

2011-01-07

批发和零售贸易

潮宏基 002345-SZ

维持

买入

当前价格	34.23 元
目标价格	47.70 元
目标期限	6 个月

分析师:

唐佳睿(执业证书编号: S0930510120009)

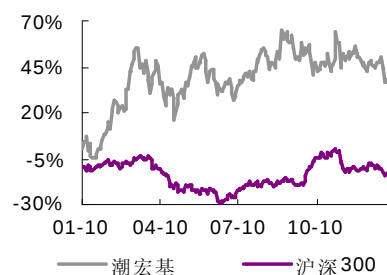
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	180
总市值(百万元)	6,161
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)	1.85
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	-5.78	-17.39	0.00
绝对收益	-5.96	-9.76	0.00

相关报告:

潮宏基: 行权价格夯筑价格底线, 行权条件略显单薄
 2010-12-24

潮宏基: 股权激励呼之欲出, 里应外合夯实未来业绩
 2010-12-22

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

门店持续扩张, 打开外延扩张空间

◇ 事件: 公司公布使用部分超募资金实施销售网络建设二期公告

◆公告概要:

公司公告经多次调研考察, 拟将募集资金超额部分 20057 万元投入销售网络(二期)项目, 计划 2011 年 1 月至 2012 年 6 月期间在大陆境内建设 70 家联营店, 面积约 4200 平方米。同时公司宣布 IPO 募项目拟建设 100 家自营店, 目前共完成 83 家门店建设(1 家旗舰、2 家专卖、80 家联营店)。截止 2010 年 12 月 31 日, 公司目前拥有 367 家门店, 其中自营店 272 家。此外, 公司 IPO 中生产加工项目建设进入收尾阶段, 将于 2011 年一季度完工投产。二期网络建设还须股东大会审议批准。

◆外延扩张将强化品牌网络体系, 有利于占领市场份额:

我们认为未来几年黄金珠宝零售将维持行业快速增长的势头。随着居民收入水平的提升, 行业的发展空间较大。而目前黄金珠宝品牌较多, 集中度相对较低, 随着行业内部的整合, 最终集中度将向具有品牌优势, 产供销一体化的珠宝品牌集中, 因此需要大量外延门店给予支持。而公司扩大市场影响力和市场份额的策略有利于在集中度较低的行业现状格局中“突破重围”。截至 2010 年底, 公司目前拥有 367 家门店的扩张速度, 基本符合预期(我们原先预测全年 373 家门店)。

我们重申未来零售大牛股的几大必须具备特点: 1) 具备外延扩张的可复制性 2) 行业整合尚在初级阶段, 集中度较低 3) 业态具有创新能力 4) 差异化道路促使行业门槛壁垒较高。目前黄金珠宝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), 未来公司在外延门店扩张的持续发力, 有利于公司的渠道拓展和品牌知名度。我们维持之前的观点: 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。

◆维持目标价和买入评级:

我们调整公司 2010-12 年 EPS 0.66/1.06/1.54 元的预测(之前为 0.66/1.05/1.47 元), 以 2009 年为基期未来三年 CAGR48.4%, 认为公司合理价值在 47.70 元, 对应 2011 年 45 倍市盈率(我们认为公司未来较高的成长性和身处朝阳行业的特点, 保证了未来公司较高的盈利能力。此外公司产供销一体化的特点也有理由享受高于一般零售公司的估值溢价)。同时未来公司股权激励的实施(较高的行权价 37.32 元)以及高转送的短期预期是目前股价短期的催化剂, 维持原有目标价和买入评级不变。

◆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	827	1,204	1,667
营业收入增长率	31.33%	26.74%	45.45%	45.53%	38.54%
净利润(百万元)	51	85	120	191	276
净利润增长率	9.81%	64.65%	41.50%	59.58%	44.76%
EPS(元)	0.29	0.47	0.66	1.06	1.54
ROE(归属母公司)	19.66%	25.11%	8.72%	12.47%	15.73%
P/E	120	73	52	32	22
P/B	24	18	4	4	4
EV/EBITDA	51	35	67	42	31

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。

图表 1：潮宏基销售网络二期门店地区分布

区域	店数	建设面积（平方米）
东北	10	600
华北	10	600
华东	16	960
华南	10	600
华中	8	480
西北	6	360
西南	10	600
合计	70	4,200

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：潮宏基门店近期呈现加速扩张趋势

2006-2010 年潮宏基门店数量情况

	2006	2007	2008	2009	1Q2010E	1H2010	3Q2010E	2010
自营店门店	73	158	202	217	223	231	253	272
代理店门店	94	55	73	84	84	86	92	95
门店总数	167	213	275	301	307	317	345	367

