

潮宏基 (002345.SZ) 批发和零售贸易

外延扩张提速, “奔驰” 在高增速的大道上

公司调研简报

◆积极推进渠道建设, 2015 年门店目标 1000 家:

公司积极扩张销售网络, 2011 年总体门店数净增 70 家左右, 12 年预计新开 80-90 家 (大部分为自营店), 其中 50% 是将分布在新区域, 如西南, 中南区域。未来几年, 公司目标每年新开门店 100 家, 至 2015 年门店总数达到 1000 家, 其中 Venti 200 多家, 潮宏基 700 多家。按每家门店 300 万元的开店成本计算, 公司每年开店所需资金约 2.4 亿。截止 3Q2011, 公司货币资金约 2.46 亿, 考虑到公司向银行贷款的因素, 短期资金方面压力不大。从品牌传播角度来看, 目前公司门店较少, 广告投放效应不明显, 所以通过渠道的扩张, 门店形象和购物环境来提高品牌认知度。

◆金价回调对公司综合毛利率影响不大:

目前公司 K 金产品的价格体系较为粗犷, 因此未来毛利率压力较小。而镶嵌饰品中, 虽然钻石价格上涨幅度较大 (从去年底至今年 8 月份, 大概有 60-70% 涨幅, 现在回调 10-20% 左右), 但公司于 2010 年 7/8 月以及今年 1 月份购买了大约 2 个亿的钻石, 基本是在涨价之前采购, 因此镶钻类毛利率不会变化。而纯黄金的毛利率由于金价回调应该会有所下降。

◆公司战略仍将以 K 金为特色, 形成差异化竞争:

截至 2011 年三季度, 公司 K 金珠宝销售占比 52%, 纯黄金 38%, 其他是铂金产品。近几年由于黄金销售增长较快, 因此 K 金产品的销售占比有所降低。公司为保持以 K 金为特色的差异化竞争战略, 未来在店面形象方面, 将尽可能控制黄金的上柜面积, 总体上黄金销售比重控制在 40% 以内, 最终让消费者对于潮宏基的印象仍是以 K 金为特色的时尚产品。目前公司 K 金产品中 20% 是不带钻的, 80% 是镶嵌的, K 金产品的单件零售价格, 素金为 2000 元左右, 镶嵌在 6000-8000 元左右。

◆营业收入仍保持较高增速, 维持买入评级:

受金价回调影响, 公司近期销售增速略有放缓至 40%, 我们略下调公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.89/1.31/1.81 元 (之前为 0.93/1.34/1.85 元), 以 2010 年为基期未来三年 CAGR46.6%, 6 个月目标价 39.3 元, 对应 2012 年 30 倍 PE。我们认为公司本身质地和管理能力较为稳健, 差异化的 K 金经营以及钻石类产品的强项有利于在黄金珠宝子行业进行差异化竞争, 此外股权激励制度也为公司的经营情况戴上了“金手铐”, 维持买入。

◆风险提示: 黄金价格大幅下滑导致大额存货跌价准备。

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	1,264	1,819	2,434
营业收入增长率	26.74%	45.98%	52.35%	43.87%	33.78%
净利润 (百万元)	85	103	161	236	325
净利润增长率	64.65%	22.19%	55.91%	46.76%	37.71%
EPS (元)	0.47	0.57	0.89	1.31	1.81
ROE (归属母公司)	25.11%	7.77%	11.29%	14.57%	17.25%
P/E	57	47	30	21	15

买入 (维持)

当前价/目标价: 26.99/39.30 元

目标期限: 6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号: S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 1.80

总市值(亿元): 48.58

一年最低/最高(元): 23.40/35.50

近 3 月换手率: 15.68%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.07	16.47	1.65
绝对	-9.13	3.96	-23.90

相关研报

潮宏基: 业绩符合预期, 再次上调盈利预测
---3Q2011 季报点评

潮宏基: 业绩略超预期, 上调 2011 年盈利预测
6.3%---公司业绩预增点评

潮宏基: 业绩符合预期, 未来股价具有上涨驱动力
---2011-08-10

管理层交流 Q&A

1. 公司未来几年的展店计划？每家店成本，装修费用多少？

答：公司未来几年每年目标新开门店 100 家，至 2015 年门店总数达到 1000 家，其中 Venti 200 多家，潮宏基 700 多家。2011 年公司总体门店数净增 70 家，明年在 80-90 家（大部分为自营店），50%是将分布在新区域，如西南，中南华南区域。特别是华南和西南，2012 年力度会加大很多。公司每家店的开店成本在 300 万左右，外加 30 万的装修费用。为了整个品牌提升，公司正在寻找顶级的珠宝品牌，从而对现有品牌起到一个拉伸作用。

