



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
证券研究报告

2011年7月4日

小盘股

研究部

李永喜

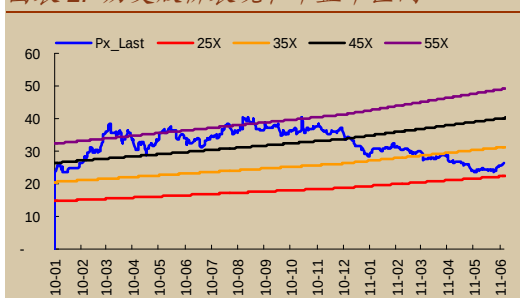
分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010002
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

潮宏基 (002345.SZ)

设计领先、精耕渠道的K金首饰龙头

图表1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表2: 单店业绩提升与门店扩张



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表3: 各业务盈利预测

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	569	830	1,194	1,689	2,337
(+/-)	26.7%	46.0%	43.9%	41.5%	38.3%
K金首饰	364	475	665	932	1,304
铂金首饰	86	95	113	136	163
足金首饰	104	258	413	620	868
自营	448	683	1,089	1,600	2,105
(+/-)	38.0%	52.4%	59.5%	46.9%	31.6%
门店数量	217	272	352	412	462
单店收入(万元)	214	279	349	419	482
(+/-)	18.6%	30.6%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	38.2%	35.4%	34.8%	34.5%	34.5%
K金首饰	47.0%	48.4%	48.4%	48.4%	48.4%
铂金首饰	32.8%	29.9%	30.9%	31.9%	31.9%
足金首饰	15.5%	13.6%	14.1%	14.1%	14.1%

资料来源: WIND, 中金公司研究部

投资提示:

中国的珠宝首饰消费进入高速发展阶段,在此过程中,珠宝首饰消费多元化特征明显,尤其是年轻一代消费者对首饰的个性化、时尚化提出了更高的要求。强调设计与时尚的K金首饰备受青睐,K金首饰龙头潮宏基迎来快速发展良机,值得长期关注。

理由:

独特的差异化竞争优势以及迅速扩张的自营销渠道将驱动公司 09~12 年收入和净利润复合增速分别达到 43%和 34%。目前股价对应 2011~2012 年的市盈率分别为 35.3x 和 25.7x,作为国内珠宝首饰行业新秀,经历上市之后几年的快速门店扩张后,拥有渠道优势的潮宏基将迎来稳定的快速增长阶段。鉴于估值在目前的市场环境中暂无优势,我们首次关注给予“审慎推荐”的投资评级。

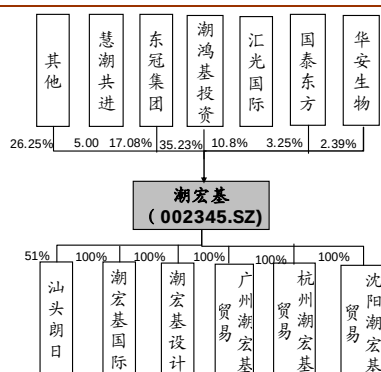
公司质地:

设计领先、精耕渠道的K金首饰龙头。公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售,主要产品为K金珠宝首饰,以“成为中国最受尊敬的奢侈品运营商”为公司愿景,拥有“潮宏基”和“VENTI”两个品牌。公司以原创设计推动产品差异化,引领中国K金时尚。在销售方面以自营门店为主,不断提升单店业绩以实现效益。

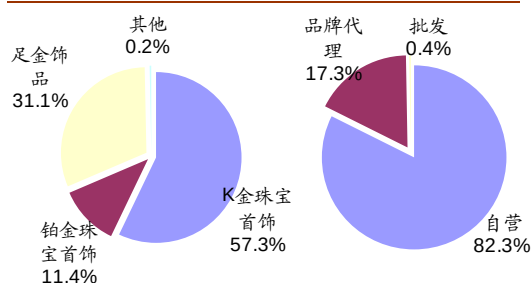
成长动力:

单店效益提升推动内生增长。门店扩张精细化是公司的发展战略,通过周密的前期调研和门店选址,特色的营销和市场推广,增加产品线,优化中断服务、强化销售培训以及加强会员管理等方法提升单店运营能力。开新店的同时不断淘汰单店业绩较差的门店,过去三年单店收入增长保持达到 22%。作为公司品牌经营的重点,预计未来几年单店收入增长仍将保持在 20%以上。

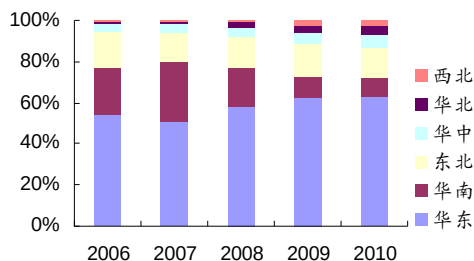
借助上市融资,快速进行外延式门店扩张。公司上市将大部分募集资金用于开设自营门店,募集资金建设 100 家自营店的项目一年时间就已一本完成。公司已经开始利用超募资金进行第二期销售网络的建设,计划在 2011 年至 2012 年中,再开设 70 家自营门店。我们预计未来几年公司都将保持 60-80 家的开店速度,2012 年总门店达到 500 家。

