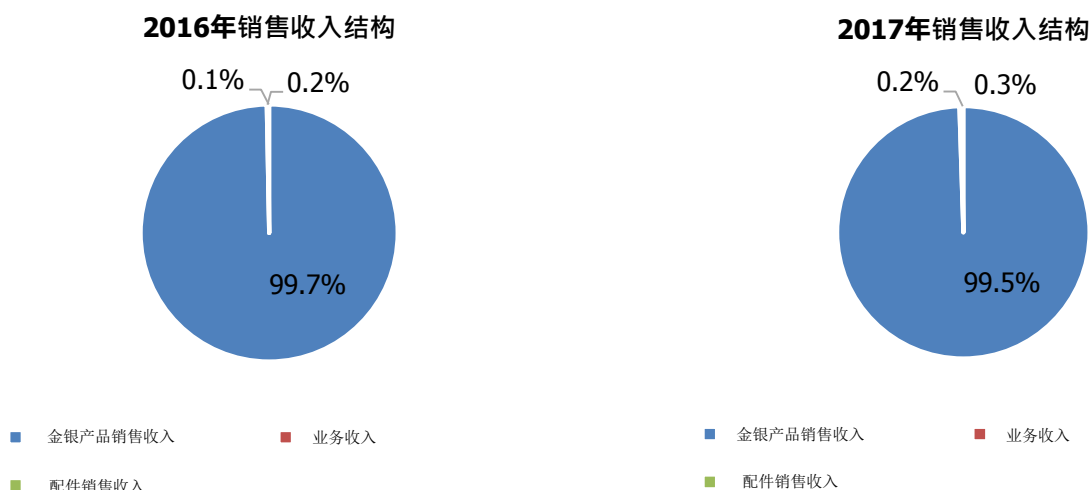


(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

净利润大幅度增长, 从 2013 年的 1630 亿越盾增长到 2017 年的 7250 亿越盾, 年均复合增长率为 45%。基于完成了 2016 年在东亚银行的投资储备及成功增多所有者权益, 在 2017 年, PNJ 增长率达 61%, 有助于 PNJ 的净利润一向保持正增长态势, 其在 2016 年和 2017 年的增长率分别为 5.3% 和 6.6%。这些指数显示 PNJ 的经营效率不断提升。

关于 PNJ 在东亚银行的投资资金, 其投资总额为 3950 亿越盾, 相当于 3850 万股, 占有资本的 7.7%。在 PNJ 和东亚银行多年紧密配合的过程中, 2015 年被视为重要的里程碑: 越南国家银行公布从 2015 年对该银行进行特殊控制, 东亚银行成为直接影响到 PNJ 经营业绩的主要因素, PNJ 立即为其在东亚银行的投资资金进行储备工作, 储备资金为 3100 亿越盾, 导致税后利润下降 37.5%。截至 2016 年 12 月 31 日, 该储备资金已提升为 3950 亿越盾。然而, 国家银行胡志明市分行副经理刚刚透露, 越南央行已提出关于东亚银行结构重组问题的诸多方案和措施并提交政府审批, 但其将不会“零越盾”收购该银行。与此同时, PNJ 董事长高氏玉容女士也强调, PNJ 不会失去在东亚银行的投资。因此, 在未来期间, 这项投资资金将有助于大幅增加 PNJ 的利润。

关于 PNJ 的销售收入结构:

