

2010-12-22

服装、服饰与奢侈品

潮宏基 002345-SZ

股权激励呼之欲出，里应外合夯实未来业绩

◇ 事件：公司因拟定股权激励计划停牌

◆公告概述：

潮宏基因正在筹划股票期权激励计划事宜，将于 2010 年 12 月 22 日召开董事会审议相关事宜，股票将于 2010 年 12 月 22 日起停牌，待刊登相关公告后复牌。

◆里应外合夯实未来业绩：

公司筹备股权激励措施有利于未来公司业绩的较充分释放，而 1H2010 中报净利润增速 40.46% 和 3Q2010 单季 19.26% 净利润增速较为悬殊的增速差异，或仅仅因公司运筹帷幄筹备股权激励事宜而有所保留，投资者无需因单一季度业绩变化而有所担忧。我们对黄金珠宝零售整个行业明年的经营情况充满信心，从近期商务部全国黄金珠宝零售同比增速来看，11 月重点零售企业同比增速 52%，创 2008 年来新高，也从外部客观环境对明年行业零售增速增加了我们对子行业较强的信心支持。

除了外部较好的行业环境（包含黄金价格持续走高）外，我们认为公司未来内部具备若干做大做强的潜质：1）行业内部集中度整合尚处于初级阶段，我们认为行业广阔的空间和市场，保证了潮宏基完全可以从其他杂牌军企业中抢夺市场份额（不排除未来收购兼并可能性），在市场整合的初期公司具有较强的先发优势，只要公司管理能力没有致命瑕疵，未来经营“对外做大，对内做精”的大方向切实可行。2）公司下半年加大外延扩张力度有利于明年业绩的稳健提升，我们认为未来零售业的牛股必须具备外延扩张的可复制性和差异化经营优势，而兼具两者优势的零售公司必将受到投资者的青睐。潮宏基 2H2010 加速开店以及 K 金主打的差异化路线符合未来零售企业做大做强的基础。3）股权激励制度一旦推出，为公司未来业绩持续释放提供了较为充足的动力和基础，我们一直认为黄金珠宝零售子行业的未来黄金十年“才露尖尖角”，作为民营企业的潮宏基此次停牌筹划股权激励事宜，有利于完善公司长期的公司治理制度，使得公司长期利益和资本市场的现实目标趋同。

◆调高目标价和评级，未来业绩增长可期：

我们上调公司 2010-12 年 EPS 分别至 0.66/1.05/1.47 元的预测（原先为 0.66/0.90/1.22 元），以 2009 年为基期未来三年 CAGR46.1%，认为公司合理价值在 47.25 元，对应 2011 年 45 倍市盈率（我们认为行业足够广阔的市场空间以及目前公司较小的规模决定公司仍处于发展初期，以及未来较有潜力的 K 金产品特征可以给予较一般零售企业更高的市盈率溢价）。未来公司受益于珠宝行业高速增长，公司下半年较快的外延开店速度增强了我们对明年公司业绩的信心，因此调高目标价至 47.25 元，调升至“买入”评级，建议复牌后积极参与。

◆风险分析：

黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备，外延规模扩张低于市场预期。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	449	569	870	1,327	1,838
营业收入增长率	31.33%	26.74%	52.95%	52.56%	38.56%
净利润（百万元）	51	85	119	188	264
净利润增长率	9.81%	64.65%	40.27%	58.72%	40.17%
EPS（元）	0.29	0.47	0.66	1.05	1.47
ROE（归属母公司）	19.66%	25.11%	8.65%	12.32%	15.15%
P/E	129	78	56	35	25
P/B	25	20	5	4	4
EV/EBITDA	55	37	71	45	33

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上调

买入

当前价格	36.85 元
目标价格	47.25 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 (执业证书编号：S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	180
总市值(百万元)	6,633
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	60.80/30.00
近 3 月日均成交量(百万股)	1.91
主要股东	汕头市潮鸿基投资有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.93	-15.68	0.00
绝对收益	-1.71	-1.66	0.00

