

潮宏基 (002345.SZ)

消费升级的最佳投资标的

欧亚菲 商业与贸易 研究员 曹秋琳 研究助理
 电话: 020-87555888-641
 eMail: oyf@gf.com.cn

中国进入珠宝消费快速增长期

总体而言,我们认为中国的珠宝消费有望保持 10%以上的年均增长,占消费支出的比重逐年回升至 0.2%左右。参考日美两国的经验,一国经济到达一定的人均消费水平后,经济的持续稳定增长会伴以珠宝消费开支数额及比例的快速增长;同时我国上世纪 80 年代婴儿潮时期出生的婴儿将在未来 10 年陆续进入适婚期和消费购买力迅速增长的时期。通过比较日美两国经验,这种人口结构特征同样会为珠宝消费带来持续的增长。

多品牌策略和并购的落实将带来超预期增长

在过去的经营中,公司已经形成了“品牌经营+产品设计+连锁销售”这一稳定的盈利模式,并逐渐成为国内行业领先者,在品牌、渠道、设计、工艺、管理等方面形成了较强的竞争能力。但在未来五年公司将致力于完成以下几个重要目标,即成为中国赢利能力最强的珠宝类上市公司、建立可与全球领先的珠宝公司相媲美的管理系统、拥有 3-5 个奢侈品品牌并建立有效的业务组合,实现规模与效益的共同增长。要实现超预期增长,公司将强化多品牌策略的实施,并积极选择区域珠宝零售企业或者其他定位不同的品牌进行并购。

投资建议

公司处于符合消费升级趋势的珠宝连锁行业,具有专业的职业经理人管理团队,同时致力于成为中国珠宝企业的领跑者,具有持续高增长的潜力,我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.67、0.98 和 1.34 元,目标价 50 元,对应 2011 年 50 倍 PE。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	448.59	568.56	795.77	1162.87	1545.14
EBITDA(百万元)	67.2	106.44	135.24	222.94	306.51
净利润(百万元)	51.34	84.53	120.70	176.16	237.29
净利润增长率	9.81%	64.65%	42.79%	45.95%	34.70%
每股收益(元)	0.571	0.939	0.67	0.98	1.32
市盈率	59.12	35.95	50.34	34.50	25.61
市净率	6.75	8.28	3.87	3.70	3.45
EV/EBITDA	54.84	34.62	27.25	16.53	12.02
每股红利(元)	0	0.5	0.20	0.29	0.40
股息率(%)	0	0	0.60	0.87	1.17

来源:广东潮宏基实业股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	37.34
目标价格(元)	50.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.76%	-6.61%	38.68%
沪深 300	-3.00%	-20.15%	-21.25%

股票数据

总股本(万股)	18,000.00
流通 A 股(万股)	4,500.00
主要股东:	
汕头市潮鸿基投资有限公司	
主要股东持股比例	23.49%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	25.11%
ROA	21.72%
资产负债率	32.07%
每股净资产(元)	3.74

2009 年报数据

目录索引

一、中国进入珠宝消费快速增长期	4
(一) 美日经验表明, 受益于经济发展, 珠宝消费增速明显快于其他消费品	4
(二) 国内人口结构有利于珠宝消费	6
二、国内珠宝首饰行业竞争格局分析	9
三、多品牌策略和购并策略将推动公司持续高增长	12
(一) 继续扩大并优化渠道网络	12
(二) 完善多品牌策略和购并策略	13
(三) 股权激励将进一步完善公司管理机制	14
四、公司财务分析	15
(一) 09 年和 10 年营业收入保持快速增长	15
(二) 受黄金销售占比提升影响, 毛利率略有下降	15
(三) 费用率稳中趋降	16
(四) 营运效率提高	17
五、盈利预测与估值	17
(一) 盈利假设及预测	17
(二) 估值比较	19
六、投资建议	19
七、风险提示	19

图表索引

图 1: 1963-1980 年美国珠宝消费	5
图 2: 1963-1980 年美国珠宝消费及支出份额	5
图 3: 1963-1980 年美国汽车消费及支出份额	5
图 4: 1979-1993 年日本珠宝消费与人均 GDP、恩格尔系数统计	6
图 5: 1979-1993 年日本珠宝消费统计	6
图 6: 1931-1980 年美国出生人口及出生率	6
图 7: 1940-1980 年英国出生人口及出生率	6
图 8: 1957-1980 年美国结婚人数及结婚率	7
图 9: 1957-1980 年英国结婚人数及结婚率	7
图 10: 1963-1980 年美国人口结构	8
图 11: 1963-1980 年美国 18-34 岁人口数及增长率	8
图 12: 1974-2009 年我国出生人口数和出生率	8
图 13: 1999-2009 年我国结婚人数和结婚率统计	8
图 14: 公司及子公司汕头朗日 314 家品牌专营店分布图	13
图 15: 公司“洋葱圈”式营销管理体制	13
图 16: Tiffany2009 年美国销售渠道收入占比	13

