

A股首发“K 金之王” 一体化发展制胜市场

——潮宏基(002345)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

投资要点:

● 潮宏基是国内珠宝首饰行业的领先企业之一,公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售,其主打产品为 K 金珠宝首饰,核心业务是对 潮宏基”和 VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理。

● 潮宏基从成立之初就选择以 K 金珠宝首饰为主要突破口,由于这一产品战略顺应了行业发展趋势和消费潮流,经过多年的精耕细作,公司规模及产品得到了很大的提升,尤其在 K 金珠宝首饰领域处于行业领先地位。截至 2009 年 6 月末,公司已形成覆盖全国 27 个省(市、自治区)80 多个主要城市,拥有 279 家品牌专营店的销售网络,其中 202 家自营店,77 家品牌代理店,是中国 A 股市场上第一家真正意义上的珠宝首饰连锁企业。

● 公司一直致力于品牌经营之路,成立之初就以自主品牌参与竞争,目前已取得优异的成绩,良好的 潮宏基”品牌形象是公司重要的无形资产,也是公司的核心竞争力之一。2009 年 6 月 16 日,世界品牌实验室和世界经理人集团联合发布了由世界品牌实验室独家编制的《2009 年度中国 500 最具价值品牌》排行榜,公司的 潮宏基”品牌以价值 44.25 亿元位列珠宝首饰行业第二名,仅次于香港品牌周大福。

● 受益于人均可支配收入的快速增长和消费升级,我国的珠宝首饰行业已进入高速发展阶段。从 2003 年开始,我国金、银、珠宝类商品销售总额进入高速增长阶段,近年来始终保持 20%以上的稳定增速。

● 根据中国宝石协会的统计,未来几年中国的珠宝首饰市场将保持 15%以上的行业增速;预计细分子行业 K 金珠宝首饰的需求增速将达到 25%—30%,珠宝首饰行业还有巨大的发展空间。

● 我们认为,未来几年黄金珠宝业的市场集中度将有大幅度提升,只有那些既注重品牌、工艺,又具备较强的网点开拓能力和经营管理能力的企业才能成为行业龙头,潮宏基正是具备这些素质的优秀企业。

● 潮宏基的管理层比较早认识到设计和工艺的重要性,并且在组织架构上对二者进行拆分,设计和工艺优势也是公司的优势之一。公司自 2000 年开始组建自有的设计研发团队,在组织架构上分别设立产品中心和生产中心负责新产品研发设计和技术工艺的开发改造;目前公司拥有设计研发人员比重达到 20%;设计研发和试制费用稳定在总收入的 2%以上,呈逐年递增趋势,每年自主设计款式超过 5000 款。

● 在最近几年的经营中,潮宏基成功地转型为一家 品牌经营+产品设计+连锁销售”三位一体、自有渠道比例不断提高的连锁经营型企业,以品牌经营为核心,优质渠道为载体,渠道推动品牌,品牌制胜市场,在以 K 金珠宝首饰为主导产品的基础上,不断丰富产品线,实现公司的毛利率水平和盈利能力持续稳步增长。

● 本次潮宏基拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,000 万股,本次发行募集资金拟投资于销售网络建设和珠宝首饰生产加工(含设计研发)建设两个项目。此次募集资金将打开制约企业扩张的资金瓶颈,潮宏基的销售收入和渠道扩张都将跃上新的发展阶段。

● 预计公司 2009—2011 年实现营业收入 57,556 万元、77,129 万元和 98,234 万元,同比分别增长 28.3%、34.0%和 27.36%;同期实现净利润 归属于母公司股东 8,926 万元、12,200 万元和 14,780 万元,同比增长 73.86%、36.68%和 21.14%。

● 综合 PE 及 PEG 两种估值方法,我们给予公司合理估值为 37.60—42.80 元/股,从基本面的来看,公司所处行业空间巨大,商业模式面向未来,公司的发展具有较大的确定性,本次 IPO 将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。

