

2011-04-20

批发和零售贸易

潮宏基 002345-SZ

业绩符合预期，细分市场的排头兵

◇ 事件：公司公布 2010 年报

◆业绩符合预期，2010 年净利润同比增长 22.19%：

2010 年公司实现营业收入 8.30 亿元，同比增长 45.98%，符合我们 8.27 亿元的估计。而公司归属母公司净利润 1.03 亿元（EPS 全面摊薄 0.57 元），符合我们 1.04 亿元（EPS 0.58 元）的预测。

◆内生外延双轮并进，线上模式初试牛刀：

2010 年公司内生以提升自营单店效益为核心，运营能力获得显著提升，2010 年品牌自营单店收入同比增长 27.0%至 285 万/店（2009 年同比为 16.2%）。我们认为公司侧重品牌自营店的管理，政策以扶持自营店为主的策略符合未来黄金珠宝零售业趋势，长期而言代理加盟商模式只能是锦上添花的作用，该模式并不利于规模做大做强后的后台管理。外延方面，2010 年公司新净增门店 65 家（2009 年为 35 家），截止 2010 年底公司共计自营店 272 家，代理店 95 家。公司在报告期间侧重北京以及西北作为新扩展区域，同时辅以 B2C 电子商务模式作为新渠道，初步形成多层次复合型的营销渠道模式。其中 K 金业务同比增长 30%，充分显示了公司在品类细分市场排头兵的地位。

◆2010 年毛利率略有下滑，期间费用率稳中有降：

2010 年公司主营毛利率同比下降 2.84 个百分点，主要由于低毛利率的黄金品类 2010 年占比上升至 31%，拖累总体毛利率下降至 35.44%，而 K 金首饰毛利率仍然稳中有升，2010 年 K 金毛利率同比上升 1.39 个百分点至 48.35%，彰显该业务公司仍然享有较高的议价能力。期间费用率公司同比下降 0.31 个百分点至 20.87%，主要原因是公司超募资金存于银行后利息收入相应大幅增加，财务费用同比减少 373.64%所致。

◆维持买入评级，行业短中长期皆有机会：

我们调整公司 2011-13 年 EPS 至 0.80/1.11/1.53 元（之前为 0.79/1.15/1.56 元）的预测，以 2009 年为基期未来三年 CAGR38.7%，给予公司一年目标价 40.00 元，对应 2012 年 36 倍市盈率。鉴于潮宏基 2H2010 年加速外延扩张（2H2010 新开 50 家门店远远高于 1H2010 年 10 家门店的增速）以及行业平均一家门店 6 个月的培育期规律，我们认为在 2H2011 公司盈利能力将有爆发性利润增长机会，而短期随着同行明牌珠宝 IPO 的上市，或将推动整体黄金珠宝板块估值提升以及资本市场对朝阳行业黄金珠宝业的关注度，维持买入评级。

◆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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	569	830	1,131	1,511	1,946
营业收入增长率	26.74%	45.98%	36.28%	33.59%	28.81%
净利润（百万元）	85	103	144	200	275
净利润增长率	64.65%	22.19%	39.24%	38.81%	37.93%
EPS（元）	0.47	0.57	0.80	1.11	1.53
ROE（归属母公司）	25.11%	7.77%	9.77%	12.22%	14.82%
P/E	61	50	36	26	19
P/B	15	4	4	3	3
EV/EBITDA	30	69	48	35	27

维持

买入

当前价格	28.76 元
目标价格	40.00 元
目标期限	12 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

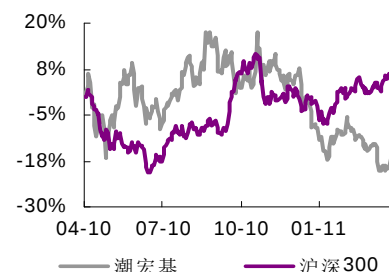
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	180
总市值(百万元)	5,177
流通比例(%)	64.77%
12 个月最高/最低（元）	57.25/27.40
近 3 月日均成交量（百万股）	0.92
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	-6.20	-15.93	-21.28
绝对收益	-3.71	-7.69	-17.52