表 1: 中国与各国相近人均 GDP 年份珠宝消费支出比例比较 单位: International Dollar	4
表 2: 1963-1980 年美国五类消费品支出份额变化比较	5

表 3: 1963-1980 年美国结婚率累计增幅统计	7
表 4: 1992 年美国珠宝零售业集中度统计	9
表 5: 2006 年美国珠宝零售业集中度统计	9
表 6: 2006 年美国珠宝销售前 20 零售商数据统计	10
表 7: 1992-2007 年美国珠宝零售业产品分类销售额统计	10
表 8: 公司在不同级别城市的市场渗透率	12
表 9: 2007-20101Q 公司营运能力一览表	17
表 10: 2009-2012 年主营业务收入及假设	18
表 11: 2009-2012 年各项业务毛利率及假设	18
表 13: 可比上市公司、行业估值比较	19

一、中国进入珠宝消费快速增长期

（一）美日经验表明，受益于经济发展，珠宝消费增速明显快于其他消费品

根据世界银行以购买力平价方法测算各国人均国民生产总值，2006 年中国人均国民生产总值约为 7660 元，分别与 1979 年日本、1990 年韩国、1978 年英国及 1975 年美国以购买力平价方法计算的人均 GDP 相当。以上国家是年人均 GDP 增长均超过 8%，日本、韩国和英国更超过 10%，显示各国是年经济均处于扩张阶段，与 2006 年中国所处的经济周期相近。

与 2006 年中国的珠宝消费开支所占份额相比，各国在人均 GDP 相近年份的珠宝消费比例均高于中国。与中国最接近的为 1979 年的日本，其时日本购买力平价人均 GDP 为 8121 元，珠宝消费支出占比为 0.234%，仍比 2006 年中国的珠宝消费支出比例高出 0.08%。而 2006 年印度的购买力平价人均 GDP 为 3827 元，仅为中国的二分之一，但其珠宝消费的支出份额达 2.51%，是中国的 16 倍，这与印度传统文化偏爱珠宝消费，尤其是黄金有很大关系。各国的数据比较显示，现阶段我国珠宝消费开支所占总支出的比例过低，在未来有很大的上升空间。

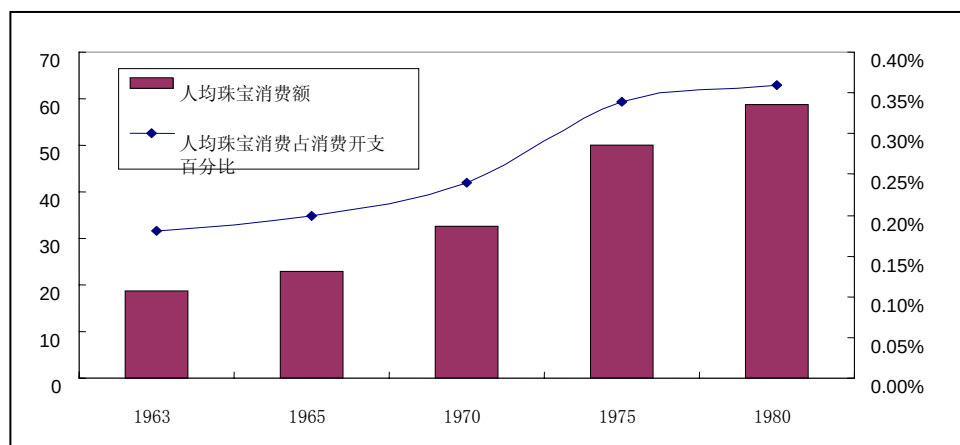
表 1：中国与各国相近人均 GDP 年份珠宝消费支出比例比较 单位：International Dollar

	年份	购买力平价 人均 GDP	是年购买力平价人 均 GDP 增长率	是年珠宝消费占 消费支出比例	是年恩格 尔系数
中国	2006	7660	13.31%	0.15%	35.93%
美国	1965	7519	8.28%	0.24%	14.00%
日本	1979	8121	13.28%	0.23%	31.69%
韩国	1990	8009	12.09%	0.61%	23.50%
英国	1978	7733	10.57%	0.85%	13.70%
印度	2006	3827	9.40%	2.51%	36.96%