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：潮宏基营业收支预测表

2010-2012 年潮宏基营业收支预测（2011/01/07 更新）

单位 万元	2010 E	2011 E	2012E
营业收入	82700.00	120355.00	166735.00
营业收入增速%	45.45%	45.53%	38.54%
营业成本	52438.18	74451.99	101951.83
综合毛利率%	36.59%	38.14%	38.85%
门店总数	367	433	500
新增门店数	66	66	67
单店收入(万元)	225.34	277.96	333.47
单店收入增速%	19.30%	23.35%	19.97%
主营业务收入			
品牌自营			
自营业务收入	66405	100740	143090
同比增速%	48.25%	51.71%	42.04%
自营业务成本	38913.33	58328.46	82562.93
自营业务毛利率	41.40%	42.10%	42.30%
以前年度门店数量	207	268	325
当年新开门店数量	65	60	60
合计门店数量	272	328	385

自营单店营业收入	285	345	410
自营单店收入增长率%	26.93%	21.05%	18.84%
品牌代理			
品牌代理收入	16295	19615	23645
同比增速%	58.25%	20.37% ¹	20.55%
品牌代理成本	13524.85	16123.53	19388.90
品牌代理毛利率	17.00%	17.80%	18.00%
以前年度门店数量	75	95	105
当年新开门店数量	20	10	10
合计门店数量	95	105	115
代理单店营业收入	165	185	205
代理店新开店铺货产生销售	3900	6500	6500
代理单店收入增长率%	16.54%	15.63%	10.81%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告：

2010-08-02 分享行业高成长的喜悦---1H2010 潮宏基中报点评

2010-10-27 业绩符合预期，主营业务符合行业趋势---潮宏基 2010 年三季度报点评

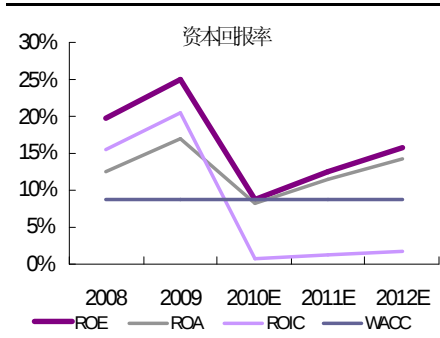
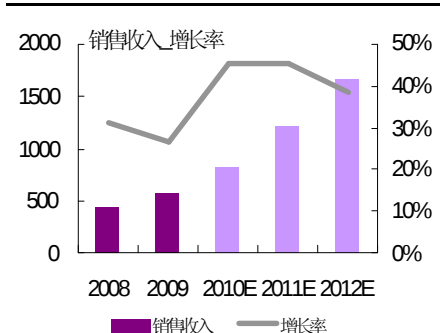
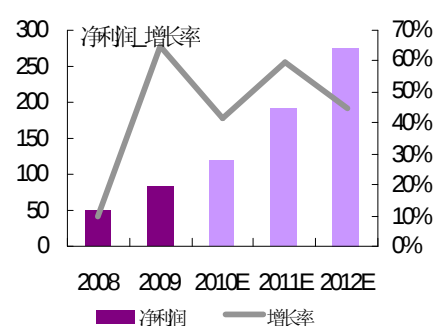
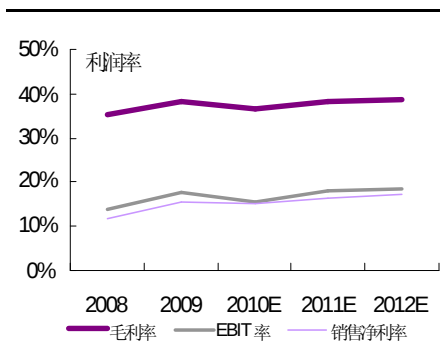
2010-11-29 周生生时间短期对潮宏基影响甚微---潮宏基点评

2010-12-22 股权激励呼之欲出，里应外合夯实未来业绩---潮宏基停牌点评

2010-12-30 行权价格夯筑价格底线，行权条件略显单薄---潮宏基股权激励方案点评

¹ 我们认为未来公司门店发展的趋势是开自营店为主，因此品牌店的增速未来将逐渐下滑，故保守估计 2011-12 年每年新增品牌代理店 10 家。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	449	569	827	1,204	1,667
营业成本	290	351	524	745	1,020
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	146	205	283
管理费用	18	18	26	37	51
财务费用	6	4	-13	-19	-27
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	142	235	338
利润总额	57	97	142	235	338
少数股东损益	1	4	7	9	11
归属母公司净利润	51.34	84.53	119.61	190.88	276.31