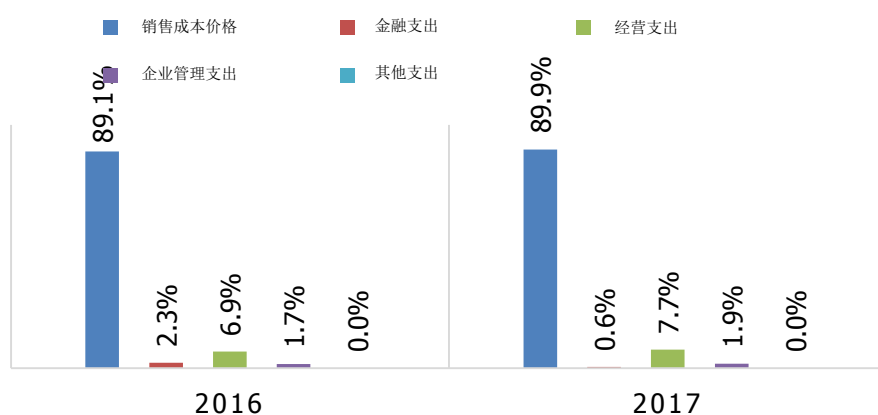


(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

PNJ 的收入来自 3 大经营领域: (1) 黄金和白银零售收入、(2) 服务供应收入、(3) 首饰附件零售收入。其中, 黄金和白银零售收入仍在 PNJ 年均收入中占最高的比重 (99% 以上), 其他经营领域的收入仅占较小的比重。这再次肯定黄金和白银零售是 PNJ 的主要经营领域。

关于营销成本, 这几年来, PNJ 销货成本没有发生太大变动, 售货成本仍在总收入中占最高的比重 (89% 以上)。其他成本仅占较小的比重 (8%), 然而, 销货费用和企业管理费用继续增长, 占总收入的 8.7%, 同比增长 8%, 主要原因是为了满足新设分店的人力资源需求, PNJ 不断招聘员工, 使 2017 年员工费用和售货管理费用比 2016 年增长 0.3%。我们认为该增长率完全符合于 PNJ 分店系统规模的快速发展。

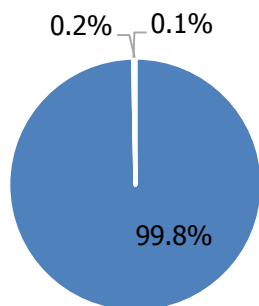
2016年和2017年的支出结构



(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

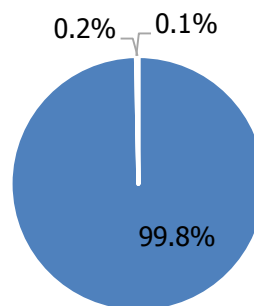
关于“销货成本”, 黄金和白银销货成本仍占最高的比重 (99% 以上), 相当于其为 PNJ 贡献的收入比重。

2016年销售成本结构



■ 金银销售成本
■ 业务成本
■ 配件销售成本

2017年销售成本结构



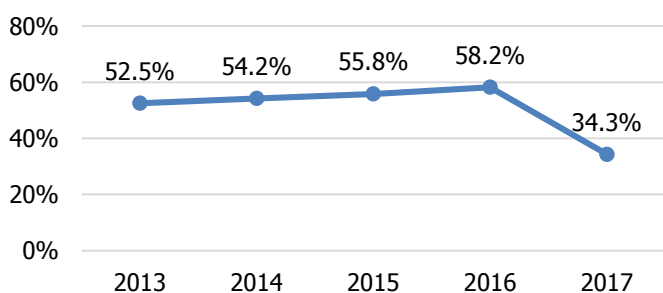
■ 金银销售成本
■ 业务成本
■ 配件销售成本

(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

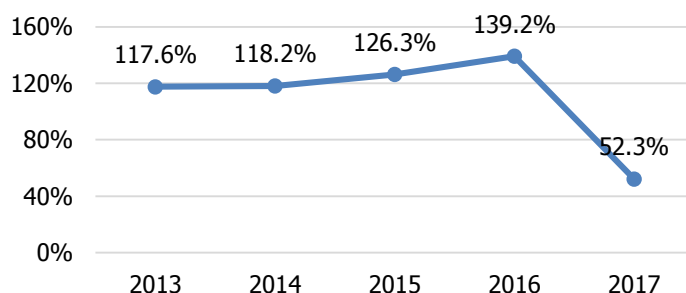
财务安全健康情况

近5年来, PNJ 总资产、负债和所有者权益均日益增长。在2013年, 其总资产仅为2.957万亿越盾, 到2017年为4.492万亿越盾并同比增长25%, 创历史新高。但是, 由于PNJ从西宫燃料股份公司(SFC)撤资, 故其总资金在2014年已微降4.3%。另外, PNJ 所有者权益从2013年的1.3180万亿越盾增至2017年的2.95万亿越盾。在2017年, 其增长率达最高位至97%, 因为其已成功为21家境内外投资者筹集了近1000万股票, 从而将同比资产负债率和负债收益率减少近一倍。这体现PNJ财务安全情况正处于积极状态, 确认PNJ拥有足够财政潜力以最大限度地发挥其经营活动的主动性。