公司介绍

1.1、公司简介

近期,广东潮宏基实业股份有限公司(以下简称潮宏基或公司)正式发布招股说明书,公司即将登陆 A 股市场,公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售,其主打产品为 K 金珠宝首饰,核心业务是对 潮宏基”和 VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理。经过多年的精耕细作,公司已发展成为珠宝首饰行业的领先企业之一,尤其在 K 金珠宝首饰领域处于行业领先地位。中宝协出具证明,确认公司生产的 K 金珠宝首饰销售额一直处于行业领先地位,其中 2007 年度、2008 年度 潮宏基”品牌 K 金珠宝首饰零售额在同行业内排名前三名。截至 2009 年 6 月末,公司已形成覆盖全国 27 个省(市、自治区)80 多个主要城市,拥有 279 家品牌专营店的销售网络,其中 202 家自营店,77 家品牌代理店,是中国 A 股市场上第一家真正意义上的珠宝首饰连锁企业。

K 金是黄金和其它金属(如银、钨、钨)熔炼在一起的合金,具有延展性强、硬度高、色彩多变的特点,因此产品样式更为丰富、色彩变化更趋多样,更符合年轻人潮流时尚的特点。公司从成立之初,便将 K 金作为公司差异化竞争的主要方向,经过多年的耕耘,公司自有品牌 潮宏基”在市场上已有较高的品牌知名度和美誉度。2009 年 6 月 16 日,世界品牌实验室和世界经理人集团联合发布了由世界品牌实验室(World Brand Lab)独家编制的《2009 年度中国 500 最具价值品牌》排行榜,公司的 潮宏基”品牌以价值 44.25 亿元位列珠宝首饰行业第二名,仅次于香港品牌周大福:

表 1:入选 500 强珠宝首饰品牌及其价值如下

500 强排名	品牌名称	品牌拥有机构	品牌价值(亿元)
50	周大福	周大福珠宝金行有限公司	138.43
187	潮宏基	广东潮宏基实业股份有限公司	44.25
209	老凤祥	上海老凤祥有限公司	40.29
266	老庙	上海老庙黄金有限公司	31.21
364	亚一	上海亚一金店有限公司	19.08
441	明牌	浙江日月集团	12.26

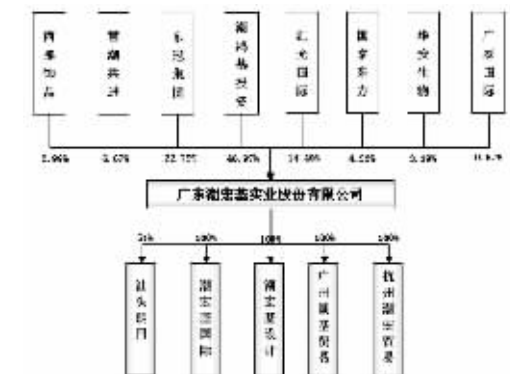
资料来源:招股说明书

公司拥有国际化的设计团队,在国内外珠宝设计比赛中屡获奖项。2006 年 4 月,公司获瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会的邀请,成为首家登上世界最顶级时尚珠宝展会舞台的亚洲珠宝首饰企业。此外,通过与 DTC 国际钻石推广机构、PCI 国际铂金协会、WGC 世界黄金协会三大行业组织开展合作等举措,公司 潮宏基”品牌凭借其神秘古老的中华文化元素和独特的原创设计风格,得到了国际珠宝界的充分肯定。

1.2、股权结构

公司控股股东为潮鸿基投资,目前持有公司 4,227.384 万股股份,占总股本的 46.97%,公司实际控制人为公司创始人廖木枝先生。本次发行前公司总股本为 9,000 万股,本次拟发行数量为 3,000 万股,占发行后总股本的 25%。

图 1:发行前公司股权结构图



资料来源:招股说明书

1.3、财务状况

近三年,公司营业收入复合增长率达到 37.5%,高于行业平均 30%左右的复合增长率。公司 2007 年度、2008 年度及 2009 年 1—6 月的营业收入为 34,158.85 万元、44,859.21 万元和 27,898.05 万元,同比分别增长 44.00%、31.33%和 25.72%;同期所实现的净利润分别为 4,675.25 万元、5,211.91 万元和 4,131.33 万元,同比分别增长 113.59%、11.48%和 51.23%,反映了良好的上升势头和较强的抗经济周期的特点。

