

业绩符合预期 未来将保持高成长

潮宏基 (002345) 年报预增点评

投资要点:

◇ **上半年营业收入增长59.21%，基本符合预期。**2011 年半年度报告，1~6 月实现营业收入6.37 亿元，同比增长59.21%；营业利润8946.31 万元，同比增长40.42%；归属于上市公司股东的净利润7366 万元，同比增长31.27%；每股收益0.41 元，基本符合预期。上半年，营业收入快速增长主要源于以下三个方面：（1）公司继续扩张销售渠道。公司上半年自营门店净增加25 家，代理门店净减少3家，公司专营店总数达389 家，新门店为公司带来了销售的增加。（2）在黄金珠宝行业盛世背景下，公司旗下“潮宏基”品牌的影响力与日俱增，专营店的销售技能进一步增强，再加上为适应消费需求公司增加了在足金和大钻类产品线的投入，使得单店业绩增长迅速，内生增长力得到了一定的提升。公司单店业绩增长迅速，上半年同店增速在30%左右，高于去年平均水平，单店平均销售600万元，相应的净收入为480万元，平均利润率在10%左右的水平。（3）公司采取了一系列的市场推广活动，增加了公司的知名度和美誉度。去年下半年以来，《非诚勿扰2》植入广告及后续相关市场推广活动取得不错的效果。

从产品收入结构来看：足金首饰销售同比大幅增长114.32%，超预期；K金和铂金首饰销售占比进一步下降。虽然主力产品K金仍然保持着高速增长，增长率达42.1%，而足金增长率更高，达到114.23%，因此，K金及铂金珠宝首饰销售占比分别下降6.10%和3.76%，足黄金首饰销售占比则上升10.03%。总体来看，K金为51.26%，仍占主导地位。在扩充了原有部分门店的足金首饰品类和数量后，足金首饰销售大幅增加主要原因：一是在通胀高企和国际金价持续上涨创出新高的背景下，消费者对于足金首饰消费需求持续增加；另一方面公司也加强足黄金产品的款式设计及工艺改进，使其更加多样化和精致化，如潮宏基获得独家授权的哆啦A梦系列产品的推出在市场上已经取得了很好效应。

◇ **销售结构的变化导致公司上半年综合毛利率同比微降0.32%。**上半年，为适应消费市场发展的需要，公司不但进一步注重了产品款式设计以及相关工艺的改良，而且也增强了对产品价格，销售占比主导的K金珠宝首饰毛利率同比上升2.99%，足黄金首饰同比上升3.41%；而铂金珠宝首饰的毛利率则同比下降1.99%，其主要原因系铂金类珠宝首饰中以重量计价销售的低毛利铂金产品增加所致；其他饰品毛利率下降16.43%，主要因为工艺品类订单毛利因产品不同差异较大所致。因此，上半年公司综合毛利率仍同比下降0.32个百分点。

黄金珠宝

推荐 (首次推荐)

风险评级：一般风险

2011 年 8 月 10 日

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

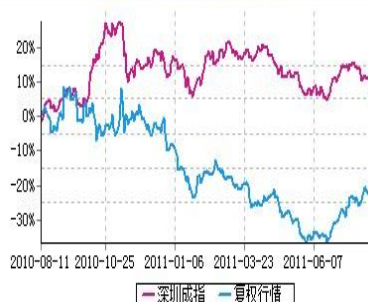
电话：0769-22119410

主要数据 2011 年 8 月 10 日

收盘价(元)	31.20
总市值(亿元)	53.10
总股本(百万股)	18000
流通股本(百万股)	11658
ROE (TTM)	5.50
12 月最高价(元)	41.42
12 月最低价(元)	23.40

股价走势

潮宏基与深圳成指走势对比



资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

相关报告

销售渠道扩张使得期间费用上升。随着公司自营门店数量的增加和公司效益的提升，人工费用、门店装修费、广告宣传费、邮运保险费等营销费用相应增加，因此，上半年销售费用同比增长65.38%。而管理费用同比增长39.56%，主要在于随公司业务规模的扩展以及绩效的提升，人工成本、差旅费等管理费用相应增长所致。财务费用较去年同期增加约331万元，主要原因是公司之前所募集的资金逐步投入经营，银行存款减少导致相应利息收入减少，以及因经营需要通过银行融资补充流动资金而产生相应财务费用所引起。