相关报告：

潮宏基：小惊喜如期而来，大爆发静待明年——公司公告点评

..... 2011-03-28

潮宏基：业绩低于预期，股权激励导致短期释放业绩动力不足——2010 年业绩快报点评

..... 2011-02-23

潮宏基：门店持续扩张，打开外延扩张空间——潮宏基销售网络建设二期公告点评

..... 2011-01-07

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 2：潮宏基外延内生双轮驱动，成效显著

2006-2010 年潮宏基经营情况一览表

单位 万元	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	23723.10	34158.85	44859.21	56856.08	82959.30
营业收入增速%		43.99%	31.33%	26.74%	45.91%
营业成本	18817.88	24264.75	28952.12	35109.87	53579.84
综合毛利率%	20.68%	28.96%	35.46%	38.25%	35.41%
门店总数	167	213	275	301	367
新增门店数		46	62	22	66
单店收入(万元)	142.03	160.35	163.12	188.89	226.05
单店收入增速%		12.90%	1.72%	15.80%	19.67%
主营业务收入					
品牌自营					
自营业务收入	9511.23	17848.81	32451.36	44792.62	68276.27
同比增速%		87.66%	81.81%	38.03%	52.43%
自营业务成本	5818.97	9870.39	18211.70	24942.70	41361.78
自营业务毛利率	38.82%	44.70%	43.88%	44.32%	39.42%
合计门店数量	73	158	202	217	272
自营单店营业收入	152.18	154.54	193.16	224.52	285.08
自营单店收入增长率%		1.55%	25.00%	16.24%	26.97%
品牌代理					
品牌代理收入	8784.29	7400.16	6647.23	10296.77	14345.17
同比增速%		-15.76%	-10.17%	54.90%	39.32%
品牌代理成本	7902.35	6310.86	5414.83	8511.32	11908.59
品牌代理毛利率	10.04%	14.72%	18.54%	17.34%	16.99%
合计门店数量	94	55	73	84	95
代理单店营业收入	93.45	134.55	106.36	137.29	168.77
代理单店收入增长率%		43.98%	-20.95%	29.09%	22.93%
代加工业务					
代加工业务收入	5424.12	8906.42	5758.89	1766.69	337.86
同比增速%		64.20%	-35.34%	-69.32%	-80.88%
代加工业务成本	5097.05	8083.47	5326.40	1655.85	309.47
代加工业务毛利率	6.03%	9.24%	7.51%	6.27%	8.40%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告：

20100802 分享行业高成长的喜悦---1H2010 潮宏基中报点评

20101027 业绩符合预期，主营业务符合行业趋势---潮宏基 2010 年三季度点评

20101129 周生生时间短期对潮宏基影响甚微---潮宏基点评

20101222 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

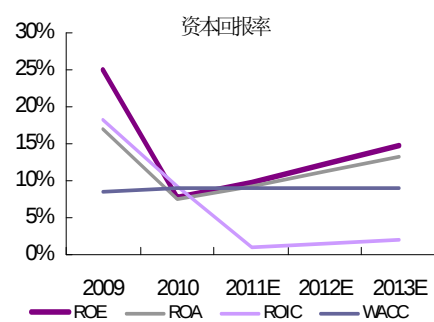
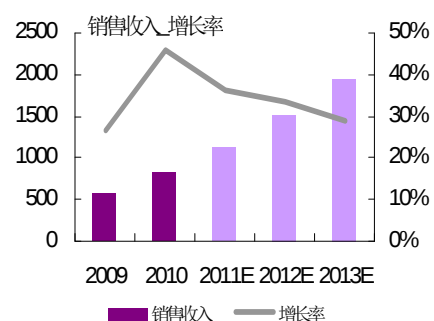
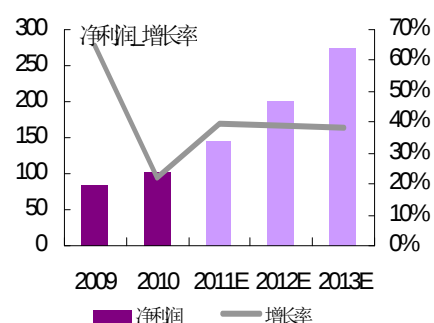
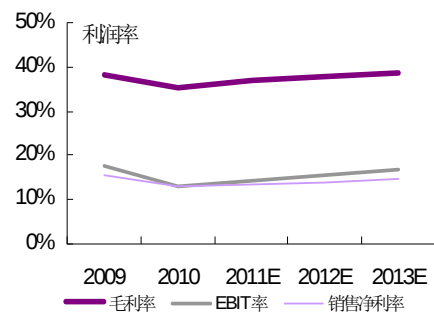
20101230 行权价格夯实价格底线，行权条件略显单薄---潮宏基股权激励方案点评

20110107 门店持续扩张，打开外延扩张空间---潮宏基门店网络二期公告点评

20110223 业绩低于预期，股权激励导致短期释放业绩动力不足---2010 业绩快报点评

20110328 潮宏基：小惊喜如期而来，大爆发静待明年---公司公告点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	569	830	1,131	1,511	1,946
营业成本	351	536	715	941	1,197
折旧和摊销	7	6	5	8	10
营业税费	1	2	2	3	4
销售费用	99	151	205	272	348
管理费用	18	33	46	60	72
财务费用	4	-11	-15	-10	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	96	119	177	245	337
利润总额	97	122	177	245	337
少数股东损益	4	5	7	9	11
归属母公司净利润	84.53	103.29	143.82	199.64	275.36