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	417	515	1,524	1,735	2,024
流动资产	363	455	1,458	1,664	1,948
货币资金	32	53	885	849	832
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	28	23	33	48	67
应收票据	1	1	1	2	3
其他应收款	5	6	9	13	18
存货	294	369	524	745	1,020
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	132	175	227
无息负债	71	78	111	154	206
有息负债	75	87	21	21	21
股东权益	271	350	1,392	1,559	1,797
股本	90	90	180	180	180
公积金	70	78	991	1,021	1,064
未分配利润	101	169	200	329	513
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	-19	-14	16
净利润	51	85	120	191	276
折旧摊销	9	7	4	5	5
净营运资金增加	41	77	163	236	296
其他	-53	-129	-306	-446	-563
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	-12	-23
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	33	43	52
净现金流	15	21	832	-36	-17

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%	45.45%	45.53%	38.54%
净利润增长率	9.81%	64.65%	41.50%	59.58%	44.76%
EBITDA 增长率	45.74%	51.86%	24.65%	65.00%	43.84%
EBIT 增长率	27.68%	62.18%	29.26%	66.45%	44.46%
估值指标					
PE	120	73	52	32	22
PB	24	18	4	4	4
EV/EBITDA	51	35	67	42	31
EV/EBIT	58	38	69	43	31
EV/NOPLAT	64	41	77	50	37
EV/Sales	8	7	11	8	6
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	35.46%	38.25%	36.59%	38.14%	38.85%
EBITDA 率	15.70%	18.81%	16.12%	18.27%	18.97%
EBIT 率	13.75%	17.60%	15.64%	17.89%	18.65%
税前净利润率	12.80%	17.12%	17.20%	19.49%	20.27%
税后净利润率 (归属母公司)	11.44%	14.87%	14.46%	15.86%	16.57%
ROA	12.49%	17.09%	8.31%	11.49%	14.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.66%	25.11%	8.72%	12.47%	15.73%
经营性 ROIC	15.61%	20.51%	0.81%	1.25%	1.74%
偿债能力					
流动比率	2.48	3.15	13.12	10.77	9.44
速动比率	46.56%	59.34%	840.11%	595.00%	450.19%
归属母公司权益/有息债务	3.48	3.85	65.89	73.54	84.43
有形资产/有息债务	5.17	5.48	71.55	81.70	95.61
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.29	0.47	0.66	1.06	1.54
每股红利	0.00	0.25	0.18	0.28	0.40
每股经营现金流	0.26	0.22	-0.11	-0.08	0.09
每股自由现金流(FCFF)	0.15	0.15	-0.30	-0.33	-0.20
每股净资产	1.45	1.87	7.62	8.50	9.76
每股销售收入	2.49	3.16	4.59	6.69	9.26

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。

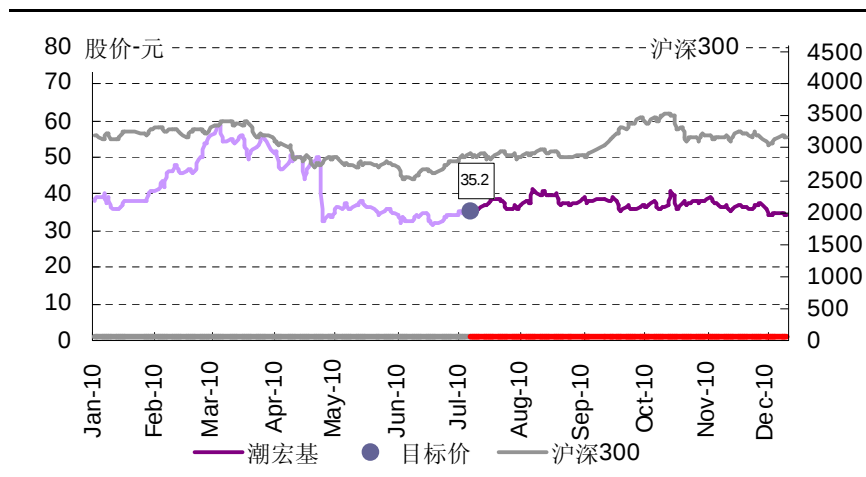
分析师声明

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



资料来源: 光大证券研究所

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
2010-12-22	36.85	47.25	买入
2010-12-24	36.85	47.25	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

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。

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	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。