数据来源：世界银行、各国统计局、EuroMonitor、广发证券发展研究中心

我们首先以美国为例来看，扣除年份间物价指数的增幅后，1963-1980 年间美国人均 GDP 以年均 2.63% 的速度增长。人均消费开支年平均增长率为 2.86%，占 GDP 比值从 1963 年的 62.16% 增长至 1980 年的 64.47%。人均珠宝消费额从 1963 年 18.87 美元大幅增长至 1980 年的 58.78 美元，复合增长率 6.91%，占消费开支的比重翻了近一番至 0.36%。

图 1: 1963-1980 年美国珠宝消费



数据来源：美国经济分析局、广发证券发展研究中心

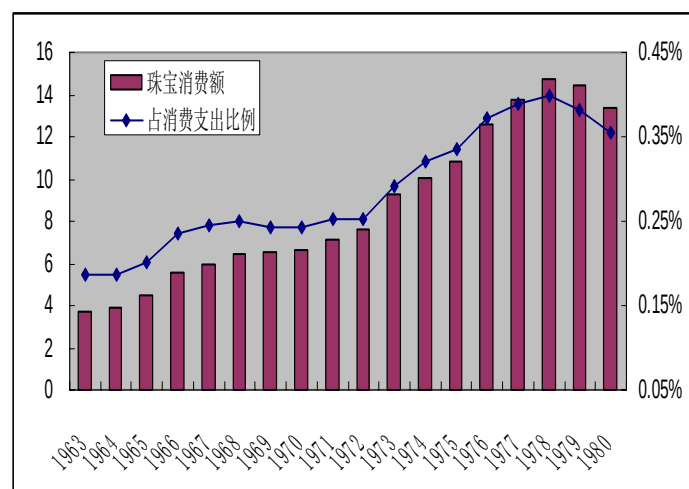
同时,我们通过比较五类消费品的支出比例随着美国人均国民收入增长而变化的程度可以发现,食品开支在消费支出的比重逐年下降,而汽车消费支出增长基本与消费支出增长持平。珠宝、娱乐用品及化妆类用品的消费增长均高于总体消费支出的增长速度,而其中又以珠宝消费的增速最快。

表 2: 1963-1980 年美国五类消费品支出份额变化比较

年份	珠宝	娱乐用品	化妆用品	汽车	食品
1963	0.19%	1.36%	0.36%	3.78%	18.43%
1965	0.24%	1.89%	0.40%	3.95%	17.67%
1970	0.25%	2.12%	0.42%	3.57%	15.39%
1975	0.37%	2.25%	0.48%	3.77%	13.80%
1980	0.36%	2.18%	0.49%	3.67%	11.60%
年均增长率	4.03%	2.79%	1.90%	-0.18%	-2.68%

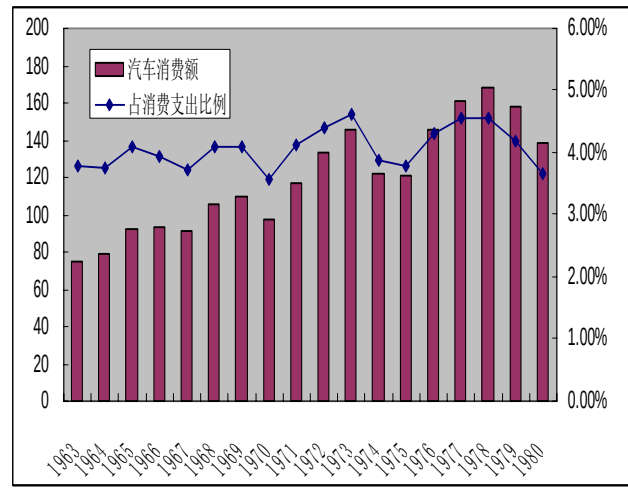
数据来源：美国经济分析局、广发证券发展研究中心 以 2005 年物价指数折算

图 2: 1963-1980 年美国珠宝消费及支出份额



数据来源：美国经济分析局、广发证券发展研究中心

图 3: 1963-1980 年美国汽车消费及支出份额



日本自 1979 年起,购买力平价人均 GDP 以年均约 7.59%的速度增长;

恩格尔系数自 1979 年的 31.69% 逐年下降至 1993 年的 26.57%。伴随居民收入的快速增长和恩格尔系数的下降, 珠宝消费开支进入一个较快增长的时期, 年均增长率为 7.9%, 占消费总开支的比例从 1979 年的 0.23% 增长至 1993 年的 0.4%。