图表 4：股权结构图


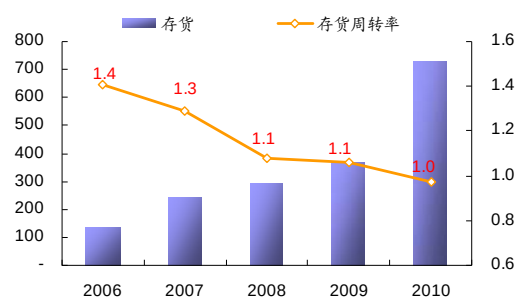
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：公司业务以 K 金首饰和自营为主


资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 6：公司业务由华南走向全国


资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 7：自营业务为主导致存货周转较慢


资料来源：WIND，中金公司研究部

行业背景：

K 金是指黄金和其它金属（如银、钯、锌）熔炼在一起的合金。由于加入金属的性质和比例不同，K 金的成色、色调、硬度、延展性、熔点都不相同。K 金的这些优良的材质特性决定了其可以更好地与不同镶嵌材料结合制作出各种款式的镶嵌珠宝首饰，也决定了 K 金珠宝首饰的款式更加丰富多彩，K 金的颜色也可呈现更加时尚多样化的颜色。

据中宝协统计，2008 年度我国 K 金珠宝首饰的市场规模大约 120 亿元，近几年年增长速度保持在 20% 左右。随着人们生活水平的提高和审美观的进化，人们对 K 金的魅力（镶钻、服饰搭配等）是一个逐渐认知，K 金珠宝首饰和铂金珠宝首饰的档次远高于黄金珠宝首饰，其市场份额也在逐年增大。

成长持续性：

差异化产品细分，K 金产品相对优势逐步显现。黄金首饰虽然能够保值，但由于受黄金本身金属特有颜色特点的限制，款式较为单一，目前主要是以婚庆消费和保值投资为主，市场占比逐步下降。随着我国消费结构的变化，消费需求逐渐发生改变，素有“时尚首饰”或“流行首饰”之称的 K 金珠宝首饰越来越受到消费者的喜爱，并因其款式的多样化而具有较强的市场竞争力，近年来需求快速增长，在珠宝首饰消费中的比重不断提升。

开店空间广阔。根据各个地方的经济发展状况和人民消费水平，公司测算适合潮宏基开店的网点达到 800 家。相对公司目前的门店数量，仍有接近 3 倍的空间。

财务分析：

业务结构重点突出。产品类型上，公司以 K 金首饰为主，以件计价的 K 金首饰由于设计时尚定价较高，毛利率高达 48%，远远高于普通的足金首饰 14% 的毛利率。尽管近几年黄金市场火爆，公司也适当增加了足金产品线，但目前 K 金首饰收入仍占绝对优势，毛利占比更是高达 78%。销售模式上，公司 82% 的收入来自自营门店。同样的，由于自营业务毛利率高达 40%，远远超过品牌代理和批发业务。由此，公司整体盈利水平较高。

存货余额较大的风险。珠宝首饰行业产品款式众多、且单位价值较高的特点决定了公司存货余额存在较大风险。此外，公司自营店数量大幅增加也会引起产成品铺货余额大幅增加。由于潮宏基以自营门店为主，铺货量较大。随着门店的扩张存货余额也迅速上升，与此同时，存货周转率不断走低。这也带来了一定的存货跌价风险，公司已经注意到这一现象，并开始通过黄金 T+d 业务对存货进行必要的套期保值。

股价催化剂：

旗舰店培育快于预期；门店扩张快于预期。

风险：

金价下跌的风险；新开门店培育慢于预期；大盘下跌导致估值水平下移。

图表8: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

潮宏基 损益表 (人民币百万)						
002345	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	342	449	569	830	1,194	1,689
销售成本	-243	-290	-351	-536	-778	-1,107
营业费用	-35	-78	-99	-151	-214	-301
管理费用	-15	-18	-18	-33	-36	-49
EBIT	48	63	100	109	164	229
EBITDA	57	77	120	135	198	267
财务费用	-2	-6	-4	11	4	2
投资收益	0	0	0	1	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	0	-5	-9	-14	-25	-35
少数股东损益	0	-1	-4	-5	-7	-10
归属于股东的净利润	47	51	85	103	135	186