相关报告：

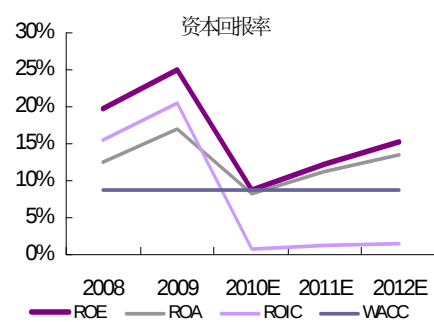
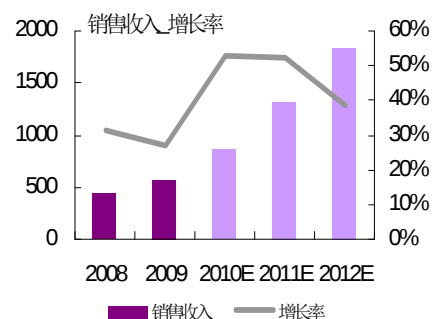
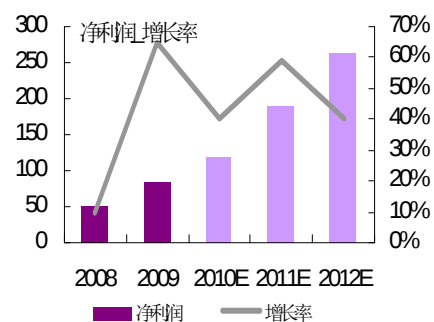
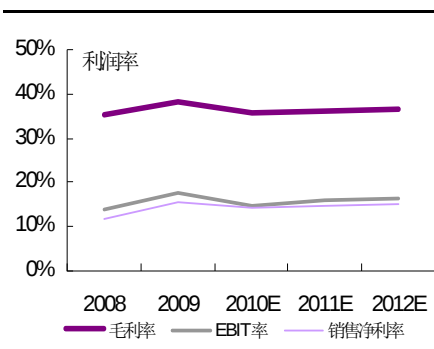
潮宏基：周生生事件短期对潮宏基影响甚微——关于周生生旗下非镶嵌 K 金手链产品全国下架的点评

..... 2010-11-29
业绩符合预期，主营业务符合行业趋势——潮宏基 2010 年三季报点评

..... 2010-10-27
分享行业高成长的喜悦——1H2010 潮宏基中报点评

..... 2010-08-02

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	449	569	870	1,327	1,838
营业成本	290	351	559	845	1,169
折旧和摊销	9	7	4	5	5
营业税费	1	1	1	2	3
销售费用	78	99	153	226	313
管理费用	18	18	28	41	56
财务费用	6	4	-13	-19	-26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	57	96	141	231	323
利润总额	57	97	141	231	323
少数股东损益	1	4	7	9	11
归属母公司净利润	51.34	84.53	118.57	188.20	263.81

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	417	515	1,529	1,749	2,035
流动资产	363	455	1,463	1,678	1,959
货币资金	32	53	853	755	683
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	28	23	35	53	73
应收票据	1	1	1	2	3
其他应收款	5	6	10	15	20
存货	294	369	559	845	1,169
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	23	22	28	33	37
无形资产	10	10	10	9	9
总负债	146	165	138	193	253
无息负债	71	78	117	172	233
有息负债	75	87	21	21	21
股东权益	271	350	1,391	1,556	1,782
股本	90	90	180	180	180
公积金	70	78	991	1,020	1,062
未分配利润	101	169	199	327	500
少数股东权益	10	14	21	29	40