图 4: 1979-1993 年日本珠宝消费与人均 GDP、恩格尔系数统计

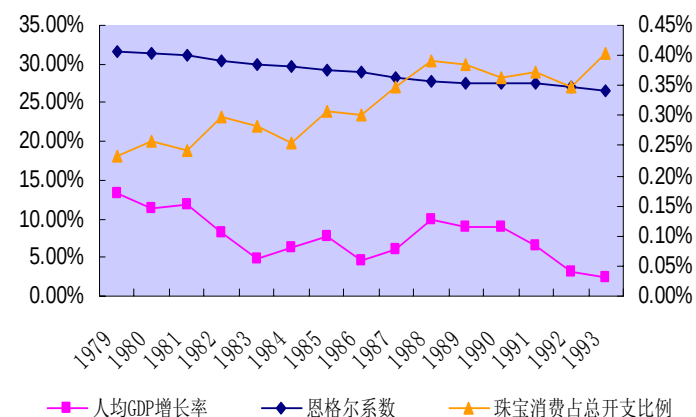
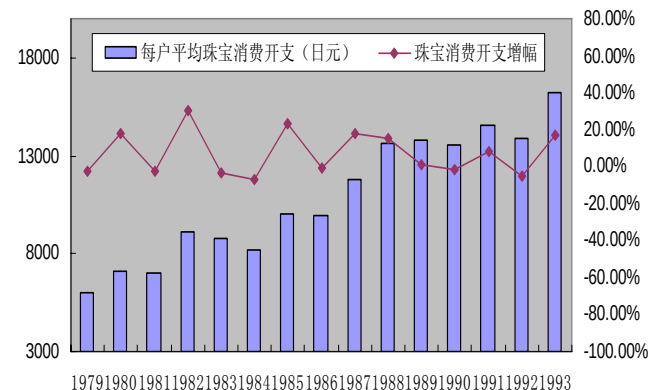


图 5: 1979-1993 年日本珠宝消费统计



数据来源：日本国家统计局、彭博、广发证券发展研究中心

从美日经验来看, 我们认为国内珠宝消费支出将快速增长, 珠宝行业将面临黄金发展期。

（二）国内人口结构有利于珠宝消费

1931 年美国人数为 1 亿 7 百万, 到 1945 年为 1 亿 2 千万, 年平均人口出生率约为 2.0%。随着二战后出现的“婴儿潮”, 美国人口经历了一个快速增长的时期。1946-1964 年间, 平均每年新出生婴儿人数约为 360 万, 平均人口出生率为 2.37%, 最高峰时为 1961 年, 当年新生儿人数为 4,268,326 人。到 1964 年, 美国当年新出生婴儿约为 400 万, 人口总数已达 1 亿 9 千万。随后, 出生人数和出生率迅速下降回二战前水平。

图 6: 1931-1980 年美国出生人口及出生率

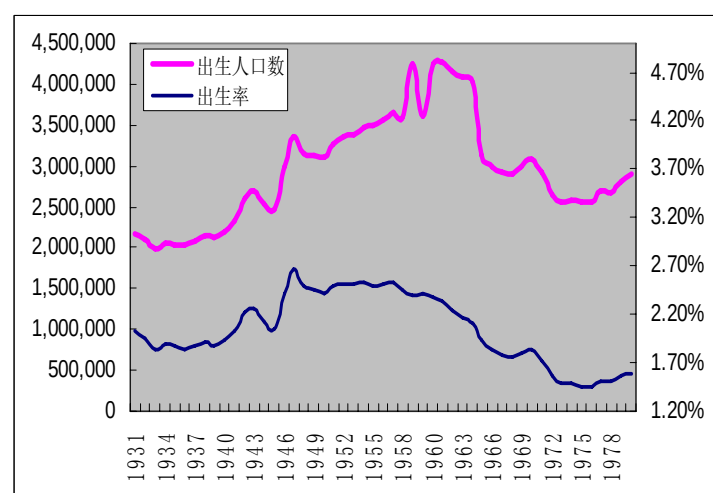
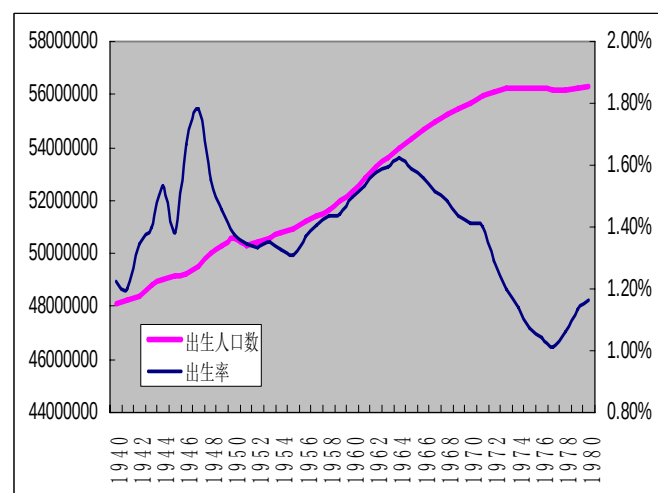