资产负债率



负债权益率

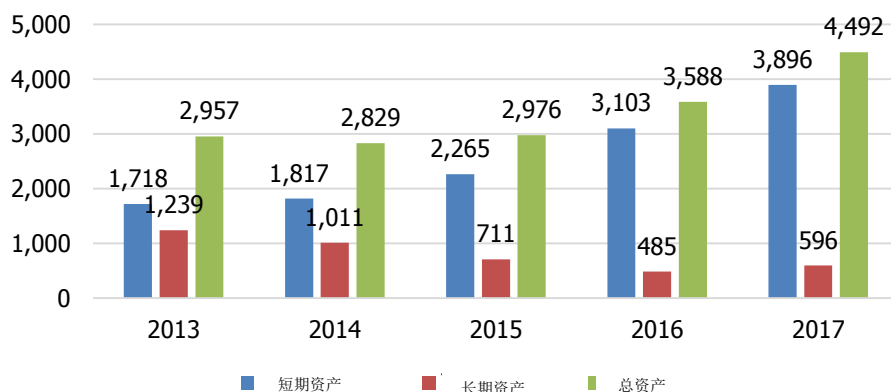


(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

关于PNJ 2017财年资产结构, 由于PNJ的颇高存货额(占短期总资产的87%), 故其短期资产占总资产的比重高于长期资产。这是因为其仍在处于扩展系统阶段中, 故需要充足货量才能够给其各分店提供足够商品。因此, 我们相信, 一旦分店系统完善, PNJ 存货比重将会减少。而对于长期资产, 长期资产结构在固定资产中占比最大时将处于稳定、安全状态。