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	515	1,450	1,648	1,861	2,145
流动资产	455	1,281	1,475	1,686	1,970
货币资金	53	475	765	845	1,018
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	23	49	45	60	78
应收票据	1	0	2	2	3
其他应收款	6	6	12	17	21
存货	369	731	644	753	838
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	22	26	53	71	84
无形资产	10	12	11	11	11
总负债	165	103	150	193	242
无息负债	78	103	150	193	242
有息负债	87	0	0	0	0
股东权益	350	1,347	1,498	1,668	1,903
股本	90	180	180	180	180
公积金	78	971	993	1,024	1,067
未分配利润	169	178	299	430	610
少数股东权益	14	19	26	34	45

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	40	-242	285	118	223
净利润	85	103	144	200	275
折旧摊销	7	6	5	8	10
净营运资金增加	89	431	-83	164	148
其他	-141	-782	219	-253	-211
投资活动产生现金流	-18	-131	-10	-10	-10
净资本支出	-10	-12	10	10	10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-8	-119	-20	-20	-20
融资活动现金流	0	795	15	-28	-40
股本变化	0	90	0	0	0
债务净变化	12	-87	0	0	0
无息负债变化	7	25	47	43	49
净现金流	21	422	290	80	173

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.74%	45.98%	36.28%	33.59%	28.81%
净利润增长率	64.65%	22.19%	39.24%	38.81%	37.93%
EBITDA 增长率	51.86%	6.77%	46.94%	44.56%	38.01%
EBIT 增长率	62.18%	8.27%	50.15%	44.35%	38.34%
估值指标					
PE	61	50	36	26	19
PB	15	4	4	3	3
EV/EBITDA	30	69	48	35	27
EV/EBIT	33	72	50	36	27
EV/NOPLAT	36	81	59	42	32
EV/Sales	6	9	7	6	5
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	38.25%	35.44%	36.77%	37.74%	38.49%
EBITDA 率	18.81%	13.76%	14.83%	16.05%	17.20%
EBIT 率	17.60%	13.05%	14.38%	15.54%	16.69%
税前净利润率	17.12%	14.71%	15.69%	16.21%	17.31%
税后净利润率 (归属母公司)	14.87%	12.44%	12.72%	13.21%	14.15%
ROA	17.09%	7.48%	9.15%	11.18%	13.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.11%	7.77%	9.77%	12.22%	14.82%
经营性 ROIC	18.17%	9.27%	1.08%	1.53%	2.05%
偿债能力					
流动比率	3.15	12.43	9.85	8.75	8.14
速动比率	59.34%	534.06%	555.08%	484.29%	467.47%
归属母公司权益/有息债务	3.85	-	-	-	-
有形资产/有息债务	5.48	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.47	0.57	0.80	1.11	1.53
每股红利	0.25	0.00	0.21	0.29	0.40
每股经营现金流	0.22	-1.34	1.58	0.65	1.24
每股自由现金流(FCFF)	0.09	-1.78	1.20	0.19	0.71
每股净资产	1.87	7.38	8.18	9.08	10.32
每股销售收入	3.16	4.61	6.28	8.39	10.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

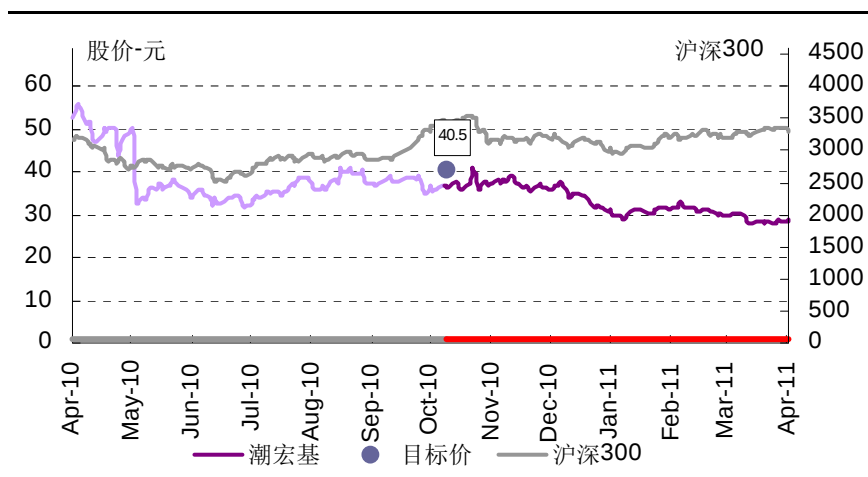
分析师声明

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地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
2010-10-27	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
2011-01-07	34.23	47.70	买入
2011-02-12	31.45	50.00	买入
2011-02-23	31.48	41.60	买入
2011-03-26	30.40	40.25	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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。