盈利能力突出，未来成长空间广阔。目前，在同类可比公司中，潮宏基公司毛利率仅次于谢瑞麟，净利润率第一，是唯一净利润率超过10%的珠宝首饰企业，具有一定的竞争优势。公司战略规划指出，在未来五年，公司将进一步“全力做大做强潮宏基品牌，构建多品牌组合，多角度多层次发展的格局”，争取到2015年实现拥有五个以上针对不同细分消费市场的品牌，销售渠道总店数超过1000家。

原材料价格上带动涨存货价值持续提升。公司期末存货账面价值达到9.25亿，据粗略估计，其中包括3亿黄金，约4亿的黄金镶嵌饰品（渠道铺货）以及超过2亿的钻石存货。而年初至今钻石价格上涨超过40%，黄金价格上涨20%，在国际金价持续屡创新高背景下，公司下半年将继续受益于存货价值提升带来盈利能力的增强。

股权激励行权条件较高，有助于公司业绩的释放。2011年8月9日，公司第三次临时股东大会通过了股权激励方案。公司向172名中高层管理及核心技术人员授予312.1万份股票期权，授予日为2011年8月10日，行权价格36.97元。2011-2014年分别计入管理费用257、542、357、143万元。行权的条件为2011-2013年加权净资产收益率分别达到或超过9%、10%和11%；2011-2013年分别较2010年净利润增长率达到或超过25%、65%和115%。我们认为公司股权激励方案行权条件相对较为严格，对净利润增速要求是逐年递增的，因此公司管理层有较强的动力去实现股权激励的行权条件，股权激励方案的实施有利于核心人才团队的稳定，彰显了公司对于未来业绩持续快速增长的信心。

投资建议与估值：黄金珠宝行业正处在一个高速发展的黄金时期，基于我们对公司的以上分析，我们认为公司作为黄金珠宝行业——K金子行业中的龙头企业未来将分享的将是行业版图扩张和自身份额提升的双重增长。作为一个高附加值、高单价产品的行业，消费者对品牌和细节的诉求会相对较高。潮宏基从一开始就有着明确品牌定位、倚重设计，并以此长期作为企业基本经营思路，企业具备从行业中脱颖而出的潜质。

我们预测公司未来5-10年有望保持30%以上的复合增长。预测2011、2012、2013年的EPS分别为0.83元、1.19元、1.67元，预计未来三年EPS复合增长率为34%，给予2011、2012、2013年45、36、24倍PE估值，首次给予公司推荐评级。

风险提示：1、黄金、铂金、钻石等原材料价格大幅波动。2、存货持续增加，对现金流造成的压力。3、大小非解禁，相关股东未来存在减持可能。

图 1：公司历年主营业务收入变动情况

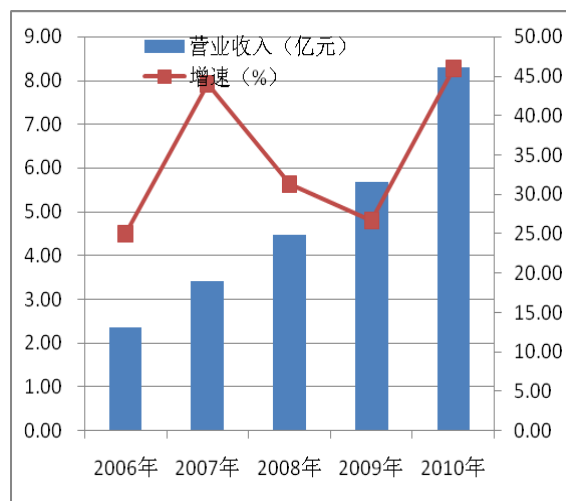
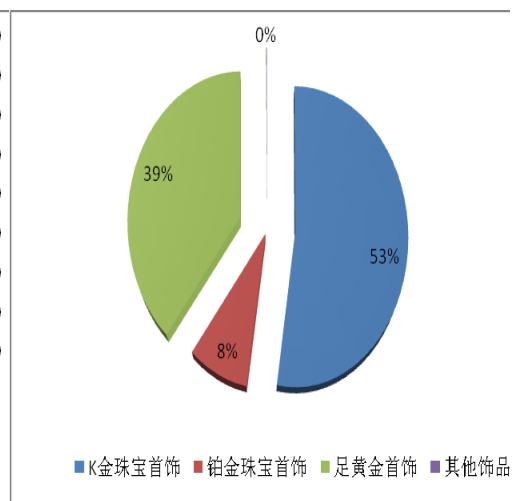