单位：十亿越南盾

PNJ 资产结构

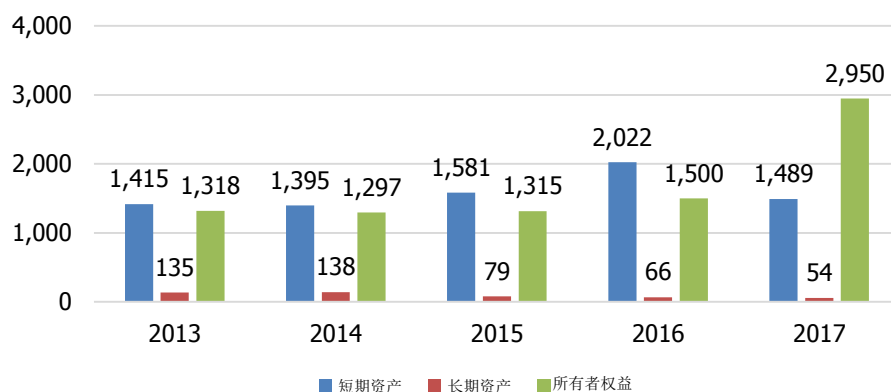


(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

关于 2017 财年资金来源, 我们评估, 在 PNJ 所有者权益占总资本来源的 66%背景下, 其资金来源结构处于安全状态。

单位：十亿越南盾

资本来源机构

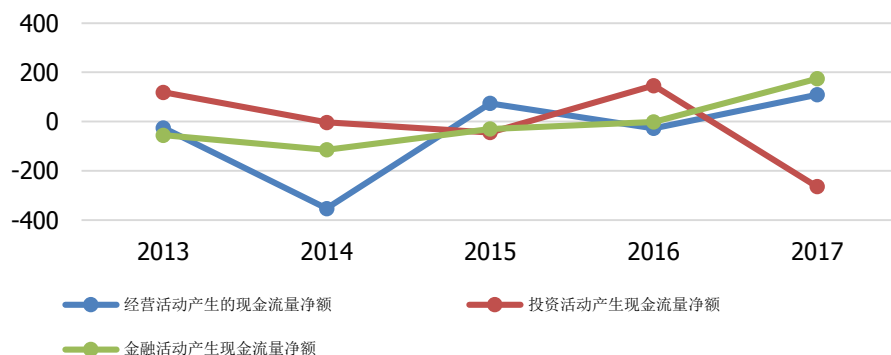


(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

关于近五年来的现金流量:

单位：十亿越南盾

现金流量



(数据来源: PNJ 年度报告, VNCS 总结)

我们评估，PNJ 经营活动产生的现金流量状况较为乐观。库存量的变化是决定经营生产活动产生的净现金流量为正数或负数的主要原因。如上所述，库存量的变化是因为 PNJ 通过开设更多新分店而不断扩大其经营规模，并且其需确保供应这些分店的足够货量。投资活动产生的净现金流量似乎为负是因为 PNJ 用这笔现金“收购固定资产和其他产期资产”以适用于经营活动。仅在 2016 年，由于 PNJ 从“清理以更新并提高生产技术的固定资产”中赚钱，于是该现金流量为正数。金融活动产生的净现金流量为负数的主要原因为“偿还贷款”和“支付给股东的股息”。仅在 2017 年，该现金流量为正数，由于 PNJ 发行股票促使“股票收入和资金”大幅增加。总体而言，PNJ 以上的三个现金流量均符合其发展定向和计划并保证其没有遇到任何不稳定或负面的发展。

经营业绩与计划更新

结束 2017 财年，PNJ 已取得了如下的经营业绩：

- 净收入：10.977 万亿越盾（相当于计划的 108%）
- 税后利润：7250 亿越盾（相当于计划的 121%）
- 股息率：20%（相当于计划的 111%）
- 零售分店系统：269 家（较 2016 年增长 123%）

纵观可见，PNJ 已完成 2017 年股东大会所制定的财务指标，同时提出 2018 年经营计划如下：

- 净收入：13.727 万亿越盾（较 2017 年增加 25%）
- 税后利润：9790 亿越盾（较 2017 年增加 35%）
- 股息率：18%

PNJ 2018 年第一季度的经营业绩更新：

- 总收入：4.166 万亿越盾（同比增长 32%并达到 2017 年年度计划的 30%）
- 税后利润：3360 亿越盾（同比增长 35%并达 2017 年年度计划的 38%）
- 在 2018 年第一季度，PNJ 已开设 12 家分店，将其全国零售分店数量增至 281 家。目前，其仍在继续扩展分店网络，预计至 2018 年 4 月 30 日可达 300 家分店。

最近，PNJ 亦预测 2018 年前 5 月的经营业绩如下：

- 总收入：64.89 万亿越盾（较 2017 年增加 34%）。其中，零售收入占 73%（同比增长 36%）
- 税前利润：5800 亿越盾（已完成 2018 年年度计划的 53%）

经过缜密谨慎的思考，根据 PNJ 的 2018 年前 5 月经营业绩，越南建设证券评估 PNJ 能够高效完成 2018 年全年经营计划，相当于 2018 年每股收益（EPS）预为 6035 越盾。

建议

在对 PNJ 过去几年和 2018 年第一季度的经营业绩进行评估并把握其未来发展战略的基础上，越南建设证券认为 PNJ 能够高效完成 2018 年经营计划，相当于 2018 年 EPS 预为 6035 越盾。

通过运用市盈率 (P/E) 方法和现金流贴现定价模型 (FCFE) 对 PNJ 进行估值，我们预计 PNJ 的合理市价为 11.0 万越盾 / 股，P/E 为 18 次。该价格高于 PNJ 市价 33%，其市价为 8.25 万越盾/股。因此，越南建设证券建议投资者对 PNJ 进行 6-12 个月的中长期投资。