图 7: 1940-1980 年英国出生人口及出生率



数据来源：美国国家统计局、英国国家统计局、广发证券发展研究中心

二战后的英国也同样经历了婴儿潮。1946 年英国新生婴儿数从 1945

年的 679,937 人猛增至 820,719 人, 出生率也上升了 0.3 个百分点至 1.67%。在 1946-1974 年的婴儿潮中, 英国年均新生婴儿数为 763,110 人, 年均出生率为 1.45%。1974 年后英国每年新生儿人数保持在 600 万人左右。

二战后的婴儿潮为英美两国的人口特征带来了许多变化。随着婴儿潮中第一批出生的婴儿于 1964 年步入成年, 美国每年的结婚人数和结婚率稳步上升。1964 年美国结婚人数为 170 万对, 比 1963 年增加了 7 万对新人, 结婚率为 0.88%。到 1973 年高峰时期, 当年结婚率为 1.09%, 结婚人数为 203 万对新人。1963-1980 年间, 美国每年平均结婚人数为 210 万对, 年均结婚率为 1.00%。

图 8: 1957-1980 年美国结婚人数及结婚率

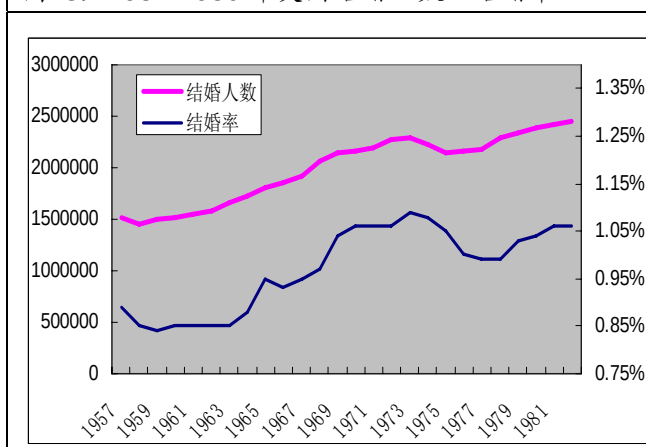
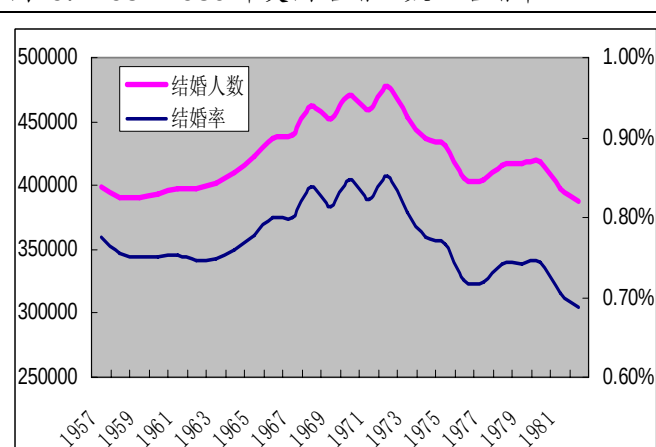


图 9: 1957-1980 年英国结婚人数及结婚率



数据来源: 美国国家统计局、英国国家统计局、广发证券发展研究中心

尽管同时期英国结婚率的上升幅度要小于美国, 但在 1963-1972 年间, 英国的结婚人数和结婚率也表现出了明显的增长。每年结婚人数从 1962 年的 39 万对增长至 1973 年的 47 万对, 结婚率从 1962 年的 0.75% 上升了 0.1% 至 1973 年 0.85%。随后每年结婚人数大幅度下降, 但仍维持在 1959 年左右的水平。

根据 CFA 协会 1963 年对美国珠宝行业的研究, 美国 70% 的钻石销售数量与结婚有关, 80% 的新娘会佩戴订婚戒指或结婚戒指, 其中多数人更会佩戴钻石项链。这意味着结婚珠宝的购买在钻石销售中占了主要的份额。以 1962 年结婚人数 157 万对作为基准, 1963-1980 年间美国每年结婚人数较 1962 年结婚人数的累计增长率达到 597.72%。假设在这些新增的结婚新娘中, 80% 的人购买了订婚或结婚戒指, 那么 1963-1980 年间快速增长的结婚人数至少为戒指的消费量贡献了总计达 478.16% 的增长率。与人均收入的迅速增长一样, 1963-1980 年间英美两国受二战后婴儿潮影响而快速增长的结婚人数和结婚率, 也是该期间珠宝消费迅速增长的重要原因之一。