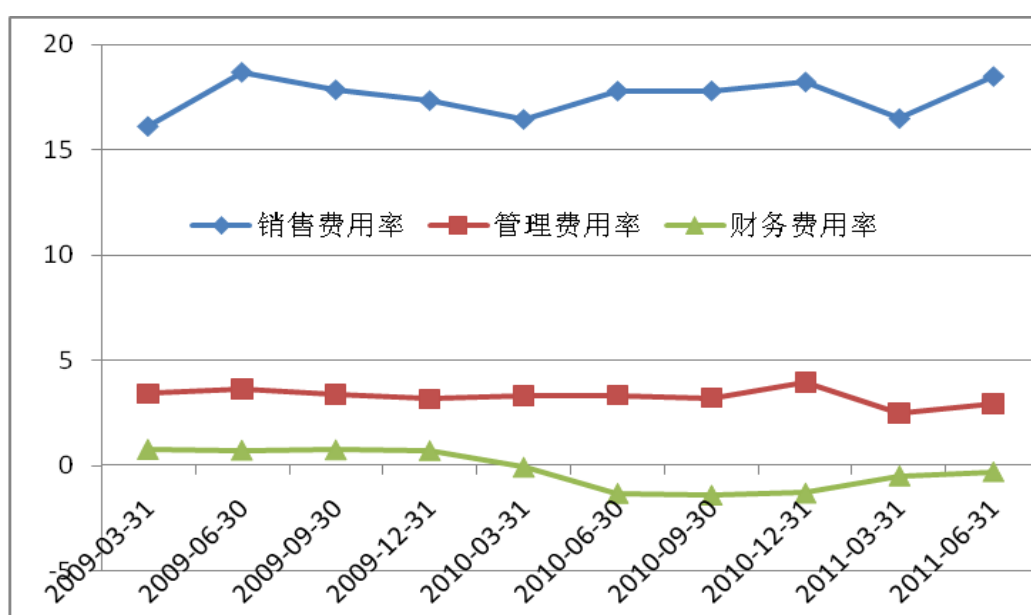
图 2：2011 年上半年各产品收入占比



资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

图 3：公司历年期间费用走势



来源：东莞证券研究所、聚源资讯

表 1：公司主要业务预测

产品分类	单位：万	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
K 金	营业收入	31457	36444	47528	68916	90280	113752
	YOY	2%	16%	30.00%	45.34%	31.35%	26.62%
	营业成本	19013	19330	24548	33140	41425	48882
	毛利率	40%	47.00%	48.00%	51.24%	51.35%	52.56%
铂金	营业收入	6474	8575	9457	10686	12289	14378
	YOY	241%	24.00%	10.20%	13.24%	15.68%	17.81%
	营业成本	4197	5761	6631	7493	8542	9823
	毛利率	35.17%	32.82%	29.87%	31.45%	32.78%	35.36%
黄金及其他	营业收入	6926	11837	26011	55143	99257	153848
	YOY	391%	24%	120%	112%	80%	55%
	营业成本	5741	10020	22400	44352	69189	94789
	毛利率	17.11%	15.35%	13.57%	15.24%	15.60%	15.75%

资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

表 2：A 股可比公司估值水平比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益 (ESP)			市盈率 (PE)			市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
				TTM	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E		
600612	老凤祥	164.08	70.90	0.85	0.97	1.31	44.21	38.65	28.76	9.10	1.00
002574	明牌珠宝	72.89	18.22	0.84	1.10	1.50	36.09	27.66	20.31	2.72	1.45
600337	美克股份	75.86	61.22	0.17	0.34	0.52	70.12	35.05	22.97	3.23	3.07
000026	飞亚达 A	67.16	19.04	0.28	0.41	0.57	60.79	41.71	29.93	5.16	3.38
002345	潮 宏 基	53.10	34.39	0.63	0.83	1.19	47.01	37.03	26.90	4.00	5.64
600086	东方金钰	76.62	42.62	0.23	0.37	0.58	95.44	58.19	37.78	14.84	3.54