2. 公司的品牌定位和品牌维护如何做？

答：潮宏基的定位是中高端和时尚，Venti 的定位是法式风格的产品为主，相对比较国际化。目前珠宝行业处在成长阶段，从整个品牌传播来看，目前门店较少，广告投放之后效应不高，所以不会像服装品牌那样大规模做广告，而是通过渠道来推广为主。周大福现在影响力最大，主要和门店数量多有关系。我们通过门店形象和购物环境让消费者对我们品牌有所认知。除了这个，我们也通过平面杂志等来做品牌提升的工作。

3. 新的区域资源能否跟上公司的扩张速度，明年开店边际成本如何？

答：我们主要的资源还是在渠道，现在对新区域的扩展比较谨慎。在新进入的区域城市，我们会从二三类百货公司开始攻克，进而以点带面攻克整个城市。从目前经验来看，新开门店不会导致收益大幅下降。目前各门店坪效的差异，主要是由于门店所在区域不同造成。比如江苏人均收入相对较高，整个市场空间就大，在江阴、宜兴等地的销售，一个门店有 100 万销售。从真正的消费角度来看，未来珠宝比黄金的增速应该要快，因为黄金缺乏时尚性。K 金和钻石为主的珠宝产品，将是未来的趋势。K 金的市场份额，这几年比较低，主要是由于黄金销售增长较高，珠宝类包括钻石市场份额不到整个金银珠宝市场的 1/3。如果金价下滑，对于珠宝来说，是更好的促进作用。

4. 4 季度同店增速是否有下滑？未来开店策略是 2、3 线城市为主？

答：11 月开始整个市场受到金价下挫影响，原来黄金增速是 100%同比增长，11 月只有 40%。整体销售原来是 60%，至 11 月是 40%。未来开店策略应该在 2、3 线城市为主。

5. 提价情况如何？现在金价下跌，是否有下调价格的压力？K 金占比是否回暖？

答：公司 9 月份提价了一次，老产品提了 20%，但是不能在今年马上贡献收入。这两年黄金涨价，导致 K 金和钻石的整体市场份额不到 1/3，但是未来市场空间肯定是越来越大的。走出中国来看，除了印度和泰国，其他地区如欧美都看不到纯黄金产品的，都是以珠宝和 K 金为主。截至三季度，公司 K 金珠宝占 52%，纯黄金 38%，其他是铂金产品。公司在店面形象方面，尽可能控制黄金的上柜面积，最终让消费者对于潮宏基的印象仍然是时尚产品。这两年黄金增长快，导致所占份额很大，但是从公司本身来说，未来核心产品肯定是 K 金珠宝，总体上希望黄金份额控制在 40%以内。目前 K 金产品中 20%是不带钻的，80%是镶嵌的，K 金的单件零售价格，素金在 2000 元，镶嵌在 6000-8000 元左右。

6. 如何看待金价，现在对冲比例多少？公司门店一线城市占比？

答：现在套期保值已经平仓，没有做套保。公司一线城市门店占比相对较少，上海大概 10 多家。

7. 网购情况如何？

答：网上平台是现有渠道的互补，现在正在开发这一业务，一些产品打 5-6 折，基本是属于滞销处理品，网上业务刚刚做起来，目前一个月大约 100-200 万销售。

8. 无锡两家潮宏基旗舰店进展如何？济南、成都旗舰店面积，装修开支？

答：百货公司要求第一个完整月份就要开始赚钱，旗舰店培育期大约在 1 年以上。汕头机场店的装修一平米 7000 元，未来通过更改装修材料，可以降低装修费用。老的门店 4 年一次重新装修，公司未来每年要持续改造 100 家门店左右（包括新开门店），装修费用标准在 5000 元每平。

9. 股权激励情况？预计每年激励费用多少？

答：我们对于股价还是比较有信心的，如果第一年不行使，费用会冲回去。

10. 存货周转相对较慢，是什么原因？

答：公司有意识存了一些钻石，大约接近 2 个亿。钻石从去年底涨到今年 8 月份，大概有 60-70% 涨幅，现在回调 10-20% 左右，公司去年 7/8 月以及今年 1 月份购买，成本都很低。K 金周转率一般在一年 1.5 次左右。