公司财务结构稳健,现金流情况较好(表 2),与公司的行业特点相适应,从毛利率情况看,公司综合毛利率逐年上升,主要得益于公司主营产品 K 金珠宝首饰毛利率的逐年提高。K 金珠宝首饰 2006 年度、2007 年度、2008 年度及 2009 年 1—6 月的毛利率分别为 20.12%、28.25%、39.56%和 46.91%,逐期稳步增长。作为公司精耕细作的主营产品,K 金珠宝首饰随着公司管理水平、产品设计工艺水平等的逐年提升,以及品牌价值、规模效益等综合效益的逐步发挥,产品定价水平得以提高,最终实现毛利率的进一步提高。

表 2:潮宏基主要财务指标

	2006	2007	2008	2009 上半年
流动比率(倍)	1.52	2.97	2.48	3.51
资产负债率	55.23%	37.65%	35.04%	32.43%
存货周转率	1.68	1.29	1.08	0.55
每股经营活动的现金流量	0.17	-0.57	0.53	0.35
综合毛利率	20.67%	28.96%	35.46%	39.52%
净资产收益率	23.77%	21.77%	19.66%	13.68%

行业篇:金光铺道 潜力无限

2.1、全球珠宝首饰行业发展现状及特点

据英国研究公司购物者报告(Report Buyer)称,全球奢侈品牌的支出额到 2012 年将从目前的 2710 亿美元增长到 4650 亿美元,其中中国、印度等新兴市场将是主要的推动力。

纵观数百年来的世界珠宝发展史,精致与奢华的珠宝首饰已成为人类美好爱情和尊贵身份的象征。在现今国际珠宝首饰市场上,以卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)及蒂芙尼(Tiffany)三大顶尖珠宝品牌为代表,引领了行业发展潮流,成为全球高端消费阶层梦寐以求的高档消费品。消费市场方面,美国是世界珠宝首饰第一大消费国,但由于其市场规模较大,近年来的增长率略低于世界平均水平;中国与印度的珠宝首饰市场发展迅速。目前,中国已经成为世界上最大的玉石和翡翠消费市场、世界第二大黄金消费国、世界第二大钻石加工基地。

2.2 中国珠宝首饰行业发展现状

受益于中国人均可支配收入的快速增长和消费升级,我国的珠宝首饰行业已进入高速发展阶段。从 2003 年开始,我国珠宝类商品销售总额进入高速增长阶段,近年来始终保持 20%以上的稳定增速。

图 2:珠宝首饰贸易业务零售总额

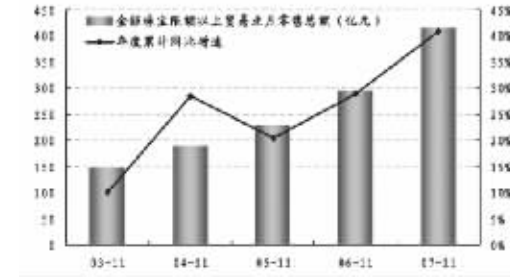


图 3:珠宝首饰类商品与人均收入增长比较



随着城镇家庭人均可支配收入的增加,珠宝首饰类商品销售亦呈上升趋势。对比城镇家庭人均可支配收入指数增长率与金银珠宝类商品销售增长率表明,尽管人均可支配收入增长率在微幅下降,但珠宝类商品消费呈反向高速增长,这与中国富裕阶层的大量涌现是有关系的,相信这一趋势在今后仍将延续。根据中国宝石协会的统计,未来几年中国的珠宝首饰市场将保持 15%以上的行业增速;预计细分子行业 K 金珠宝首饰的需求增速将达到 25%—30%,珠宝首饰行业还有巨大的发展空间。