资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

表 3：财务报表预测及公司估值指标总结

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	830	1,303	1,850	2,516	净利润	108.44	157.30	224.97	315.27
营业成本	535.80	835.90	1,181.80	1,601.71	折旧与摊销	26.95	33.56	11.93	8.34
营业税金及附加	1.58	5.34	7.96	11.07	财务支出	0.51	-1.28	-1.06	-0.24
销售费用	151.21	235.98	335.83	455.98	投资损失	0.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	32.85	43.91	61.43	77.25	净营运资本变动	-377.93	-245.38	-174.58	-299.27
财务费用	-10.81	-1.28	-1.06	-0.24	经营活动现金流	-241.9	-55.8	61.3	24.1
资产减值损失	0.18	0.13	0.19	0.25	资本支出	-130.98	85.51	-13.05	-20.49
其他经营收益	-0.14	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	119	183	264	370	投资活动现金流	-130.98	85.51	-13.05	-20.49
利润总额	122	185	265	371	股权融资	957.30	-0.62	0.00	0.00
减 所得税	13.64	27.76	39.70	55.64	债券融资	0.00	13.03	23.98	38.49
净利润	108	157	225	315	股利分配及其它	-60.51	-96.15	-138.29	-195.04
减 少数股东损益	5.15	7.40	10.59	14.84	筹资活动现金流	896.8	-83.7	-114.3	-156.6
归母公司净利润	103	150	214	300	货币资金净变动	523.9	-54.0	-66.1	-153.0
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	475.39	421.36	355.26	202.31	成长能力(YOY)				
应收账款	49.33	65.15	74.01	100.66	营业收入	45.98%	57.00%	42.00%	36.00%
预付账款	10.55	16.72	23.64	32.03	营业利润	23.83%	53.82%	44.31%	40.21%
存货	730.75	1,016.37	1,221.21	1,535.03	归母公司净利润	22.19%	45.13%	43.02%	40.14%
其它	15.21	23.71	28.36	33.92	盈利能力				
流动资产合计	1,281	1,543	1,702	1,904	销售毛利率	35.44%	35.85%	36.13%	36.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	12.44%	11.50%	11.59%	11.94%
固定资产合计	25.51	31.00	39.00	53.00	ROE	7.67%	10.66%	14.37%	18.64%
长期待摊费用	37.28	7.46	1.49	0.30	ROIC	21.49%	7.16%	10.89%	14.64%
其它	106.24	11.51	10.59	9.93	偿债能力				
非流动资产合计	169	50	51	63	资产负债率	7.16%	10.89%	14.64%	18.66%
资产总计	1,450	1,593	1,754	1,967	流动比率	12.43	8.88	7.59	6.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.34	3.03	2.15	1.32
应付账款	97.22	117.03	153.63	192.21	营运能力				
预收款项	8.68	8.36	11.82	16.02	资产周转率	0.84	0.86	1.11	1.35
其它	-2.82	48.36	58.86	71.19	存货周转率	0.97	0.96	1.06	1.16
流动负债合计	103	174	224	279	应收账款周转率	22.97	22.76	26.59	28.81
长期借款	0.00	13.03	37.01	75.49	每股指标				
其它	20.81	-13.03	-23.98	-38.49	每股收益	0.57	0.83	1.19	1.67
非流动负债合计	21	0	13	37	每股经营现金流	-1.34	-0.31	0.34	0.13
负债合计	103	187	261	355	每股净资产	7.38	7.81	8.29	8.96
实收资本	180.00	180.00	180.00	180.00	每股股利	0.35	0.54	0.77	1.08
资本公积	940.62	940.00	940.00	940.00	估值指标				
留存收益及其它	226.57	286.44	372.06	492.05	PE	54.44	37.51	26.23	18.72

所有者权益合计	1,347	1,406	1,492	1,612	PB	4.23	4.00	3.77	3.49
负债和权益总计	1,450	1,593	1,753	1,967	EV/EBITDA	38.37	24.12	18.88	13.72

资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn