

潮宏基(002345.sz)

提高行权条件和收购少数股东权益, 公司成长性得到保证

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-8641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

调高行权条件彰显公司经营信心

继去年底公司出台股权激励草案, 本次修订稿主要上调了行权条件和基于公司正常的人事变动修改了授权人数及数量。较原稿相比, 2011-2013年行权条件分别较之前提高 2.75、11.3 和 12.7 个百分点, 不考虑期权费用复合增长率 30%, 行权条件的上调反映了公司对经营扩张及业绩增长的信心。

低 PE 收购 venti 股权, 提高公司业绩弹性

汕头朗日运营公司venti子品牌, 目前已处于快速发展期中, 公司此时进行收购和增资将加快该品牌的快速发展。我们预计2011年朗日公司净利润为1600万元。以2011年净利润计算, 不考虑增资开店之后对公司盈利影响, 本次公司收购总金额5850万元对应PE为15倍, PS为3倍, 将增厚上市公司股东权益。

投资建议

我国珠宝首饰消费已经进入高速发展阶段, 上半年限额以上企业金银珠宝销售同比增长49.6%, 位列品类增长第一位。公司作为时尚珠宝零售商, 在店面开拓及品牌经营方面一直不遗余力, 同时2010年进行的钻石储备、加大品牌宣传力度、积极寻找国外奢侈品珠宝代理等工作将推动公司未来业绩的持续快速增长, 对存货进行套保等措施也将减少业绩的波动性。我们综合考虑期权摊销和收购少数股东权益, 仍维持公司 2011-2012 年EPS 0.85、1.15 元, 调高2013年EPS至1.64 元的盈利预测, 维持买入评级, 目标价为40 元。

风险提示

黄金价格大幅下降; 竞争加剧销售增长低于预期、新开门店培育周期过长

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	568.56	829.96	1238.6	1732.87	2371.58
增长率(%)	26.74%	45.98%	49.24%	39.91%	36.86%
EBITDA(百万元)	106.44	117.13	189.48	268.45	375.55
净利润(百万元)	84.53	103.29	152.13	206.44	294.35
增长率(%)	64.65%	22.19%	47.29%	35.70%	42.58%
每股收益(元)	0.939	0.574	0.85	1.15	1.64
市盈率	0.00	60.61	32.94	24.35	17.07
市净率	0.00	4.71	3.46	3.03	2.59
EV/EBITDA	0.00	49.55	27.34	19.65	14.33

数据来源: 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

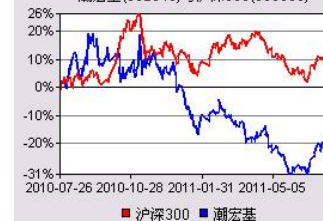
公司评级

买入

当前价格(元)	27.79
目标价格(元)	40.00
前次评级	买入

股价走势

潮宏基(002345)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.97%	-3.24%	-17.07%
沪深 300	1.34%	-7.03%	9.84%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

180.00/116.58

主要股东:

汕头市潮鸿基投资有限公司

主要股东持股比例 35.23%

财务比率

ROE	7.77%
ROA	11.32%
资产负债率	7.11%
每股净资产(元)	7.38

2010 年报数据

调高行权条件彰显公司经营信心

继去年底公司出台股权激励草案，本次修订稿主要在两个方面进行修改。

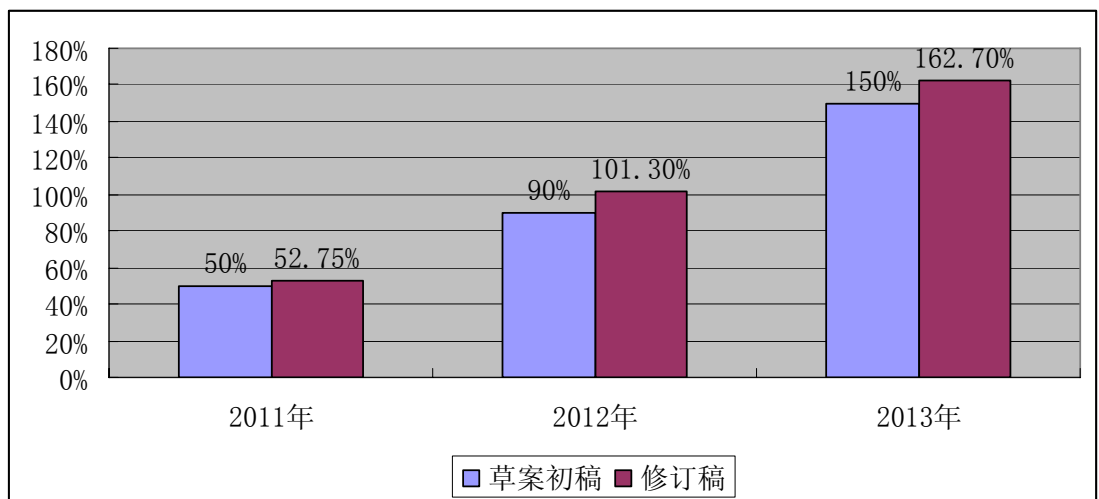
表 1：修订稿主要修改方面：

	草案初稿	修订稿
授权数量及人数	共授予 360 万股，占公司股本 2%，授予人数 179 人	共授予 346.6 万股，占公司股本 1.93%，授予人数 172 人
行权条件	以 2009 年为基数，2011-2013 年业绩分别增长 50%、90%和 150%	以 2010 年业绩为基数，2011-2013 年分别增长 25%、65%及 115%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