2.3 中国珠宝首饰行业竞争格局

中国珠宝首饰行业的兴起始于上世纪 80 年代初,属新兴行业。目前,中国珠宝首饰行业处于高速发展阶段,各竞争品牌之间均未能占有绝对份额,市场集中度较低。竞争的主要格局是卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)、蒂芙尼(Tiffany)等世界顶级品牌占据了国内最高端的消费市场;香港的周大福、谢瑞麟及国内的老凤祥、潮宏基等品牌在国内珠宝首饰的主流消费市场占有领先地位;此外,北京的戴梦得、沈阳的萃华等区域性品牌在各自的优势区域也具备一定的竞争优势。

与跨国珠宝巨头相比(见表 2),内资珠宝企业在工艺、品牌经营能力和管理能力方面普遍较落后,但是由于定位不同,并不形成直接竞争。与港澳珠宝企业相比,内资珠宝企业的影响力、工艺技术较落后,但定位有部分重合,形成一定竞争关系。因此,内资珠宝企业可以采取与国外珠宝商合作的方式,取长补短,加强网点管理和品牌营销能力,学习先进的工艺技术,快速成长。

表 2:内资、港资及跨国珠宝首饰企业优势比较

珠宝企业	优势	定位	行业代表
内资	占领重要销售渠道、售价相对便宜;	中档偏高	潮宏基、老凤祥、老庙黄金、亚一金店
港资	渠道扩张中,品牌经营意识较强;	高档	周大福、周生生、谢瑞麟
跨国巨头	工艺技术力量强、款式新颖、企业规模大、品牌影响力大	奢侈品	卡地亚、宝格丽、Tiffany

我们认为,未来几年黄金珠宝业的市场集中度将大幅度提升,只有那些既注重品牌、工艺,又具备较强的网点开拓能力和经营管理能力的企业才能成为行业龙头。潮宏基正是具备这些素质的优秀企业。

公司篇 差异化竞争力促发展 一体化模式拥抱未来

3.1 差异化竞争诞生 K 金之王”

公司在成立之初面对的就是香港的周大福、周生生、谢瑞麟、六福集团以及国内的老凤祥等这些竞争对手,因此在成立之初,公司的品牌和实力都不足以与之正面竞争,于是公司主动调整产品结构,以 K 金珠宝首饰为主要突破口,由于这一产品战略顺应了行业发展趋势和消费潮流,因此公司规模和经济效益不断增强,形成了目前以 K 金珠宝首饰为主的产品结构,兼顾铂金和其他珠宝首饰的业务格局,也在消费者心中建立了有别于其他企业的独特的品牌特色。

潮宏基的管理层比较早认识到设计和工艺的重要性,并且在组织架构上对二者进行拆分,设计和工艺优势也是公司的优势之一。公司自 2000 年开始组建自有的设计研发团队,在组织架构上分别设立产品中心和生产中心负责新产品研发设计和技术工艺的开发改造;目前公司拥有设计研发人员比重达到 20%;设计研发和试制费用稳定在总收入的 2%以上,呈逐年递增趋势,每年自主设计款式超过 5000 款。

经过多年的精耕细作,公司已发展成为珠宝首饰行业的领先企业之一,尤其在 K 金珠宝首饰领域处于行业领先地位,经中宝协出具证明,确认公司生产的 K 金珠宝首饰销售额一直处于行业领先地位,其中 2007 年度、2008 年度 潮宏基”品牌 K 金珠宝首饰零售额在同行业内排名前三名。

3.2 品牌经营+产品设计+连锁销售”一体化的商业模式

目前我国 5,000 多家珠宝首饰企业中,大部分还处在为品牌企业代工的阶段,只能赚取微薄的加工费。但珠宝首饰行业的发展趋势是优势逐渐向那些既有设计和开发能力、又有自己销售渠道的企业转移。公司在最近几年的经营中成功地转型为一家 品牌经营+产品设计+连锁销售”三位一体、自有渠道比例不断提高的连锁经营型企业,在以品牌经营为核心,以优质渠道为载体,以 K 金珠宝首饰为主导产品的基础上,不断丰富产品线,实现公司的毛利率水平和盈利能力持续稳步增长。