表 3: 1963-1980 年美国结婚率累计增幅统计

年份	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
每年结婚人数 (千对)	1577	1654	1725	1800	1857	1927	2069	2145	2159	2190
每年结婚人数较 1962 年人数的增幅 (%)	-	4.88	9.38	14.14	17.76	22.19	31.20	36.02	36.89	38.90
年份	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	累计
每年结婚人数 (千对)	2282	2284	2230	2153	2155	2178	2282	2331	2390	37811

每年结婚人数较 1962
年人数的增幅 (%)

44.71 44.84 41.39 36.50 36.64 38.13 44.72 47.83 51.57 597.71

数据来源：美国国家统计局、广发证券发展研究中心

根据美国消费研究机构研究表明，18-34 岁年龄段消费者为珠宝的主要消费年龄层，占了总数的 30.3%。因此在 1963-1980 年间，美国 18-34 岁年龄段人口数的迅速增长，为珠宝消费的快速增长提供了有力的消费者基础。

1963 年，美国 18-34 岁的人口数为 40,678,199，占人口总数的 21.50%。随着婴儿潮出生人口逐渐成年，此年龄段的人数快速增长。到 1980 年，18-34 岁人数为 67,104,046，占了美国人口总数的 29.62%。

图 10：1963-1980 年美国人口结构

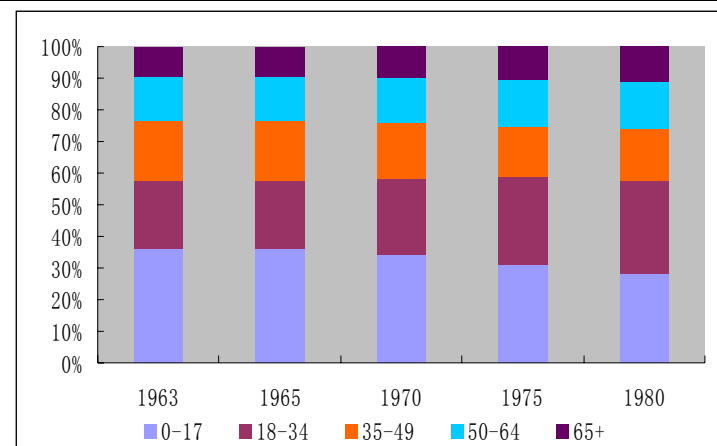
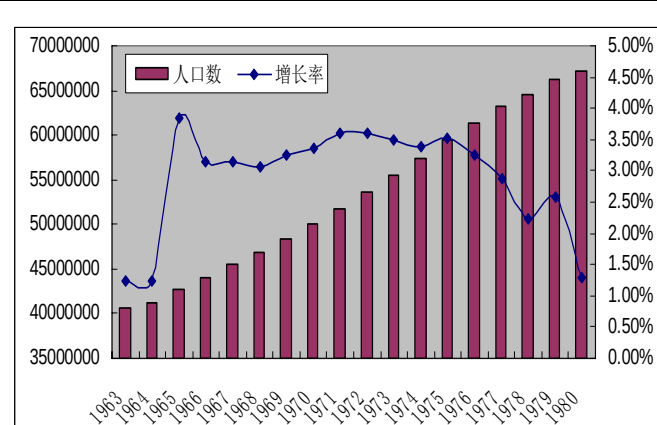


图 11：1963-1980 年美国 18-34 岁人口数及增长率



数据来源：美国国家统计局、广发证券发展研究中心

我国在经历了 20 世纪 60 年代的人口迅速增长时期后，人口出生率在 70 年代有所回落，1979 年人口出生率为 1.78%，新生儿人数为 1700 万人。随后我国进入了 80 年代的婴儿潮时期，婴儿出生率迅速回升至 2% 以上，1987 年最高峰时达 2.33%。1980-1990 年间我国年均婴儿出生率为 2.11%，每年平均新生儿人数为 2240 万人。