11. 明年的销售额目标？

答：明年销售增长目标在 30%，珠宝行业的空间比较难判断，与收入水平比较相关，08 年我们统计过，人均持有珠宝的量，中国不到 5%，东南亚都是 30% 左右持有量，中国未来 10 年整个黄金珠宝还是快速增长的。目前珠宝类，结婚因素应该有 50% 的销售拉动。

12. 销售管理模式？

自有是百货公司联营店，另外一种直营店，采取分公司模式。

13. 明年毛利率压力大么？

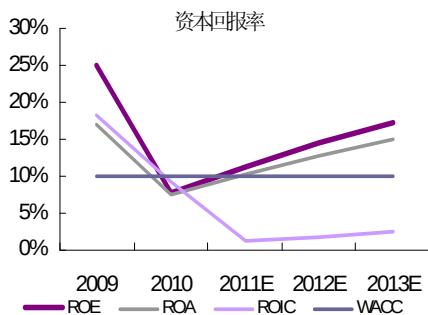
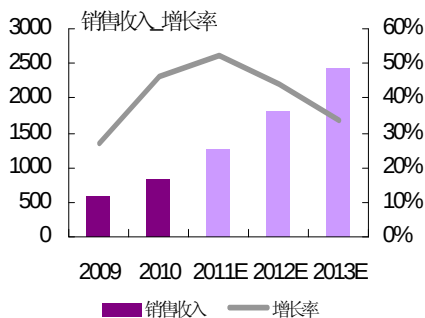
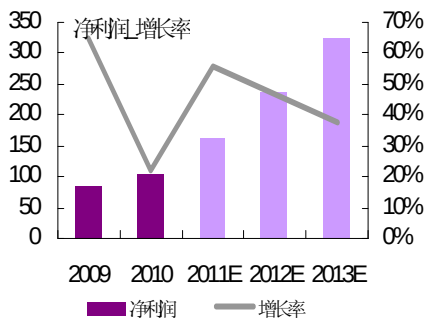
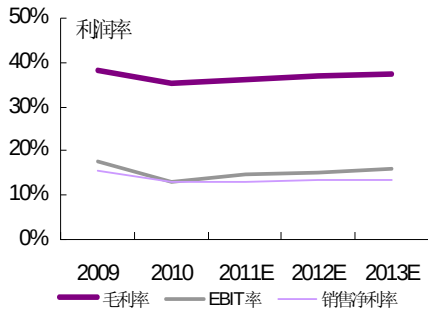
答：整个行业价格体系还是粗犷的，毛利率未来压力不会算高，比如我们钻石基本是在涨价之前采购的。镶钻类毛利率不会变化，但是黄金的毛利率应该会下来。

14. 行业核心竞争力是什么？

1) 渠道 2) 产品 3) 品牌。目前我们设计团队薪酬体系在行业里属于中高的。核心设计师目前还是比较稳定的，但设计师应该有新血液的更换，不然设计的思路会受到限制，所以设计人员有一定的淘汰率的，现在团队有 50 多个人。未来这个行业集中度不会特别高，但是会有集中的趋势。

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
- 20110420 潮宏基：业绩符合预期，细分市场的排头兵---2010年报点评
- 20110429 潮宏基：业绩略低于预期，不改长期看好趋势---1Q2011季报点评
- 20110608 熠熠生辉之朝阳行业，渠道和品牌优势者胜出---黄金珠宝行业深度报告
- 20110620 潮宏基：购置两处品牌旗舰店，加强终端渠道建设---公司公告点评
- 20110724 潮宏基：提高汕头朗日股权比例24%，增厚10年EPS---公司公告点评
- 20110728 潮宏基：业绩符合预期，营业收入增速尽显行业景气度
- 20110810 潮宏基：业绩符合预期，未来股价具有上涨驱动力
- 20111014 潮宏基：业绩略超预期，上调2011年盈利预测6.3%
- 20111030 潮宏基：业绩符合预期，再次上调盈利预测---3Q2011季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	569	830	1,264	1,819	2,434
营业成本	351	536	807	1,150	1,526
折旧和摊销	7	6	10	20	30
营业税费	1	2	3	4	5
销售费用	20	27	230	330	441
管理费用	18	33	40	58	77
财务费用	4	-11	-9	-7	-5
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	194	284	391
利润总额	97	122	194	284	391
少数股东损益	4	5	4	5	7
归属母公司净利润	84.53	103.29	161.03	236.33	325.44