附录：富润金银首饰股份公司的财务报表

经营业绩表（单位：十亿越盾）

经营业绩	2014	2015	2016	2017	2018Q1
销货与提供服务的净收入	9.199	7.708	8.565	10.977	4.139
销货成本	8.310	6.538	7.153	9.065	3.369
销售与提供服务的毛利润	889	1.170	1.411	1.912	770
财务收入	19	1	5	9	6
财务支出	90	431	182	56	14
售货支出	355	424	554	775	282
企业管理支出	130	118	133	188	61
经营活动的净利润	333	199	547	901	420
其他利润	1	-3	43	6	1
联营公司的利润/亏损	1	1	-1		
睡前会计利润总额	335	197	590	907	421
企业的税后利润	256	152	450	725	336
母公司股东的税后利润	242	152	450	725	336

会计核算报表（单位：十亿越盾）

会计核算	2014	2015	2016	2017	2018Q1
短期资产	1.831	2.265	3.103	3.896	3.873
现金及现金等价物	272	38	155	175	82
短期投资净值		-	-	160	-
短期应收款项	71	47	63	85	109
库存	1.437	2.135	2.839	3.402	3.608
其他流动资产	50	45	46	74	74
长期资产	998	710	485	596	816
固定资产	452	486	416	487	669
长期投资	532	167			
资产总计	2.829	2.975	3.588	4.492	4.688
必付负债	1.532	1.581	2.088	1.543	1.489
短期负债	1.395	1.502	2.022	1.489	1.404
长期负债	138	79	66	54	86
所有者权益	1.297	1.394	1.500	2.950	3.199
所有者的投资金额	756	983	983	1.081	1.081
股本剩余	105			877	877
未分配税后利润	203	192	374	772	1.021
少数股东的利益					
资本总计	2.829	2.975	3.588	4.492	4.688

一些基本财务指标

财务指标	单位	2014	2015	2016	2017	2018Q1
每股指数						
流行股票数量	百万股	75,60	98,27	98,27	108,10	108,10
每股账目价值	越盾	17.150	13.383	15.267	27.285	29.592
每股销售额	越盾	121.688	78.413	87.150	101.541	110.872
每股有型账目价值	越盾	13.298	10.408	13.144	24.681	25.330
每股 资金价值	越盾	-4.671	750	-279	1.013	549
基本 EPS	越盾	3.208	614	4.126	6.370	7.717
Beta 系数		0,00	0,00	0,00	0,98	0,93
财务潜力						
现金结算比率		0,03	0,02	0,08	0,12	0,06
快速结算比率		0,08	0,05	0,11	0,17	0,19
现今结算比率		1,30	1,43	1,53	2,62	2,76
长期贷款与所有者权益的比率		0,11	0,06	0,04	0,02	0,02
长期贷款与总资产的比率		0,05	0,02	0,02	0,01	0,02
短期贷款与所有者权益的比率		0,98	0,96	1,01	0,30	0,24
短期贷款与总资产的比率		0,45	0,42	0,42	0,20	0,17
短期负债与所有者权益的比率		1,08	1,20	1,35	0,50	0,44
短衣负债与总资产的比率		0,49	0,53	0,56	0,33	0,30
负债权益率		1,18	1,26	1,39	0,52	0,47
资产负债率		0,54	0,56	0,58	0,34	0,32
现今财务						
息税前利润	十亿越盾	405	627	724	949	1.049
税系折旧及摊销前利润	十亿越盾	436	657	759	988	1.089
毛利润率	%	9,67%	15,16%	16,48%	17,42%	17,78%
税系折旧及摊销前利润率	%	4,74%	8,53%	8,86%	9,00%	9,09%
息税前利润率	%	4,40%	8,13%	8,46%	8,65%	8,76%
税前利润率	%	3,64%	2,43%	6,90%	8,27%	8,49%
业务活动盈利比率	%	3,62%	2,56%	6,40%	8,21%	8,43%
净利润比率	%	2,78%	0,98%	5,26%	6,60%	6,78%
资产周转系数		3,18	2,66	2,61	2,72	2,85
所有者权益周转系数		7,04	5,90	6,08	4,93	4,52
Z 分数		5,18	5,13	5,44	9,78	13,20
管理效果						
ROE% 净资产收益率	%	18,55%	5,79%	32,00%	32,58%	30,65%
ROCE% 平均净资产收益率	%	27,20%	44,30%	48,93%	41,54%	38,90%
ROA% 资产收益率	%	8,38%	2,60%	13,73%	17,94%	19,35%
ROIC% 资本回报率	%	15,77%	24,31%	24,08%	24,70%	6,30%
应收客户的周转率		192,40	212,59	270,52	296,47	265,92
应收客户的平均时间	日	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
周转系数		6,02	3,43	2,88	2,91	3,04

处理平均时间	日	61,00	106,00	127,00	126,00	120,00
要还供应价的周转率		66,16	39,47	27,67	29,98	37,71
要还供应价的平均时间	日	6,00	9,00	13,00	12,00	10,00
股息						
股息比率	%	0,87%	0,87%	1,04%	1,16%	1,04%
股息结算系数		0,47	2,44	0,44	0,31	0,00
估值						
市值	十亿越盾	13.078	17.002	17.002	18.702	18.702
企业价值	十亿越盾	14.309	18.225	18.354	19.419	19.398
P/E 市盈率		53,93	281,88	41,93	27,16	22,42
摊薄每股盈余		53,93	225,05	37,74	25,80	22,42
P/B 市净率		10,09	12,93	11,33	6,34	5,85
P/S 价销比		1,42	2,21	1,99	1,70	1,56
P/Tangible Book		13,01	16,62	13,16	7,01	6,83
P/Cash Flow		-37,04	230,67	-620,80	170,82	314,85
企业价值与营收比率		1,56	2,37	2,14	1,77	1,62
企业价值倍数		32,84	27,74	24,19	19,65	17,81
企业价值与息税前利润的比率		35,36	29,09	25,34	20,46	18,49

研究所

作者: 陈武芳莲

分析部门 - 分析专员

邮箱: lientvp@vn-cs.com

VNCS 研究部门

杜宝玉

副总 & VNCS 研究部主任

邮箱: ngocdb@vn-cs.com

企业&行业分析部

阮德明

高级分析专员

邮箱: minhnd@vn-cs.com

阮永隆

分析专员

邮箱: longnv@vn-cs.com

陈武芳莲

分析专员

邮箱: lientvp@vn-cs.com

武侓阳

分析专员

邮箱: duongvt@vn-cs.com

宏观经济&股市行情分析部

刘志抗

高级分析专员

邮箱: khanglc@vn-cs.com

杜氏红

分析助理

邮箱: huongdt@vn-cs.com

邮箱: vncs.research@vn-cs.com

系统建议: 越南建设证券股份有限公司 (VNCS) 系统建议: 建立基于估值 12 个月目标价格和市场价格差异。

次序	(目标价格 - 当前价格) / 当前价格
买入	$\geq 20\%$
乐观	从 10% 至 20%
市场适度	从 -10% 至 +10%
不乐观	从 -10% 至 -20%
卖出	$\leq -20\%$

免责声明: 版权于 2018 年属于越南建设证券股份有限公司 (VNCS)。本材料中的所有信息均来源于可靠渠道, VNCS 对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。以上述分析、观点、建议未必是 VNCS 的正式观点, 而大部分均是发布者基于目前市场情况作出的。材料中的建议均由分析专员基于基本分析系统的基础上进行研究分析, 但 VNCS 及其雇员对使用或信赖本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本材料版权归 VNCS 所有, 未经授权不允许任何个人或组织进行复制、转载、发布或出版。

越南建设证券股份有限公司

河内市纸桥君中和坊阮维兴路 117 号 Grand Plaza 大厦

联系: +84 24 3926 0099 - 传真: 04.39263411 官网: <http://vn-cs.com> QQ: vncskefu02 微信: vncskefu