授权人数及数量的调整主要基于公司正常的人事变动而做出的合理估计，行权条件的上调则反映了公司对经营扩张及业绩增长的信心。我们将前后两个方案转化为以 2009 年为基数的增长率水平比较发现：

图 1：草案初稿及修订稿行权条件较 2009 年增长水平



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从上图可以看出，修订稿中 2011-2013 年行权条件分别较之前提高 2.75、11.3 和 12.7 个百分点。

调整后行权条件对业绩影响较小

公司于 2010 年 12 月 20 日选择 Black-Scholes 模型计算出每份股票期权价值为 10.68 元，首次授予的 325 万份股票期权总价值为 3,470 万元。根据中国证监会及《企业会计准则第 11 号——股份支付》和《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》规定，公司将于修订稿通过股东大会日进行待摊费用的重新计算并在日后等待期内的资产负债表日计入成本费用并相应增加资本公积科目。

受首期授权人数及公司股价已远低于行权价格影响，经过我们使用 BS 模型的初步计算，本次股权激励产生待摊销费用 1480 万左右，假设 2011 年 8 月 31 日为授予日，各期期权费用如下表所示。

表 2：各期期权所产生费用

	授予数量	计算费用额
第一期期权	312*0.3=93.6 万	293 万
第二期期权	312*0.3=93.6 万	435 万
第三期期权	312*0.4=124.8 万	752 万
合计	312 万	1480 万

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：2011-2014 年费用摊销影响额（万）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
第一期当年摊销	98	195		
第二期当年摊销	73	218	145	
第三期当年摊销	83	251	251	167
当年费用合计	254	664	396	167
税后影响额	190.5	498	297	125.25
EPS 影响额	0.01	0.03	0.02	0.01

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从上表可以看出，本次股权激励期权费用对公司业绩产生影响较小。

低 PE 收购 venti 股权，提高公司业绩弹性

公司收购朗日集团所拥有的汕头朗日 19%的股权，收购价为人民币 2,850 万元，同时，公司单方对汕头朗日进行增资，增资额人民币 3,000 万元，其中 400 万为注册资本。上述收购和增资后，汕头朗日注册资本变更为人民币 2,400 万元，其中公司占 75%，朗日集团占 25%。汕头朗日运营公司 venti 子品牌，目前已处于快速发展期中，公司此时进行收购和增资将加快该品牌的快速发展。我们预计 2011 年朗日公司净利润为 1600 万元。以 2011 年净利润计算，不考虑增资开店之后对公司盈利影响，本次公司收购价格对应 PE 为 15 倍，PS 为 3 倍，将增厚上市公司股东权益。

表 4：汕头朗日（Venti）资产和盈利情况一览

项目	2011 年 3 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
资产总额	8554.28	7974.91
负债总额	4345.51	4168.55
净资产	4208.78	3806.36
营业收入	2486.39	8035.29
净利润	402.42	1051.81

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议

我国珠宝首饰消费已经进入高速发展阶段，上半年限额以上企业金银珠宝销售同比增长 49.6%，位列品类增长第一位。公司作为时尚珠宝零售商，在店面开拓及品牌经营方面一直不遗余力，力争在 2015 年拥有五个以上针对不同细分市场品牌，渠道总店数超过 1000 家的经营目标。

我们看好公司在K 金珠宝产品上的长期增长潜力，公司在2010 年进行的钻石储备、加大品牌宣传力度、积极寻找并购对象和国外奢侈品珠宝代理等工作将推动公司未来业绩的持续快速增长，收购少数股东权益和对存货进行套保等措施也将减少业绩的波动性。我们综合考虑期权摊销和收购少数股东权益，仍维持公司 2011-2012 年 EPS 0.85、1.15 元，调高2013年EPS至1.64 元的盈利预测，维持买入评级，目标价为40 元。

风险提示

黄金价格大幅下降；竞争加剧销售增长低于预期、新开门店培育周期过长

广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

潮宏基（002345.sz）_季报点评	欧亚菲	2011-05-04
潮宏基 2010 年报点评_年报点评	欧亚菲	2011-04-20
潮宏基（002345.sz）_公告点评	欧亚菲	2011-02-23

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。