潮宏基 资产负债表 (人民币百万)						
002345	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	17	32	53	475	171	115
应收账款	28	28	23	49	71	100
预付账款	3	3	3	11	15	22
存货	242	294	369	731	1,061	1,207
其他流动资产	-	-	-	8	8	8
流动资产	296	363	455	1,281	1,337	1,466
固定资产	28	25	25	119	245	370
长期投资	2	-	-	-	-	-
其他长期资产	-	0	0	0	0	0
长期资产	49	55	60	169	303	432
资产总额	344	417	515	1,450	1,639	1,898
短期借款	50	25	50	-	-	-
各项应付款	44	39	45	97	141	201
应交税费	-12	3	4	-30	-44	-63
应付职工薪酬	1	2	4	3	5	7
其他流动负债	17	77	43	33	48	68
流动负债	100	146	144	103	150	213
长期借款	30	-	21	-	-	-
其他长期负债	-	-	-	-	-	-
长期负债	30	-	21	-	-	-
负债总额	130	146	165	103	150	213
少数股东权益	-	10	14	19	26	36
股本	90	90	90	180	180	180
公积金及未分配利润	125	171	247	1,149	1,284	1,470
股东权益	215	261	337	1,329	1,464	1,650
负债及股东权益	344	417	515	1,450	1,639	1,898

潮宏基 现金流量表 (人民币百万)						
002345	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	47	51	85	103	135	186
折旧/摊销	9	15	20	27	34	38
运营资本变化	-122	-30	-65	-379	-313	-123
其他项	15	12	0	7	3	8
经营活动现金流	-51	48	40	-242	-141	110
固定资产投资	-19	-25	-18	-131	-131	-131
其他投资活动	0	2	-	-0	-37	-37
投资活动现金流	-18	-23	-18	-131	-168	-168
股权融资	78	-	-	957	-	-
借款变动	3	-5	13	-128	-	-
其他融资活动	-2	-5	-13	-34	4	2
融资活动现金流	79	-10	-0	795	4	2
现金(等价物)变化	10	15	21	422	-304	-56

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	5%	9%	-4%	-23%	-19%	N/A
行业板块	可选消费			二级行业		
第一大股东	汕头市潮鸿基投资有限公司			耐用消费品与服装		
总市值(百万元)	4,777			流通市值(百万元)		
发行股数(百万股)	180			股票现价(元)		
				3,094		
				26.54		

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	44.0%	31.3%	26.7%	46.0%	43.9%	41.5%
销售毛利	101.9%	60.1%	36.9%	35.1%	41.4%	39.9%
EBITDA	107.6%	34.6%	55.5%	12.8%	46.4%	34.9%
EBIT	109.4%	29.4%	59.6%	8.5%	51.0%	39.6%
净利润	113.6%	9.8%	64.6%	22.2%	31.0%	37.5%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	28.9%	35.2%	38.1%	35.3%	34.6%	34.3%
营业费用率	10.3%	17.3%	17.3%	18.2%	17.9%	17.8%
管理费用率	4.4%	4.0%	3.2%	4.0%	3.0%	2.9%
EBITDA利润率	16.8%	17.2%	21.1%	16.3%	16.6%	15.8%
EBIT利润率	14.2%	14.0%	17.6%	13.1%	13.7%	13.5%
净利润率	13.7%	11.4%	14.9%	12.4%	11.3%	11.0%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	2.97	2.48	3.15	12.43	8.94	6.89
速动比率	0.54	0.47	0.59	5.34	1.84	1.22
现金比率	5%	8%	10%	33%	10%	6%
资产负债率	38%	35%	32%	7%	9%	11%
债务/权益	60%	56%	49%	8%	10%	13%
净债务/权益	29%	16%	5%	-36%	-12%	-7%
利息覆盖倍数	29	13	30	-13	-50	-134

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
税后利润/EBIT	97%	82%	85%	95%	83%	81%
x EBIT利润率	14.2%	14.0%	17.6%	13.1%	13.7%	13.5%
= 销售净利润率	13.7%	11.4%	14.9%	12.4%	11.3%	11.0%
x 资产周转率	0.99	1.08	1.10	0.57	0.73	0.89
= 总资产收益率	17.0%	13.5%	18.1%	10.5%	8.8%	10.5%
x 总资产/净资产	1.60	1.60	1.53	1.09	1.12	1.15
= 净资产收益率	21.8%	19.7%	25.1%	7.8%	9.2%	11.3%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	27.8%	19.9%	26.3%	12.0%	9.5%	11.7%
平均资本回报率	13.6%	12.3%	16.4%	7.1%	8.3%	9.8%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.26	0.29	0.47	0.57	0.75	1.03
每股经营性现金流	-0.57	0.53	0.44	-1.34	-0.78	0.61
每股股息	0.03	0.05	0.25	-	-	-
每股净资产	2.39	2.90	3.74	14.76	16.26	18.33

估值分析						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
市盈率	93.0	56.5	46.3	35.3	25.7	
市净率	9.1	9.1	7.1	1.8	1.6	
股价/每股经营性现金流	50.1	60.2	-19.7	-34.0	43.5	
红利收益率	0.2%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	
DCF估值(RMB)						
目标股价(RMB)						
目标市盈率						
目标市净率						

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