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	515	1,450	1,616	1,880	2,223
流动资产	455	1,281	1,357	1,542	1,814
货币资金	53	475	557	515	604
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	23	49	50	73	97
应收票据	1	0	2	3	4
其他应收款	6	6	14	20	27
存货	369	731	726	920	1,068
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	125	211	286
无形资产	10	12	11	11	11
总负债	165	103	166	231	302
无息负债	78	103	166	231	302
有息负债	87	0	0	0	0
股东权益	350	1,347	1,449	1,649	1,921
股本	90	180	180	180	180
公积金	78	971	987	1,010	1,031
未分配利润	169	178	260	431	676
少数股东权益	14	19	23	28	34

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	40	-242	235	92	245
净利润	85	103	161	236	325
折旧摊销	7	6	10	20	30
净营运资金增加	89	431	18	273	236
其他	-141	-782	47	-437	-346
投资活动产生现金流	-18	-131	-100	-100	-100
净资本支出	18	131	100	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-37	-262	-200	-200	-200
融资活动现金流	0	795	-54	-34	-56
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	63	64	71
净现金流	21	422	82	-42	89

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%	52.35%	43.87%	33.78%
净利润增长率	64.65%	22.19%	55.91%	46.76%	37.71%
EBITDA 增长率	57.52%	12.55%	-18.56%	52.78%	40.14%
EBIT 增长率	62.18%	8.27%	-20.65%	49.91%	39.35%
估值指标					
PE	57	47	30	21	15
PB	14	4	3	3	3
EV/EBITDA	17	31	40	27	21
EV/EBIT	17	32	42	29	22
EV/NOPLAT	34	78	49	34	26
EV/Sales	5	9	6	4	4
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	38.25%	35.44%	36.20%	36.77%	37.30%
EBITDA 率	21.11%	16.28%	15.37%	16.32%	17.10%
EBIT 率	17.60%	13.05%	14.61%	15.22%	15.85%
税前净利润率	17.12%	14.71%	15.35%	15.61%	16.05%
税后净利润率 (归属母公	14.87%	12.44%	12.74%	12.99%	13.37%
ROA	17.09%	7.48%	10.22%	12.84%	14.94%
ROE (归属母公司) (摊	25.11%	7.77%	11.29%	14.57%	17.25%
经营性 ROIC	18.17%	9.27%	1.28%	1.84%	2.45%
偿债能力					
流动比率	3.15	12.43	8.16	6.68	6.01
速动比率	0.59	5.34	3.79	2.69	2.47
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					
EPS	0.47	0.57	0.89	1.31	1.81
每股红利	0.25	0.35	0.23	0.34	0.46
每股经营现金流	0.22	-1.34	1.31	0.51	1.36
每股自由现金流(FCFF)	0.02	-2.44	0.27	-0.65	0.13
每股净资产	1.87	7.38	7.93	9.01	10.48
每股销售收入	3.16	4.61	7.02	10.11	13.52

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

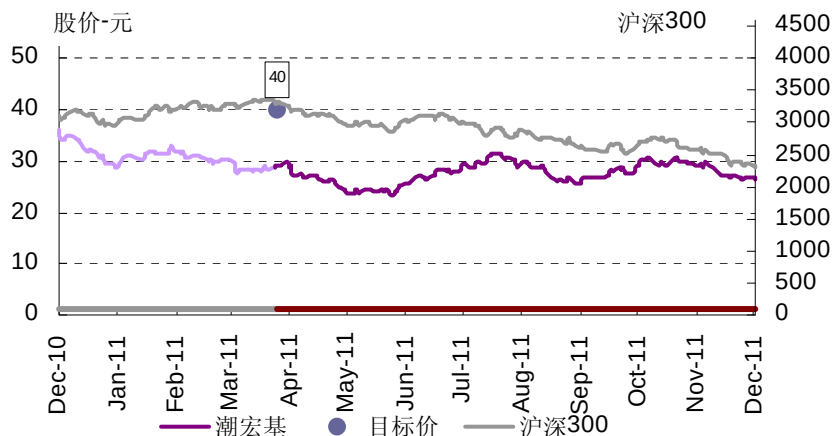
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿,毕业于德国波恩大学国民经济学,获得 CFA CAIA FRM 证书,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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名,“金牛奖”第五名,2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

潮宏基 (002345)



日期	股价	目标价	评级
2011-04-20	28.76	40.00	买入
2011-04-29	29.03	40.00	买入
2011-06-20	24.31	35.00	买入
2011-07-24	27.79	40.00	买入
2011-07-28	29.56	40.00	买入
2011-08-10	30.07	40.00	买入
2011-10-13	28.25	42.00	买入
2011-10-30	30.05	46.90	买入

资料来源：光大证券研究所

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com