3.1.1 品牌经营转动市场

公司始终致力于专业化品牌经营,注重品牌培育,并将品牌内涵与珠宝首饰产品结合,实现品牌附加值最大化。经过多年的不懈努力,公司产品经营取得了良好效果,品牌影响力和顾客忠诚度不断提高,公司 2008 年自营店销售收入中 16%以上来自老顾客,除上文提到的在由世界品牌实验室(World Brand Lab)独家编制的《2009 年度中国 500 最具价值品牌》排行榜,潮宏基”品牌以价值 44.25 亿元位列珠宝首饰行业第二名外,公司近年来获得的主要品牌荣誉如下:

表 3:公司近年主要荣誉

奖项名称	颁发时间期限	颁发单位
清科-2008 年中国最具投资价值企业 50 强	2008.06	清科集团
中国名牌产品(贵金属镶嵌首饰)	2007.09	国家质量监督检验检疫总局
2009 年中国 500 最具价值品牌(第 187 位,品牌价值 44.25 亿元)	2009.06	世界品牌实验室、世界经理人集团
2008 年中国品牌 500 强(第 191 位,品牌价值 39.31 亿元)	2008.06	世界品牌实验室、世界经理人集团
2007 年中国品牌 500 强(第 215 位,品牌价值 31.93 亿元)	2007.06	世界品牌实验室、世界经理人集团
2006 年中国 500 最具价值品牌(第 218 位,品牌价值 29.37 亿元)	2006.06	世界品牌实验室
2005 年中国 500 最具价值品牌(第 237 位,品牌价值 27.18 亿元)	2005.08	世界品牌实验室
2005—2007 年连续三年中国品牌年度大奖	2007.12 2006.12 2005.12	世界品牌实验室
2006 年、2007 年连续两届亚洲品牌 500 强	2007.08 2006.09	亚洲品牌盛典组委会
中国珠宝首饰业驰名品牌	2007.10—2009.10	中国珠宝首饰玉石行业协会

3.1.2 产品设计制胜市场

公司自 2000 年起就组建了自有的设计团队,持之以恒以原创设计推动产品差异化,报告期内公司年均推出自主设计款式超过 5,000 款。2006 年 4 月公司作为国内珠宝首饰界唯一代表应邀参加了世界顶级时尚舞台——2006 年瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会。同时,公司也注重与国内外研发设计机构的合作,致力于创造具有东方文化内涵和国际视野的时尚珠宝。2007 年 4 月,公司与清华大学美术学院合作,成立 清华大学美术学院潮宏基首饰实验室”,共同挖掘中国传统文化精髓,运用在珠宝设计领域。

3.1.3 连锁经营覆盖市场:

在渠道建设上,经过多年的精耕细作,公司形成了以华东、华南和东北为核心市场,覆盖全国 27 个省(市、自治区)80 多个主要城市,拥有 279 家品牌专营店(包括 202 家自营店和 77 家品牌代理店)的销售网络,专营店数量位于同行业前茅,其中自营店数量居第二位,仅次于香港周大福。

而且公司自营店中 95%以上设立在优质的百货渠道中,百货商场一般位于城市商业中心,人气聚集效应明显,客流量稳定,与优质百货渠道合作,能够保证企业实现渠道的快速复制和扩张;目前,公司已经与五大全国性连锁百货集团的大商、百联、王府井、新世界、百盛,以及各区域性知名百货企业建立了战略合作关系。在中国连锁经营协会公布的 2008 年中国连锁百强”零售企业中,已与公司建立战略合作关系的百货商场达 52.27%。

3.3 好的管理团队引领好的企业

潮宏基改制为股份公司多年,成功实践了所有权和经营权分离的现代企业制度,形成了较完善的法人治理结构,大胆引进国内外高级职业经理人,形成一支优秀的管理团队;在内部管理中注重借助现代信息技术,是国内珠宝首饰行业第一家实施 SAP-ERP 信息管理系统的企业。凭借良好的治理结构和高效的管理水平,公司分别被全球四大商学院之一的欧洲工商管理学院(INSEAD)和国内最好的商学院之一的北京大学光华管理学院选定为企业管理案例和人力资源管理案例。