图 12：1974-2009 年我国出生人口数和出生率

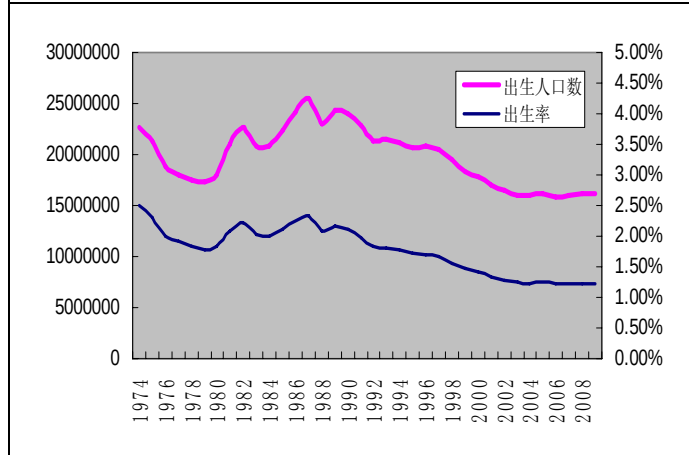
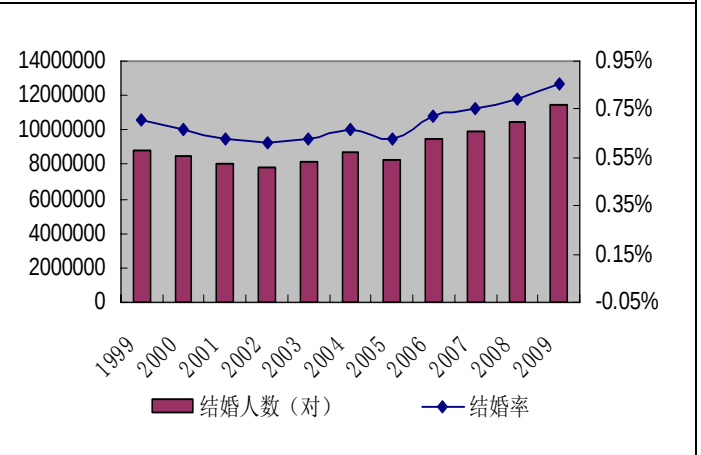


图 13：1999-2009 年我国结婚人数和结婚率统计



数据来源：中国国家统计局、广发证券发展研究中心

随着婴儿潮时期出生的“80 后”迈入成年并进入适婚期，2003 年我国结婚人数录得自 1991 年以来的首次回升。2003 年结婚人数为 810 万对，较 2002 年增长了 3.2%。随后几年，我国的结婚人数均保持平稳增长，到 2009

年结婚人数已达 1146 万人，结婚率为 0.86%，较 2002 年 0.61% 的结婚率提高了 0.25%。根据 20 世纪 80 年代我国的出生率数据，我们可以判断未来几年我国的结婚人数和结婚率仍会保持稳定增长，为珠宝消费提供有利的条件。同时，80 年代婴儿潮时期出生的人口将会陆续进入 18-34 岁的消费珠宝主要年龄阶段，为珠宝消费提供持续增长的人口基础。

总体而言，我们认为中国的珠宝消费有望保持 10% 以上的年均增长，占消费支出的比重逐年回升至 0.2% 左右。参考日美两国的经验，一国经济到达一定的人均消费水平后，经济的持续稳定增长会伴以珠宝消费开支数额及比例的快速增长；同时我国上世纪 80 年代婴儿潮时期出生的婴儿将在未来 10 年陆续进入适婚期和消费购买力迅速增长的时期。通过比较日美两国经验，这种人口结构特征同样会为珠宝消费带来持续的增长。

二、国内珠宝首饰行业竞争格局分析

中国珠宝首饰行业仍处于相对割裂的状态，市场集中程度不高，以黄金业务为主的周大福、老庙亚一和老凤祥的零售额位居前三。行业前三名企业零售额超过 100 亿元，约占总体的 12% 的市场份额，市场集中度不高，与美国 1992 年情况类似。行业内销售规模处于第二梯队的品牌主要包括周生生、谢瑞麟、潮宏基、明牌等，销售额均在 10 亿元左右，以产品类型来看，谢瑞麟和潮宏基以时尚镶嵌类产品为主，在品牌塑造和设计上的实力最强。从美国珠宝行业产业集中度的变迁历史来看，我们认为国内目前这种行业竞争格局将持续相当长一段时间，以黄金业务主导的领先企业仍将占据行业的领先地位，但随着钻石镶嵌类产品日益受到消费者喜爱，第二梯队中以设计和品牌附加为核心竞争优势和在百货渠道拥有强大销售网络的企业将逐步上升。

我们以美国为例，可以看到 1992 年美国年销售额 1000 万美元以上的珠宝零售店铺共有 34 家，仅占全部店铺总数的 0.139%，其销售总额为 9.27 亿美元，仅占行业销售额的 6.923%。行业集中度偏低，CR4 仅为 18.88%，远低于 30% 的分界线，表明当时美国珠宝零售行业仍处于充分竞争状态、行业较分割。直到 2006 年，行业集中度才有了较大的提高。根据美国 National Jeweler 协会统计，当年销售前 4 位的企业销售额占全行业的 31.35%，CR 20 为 64.37%，表明美国珠宝零售业逐渐由分散走向集中，这主要归功于非珠宝专门店销售额的迅速增长。