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	48	40	-51	-75	-39
净利润	51	85	119	188	264
折旧摊销	9	7	4	5	5
净营运资金增加	41	77	199	303	345
其他	-53	-129	-372	-571	-653
投资活动产生现金流	-23	-18	-10	-10	-10
净资本支出	-10	-10	10	10	10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-12	-8	-20	-20	-20
融资活动现金流	-10	0	861	-13	-24
股本变化	0	0	90	0	0
债务净变化	-5	12	-67	0	0
无息负债变化	22	7	39	55	60
净现金流	15	21	800	-98	-73

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.33%	26.74%	52.95%	52.56%	38.56%
净利润增长率	9.81%	64.65%	40.27%	58.72%	40.17%
EBITDA 增长率	45.74%	51.86%	23.75%	64.41%	39.33%
EBIT 增长率	27.68%	62.18%	28.29%	65.86%	39.86%
估值指标					
PE	129	78	56	35	25
PB	25	20	5	4	4
EV/EBITDA	55	37	71	45	33
EV/EBIT	62	40	73	45	34
EV/NOPLAT	69	44	82	54	40
EV/Sales	9	7	11	7	6
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	35.46%	38.25%	35.72%	36.30%	36.40%
EBITDA 率	15.70%	18.81%	15.22%	16.40%	16.49%
EBIT 率	13.75%	17.60%	14.76%	16.05%	16.20%
税前净利润率	12.80%	17.12%	16.23%	17.44%	17.59%
税后净利润率 (归属母公司)	11.44%	14.87%	13.64%	14.19%	14.35%
ROA	12.49%	17.09%	8.21%	11.25%	13.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.66%	25.11%	8.65%	12.32%	15.15%
经营性 ROIC	15.61%	20.51%	0.75%	1.15%	1.56%
偿债能力					
流动比率	2.48	3.15	12.48	9.74	8.43
速动比率	46.56%	59.34%	770.86%	483.35%	339.76%
归属母公司权益/有息债务	3.48	3.85	65.84	73.38	83.69
有形资产/有息债务	5.17	5.48	71.79	82.39	96.14
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.29	0.47	0.66	1.05	1.47
每股红利	0.00	0.25	0.17	0.27	0.38
每股经营现金流	0.26	0.22	-0.28	-0.42	-0.22
每股自由现金流(FCFF)	0.15	0.15	-0.50	-0.71	-0.54
每股净资产	1.45	1.87	7.61	8.48	9.68
每股销售收入	2.49	3.16	4.83	7.37	10.21

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

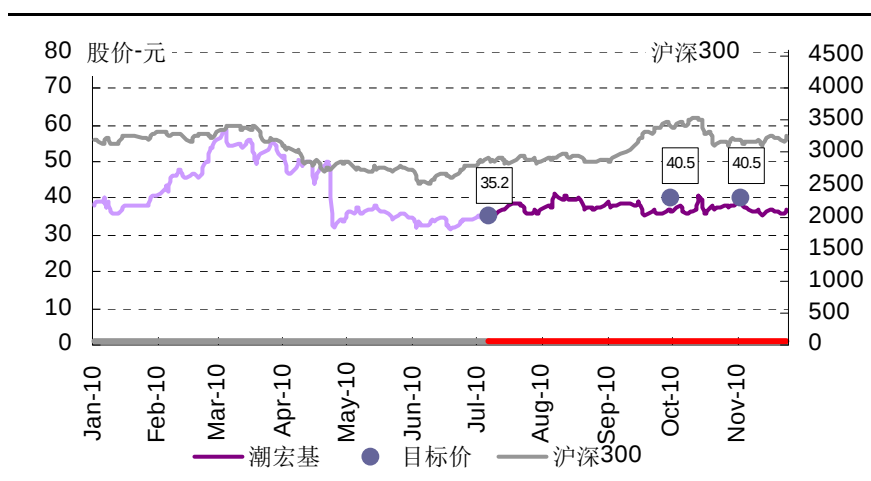
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

潮宏基 (002345)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-08-01	35.30	35.20	增持
2010-10-27	36.67	40.50	增持
2010-11-28	38.30	40.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。