表 4：1992 年美国珠宝零售业集中度统计

CR 值	店铺数	所占百分比	销售额	所占百分比
4	3418	13.96%	2,528,334	18.88%
8	3799	15.52%	3,068,306	22.91%
20	4688	19.15%	3,906,558	29.17%
50	5528	22.58%	4,695,664	35.06%
行业总计	24484	100%	13,394,132	100%

数据来源：美国国家统计局、广发证券发展研究中心

表 5：2006 年美国珠宝零售业集中度统计

CR 值	销售额（美元）	所占百分比
4	9,154,000,000	31.35%

20	18,792,000,000	64.37%
行业总计	29,195,000,000	100.00%

数据来源：美国国家统计局、广发证券发展研究中心

2006 年美国珠宝销售前 20 企业中,有 12 家为非专门的珠宝零售商,其中包括折扣店如沃尔玛(第 1, 销售额 28 亿美元),西尔斯(第 7, 11 亿),百货商店如 JC Penny(第 6, 13 亿),梅西(第 12, 4.5 亿),非店铺经营如电视直销的 Jewelry Television(第 11, 4.75 亿)和 NBC 旗下的 SHOP NBC DIVISION OF VALUEVISION MEDIA(第 16, 4 亿),这 12 家企业的销售额占据了前 20 企业销售总额的 53.3%。珠宝互联网销售的翘楚 Bule Nile 则以 2.5 亿美元的销售额排名第 23。由此可见,非专门珠宝零售企业的快速发展推动了美国珠宝零售行业集中度的提升,其中 2006 年折扣店、百货商店和非店铺销售等渠道占全行业珠宝零售额的比重分别为 14.72%、17.05%和 16.03%,且有逐年提升态势。

表 6: 2006 年美国珠宝销售前 20 零售商数据统计

零售商	零售商种类	珠宝销售额		占总销售额比例	
		2006	2005	2006	2005
单位: 亿美元					
1 沃尔玛	折扣店	28.00	27.00	0.81%	0.86%
2 STERLING	珠宝零售商	26.52	23.09	-	-
3 ZALE	珠宝零售商	22.02	21.78	-	-
4 QVC DIVISION OF LIBERTY MEDIA CORP	非店铺零售	15.00	14.00	21.20%	21.54%
5 蒂芬妮	珠宝零售商	13.26	12.21	-	-
6 J.C. PENNEY	百货商店	13.00	12.00	6.53%	6.39%
7 西尔斯	百货商店	11.00	10.50	3.77%	4.06%
8 FINLAY FINE JEWELRY	珠宝零售商	9.20	9.90	-	-
9 HELZBERG DIAMONDS	珠宝零售商	5.25	5.20	-	-
10 FRED MEYER JEWELERS	珠宝零售商	4.95	4.67	-	-
11 JEWELRY TELEVISION	非店铺零售	4.75	3.90	-	-
12 COSTCO WHOLESALE CORP	仓储会员店	4.50	4.25	0.76%	0.82%
12 梅西百货	百货商店	4.50	3.50	-	7.85%
14 TARGET STORES	折扣店	4.50	4.15	0.78%	0.81%
15 NEIMAN MARCUS	百货商店	4.10	3.80	9.99%	10.07%
16 SHOP NBC DIVISION OF VALUEVISION MEDIA	非店铺零售	4.00	4.00	52.13%	57.81%
17 HSN OPERATING BUSINESS	非店铺零售	3.50	3.50	14.29%	14.58%
18 FRIEDMAN'S	非店铺零售	3.40	3.50	-	-
19 ROSS - SIMONS	珠宝钟表零售店	3.25	3.00	72.22%	69.77%
19 TOURNEAU	珠宝零售商	3.25	2.40	-	-
19 卡地亚	珠宝零售商	3.25	-	-	-
合计		191.20	176.35		

数据来源：美国国家统计局、广发证券发展研究中心

从美国珠宝产品上看,钻石一直是珠宝销售的主要产品,且其销售份额逐年增大,从 1992 年的 38.9%逐年提高至 2007 年的 48.04%。其次是手表和黄金,但黄金的销售有下降的趋势,主要是由于消费者对珠宝多元化及设计要求日益提高,黄金质地偏软,较难进行细加工以制造款式精致的产品。铂金近年来日益流行,尽管其销售份额仍较小,仅为 1.73%,但 2007 年铂金销售额是 1997 年的 3 倍,显示铂金销售强劲增长。

表 7: 1992-2007 年美国珠宝零售业产品分类销售额统计

产品分类	1992		1997		2002		2007	
	销售额	占百分比	销售额	占百分比	销售额	占百分比	销售额	占百分比
钻石	4,993,582	38.90%	7,202,703	41.86%	9,892,727	45.49%	13,379,661	48.04%