3.4 同业比较 公司的盈利能力处于上升通道之中

公司主要竞争对手为香港的周大福、周生生、谢瑞麟和六福集团等港资知名品牌,其中周大福不是上市公司,因此选择了已在香港上市的周生生、谢瑞麟和六福集团进行毛利率比较分析。近三家香港上市公司的毛利率整体呈上升趋势,但比较平稳,基本保持了稳定。

表 4:最近三年各公司毛利率情况如下:

可比公司	2008 年度	2007 年度	2006 年度
周生生	15.81%	17.79%	13.92%
谢瑞麟	53.14%	53.13%	50.31%
六福集团	21.21%	24.88%	21.77%
潮宏基	35.46%	28.96%	20.67%

与香港上市公司相比,潮宏基的毛利率上升速度快,主要是一方面公司处于成长期,基数较小,随着规模的不断扩展毛利率不断上升,另一方面也反映公司多年来品牌建设和在产品设计及工艺方面的投入带来了回报,市场品牌价值的提高提升了公司产品的价格水平;公司仍处于上升期,毛利率仍有进一步增长的空间。

募投篇 募投项目扩充产能 行业面临整合机会

本次潮宏基拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,000 万股,本次发行募集资金拟投资于销售网络建设和珠宝首饰生产加工(含设计研发)建设两个项目。此次募集资金将打开制约企业扩张的资金瓶颈,潮宏基的销售收入和渠道扩张都将跃上新的发展阶段。

表 5:本次募集项目 单位:万元)

项目名称	投资总额	税后财务内部收益率 (%)	募集资金投入金额	第一年	第二年
销售网络建设项目	27,853.20	28.74	25,500	12,000	13,500
珠宝首饰生产加工(含设计研发)建设项目	6,151.60	26.48	5,500	3,800	1,700
合计	34,004.80		31,000	15,800	15,200

资料来源:公司招股书

● 销售网络建设项目

项目总投资 27,853.20 万元,拟建设 100 家自营店,包括 5 家旗舰店、15 家专卖店和 80 家联营店,并建设 1 个终端管理培训中心。通过建设旗舰店,充分发挥其示范和品牌辐射作用,达到 以点带面”的效果;通过在已有的优势区域开设专卖店,在直接带动产品销量增加的同时,提升已有强势区域的品牌知名度和美誉度;通过新增联营店,进一步完善原有营销网络,优化区域分布,增强销售渠道控制能力,提升 潮宏基”品牌影响力,提高产品市场占有率。

● 珠宝首饰生产加工(含设计研发)项目

项目总投资 6,152 万元,项目将新建 15,000m²的生产厂房以及 3,000m²的品牌设计研发中心,以提高公司生产能力,满足快速增长的产能需求;同时通过新的品牌设计研发中心设计适销对路的款式,以满足消费者消费升级后对品牌产品多样化需求。

上述项目的实施有利于公司一体化模式的进一步加强,有利于进一步提升公司的市场形象和市场占有率,公司将迎来新的高速发展时期。

盈利预测与估值分析

我们认为上市之后的潮宏基解决了资金瓶颈,将迎来高速的发展期,预计 2009—2011 年实现营业收入 57,556 万元、77,129 万元和 98,234 万元,同比分别增长 28.3%、34.0%和 27.36%;同期实现净利润 归属于母公司股东 8,926 万元、12,200 万元和 14,780 万元,同比增长 73.86%、36.68%和 21.14%。

表 6:潮宏基业绩预测表 单位:万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	44,859	57,556	77,129	98,234
同比增长	31.33%	28.3%	34.0%	27.36%
归属于母公司股东的净利润	5,134	8,926	12,200	14,780
同比增长	9.80%	73.86%	36.68%	21.14%
每股收益(元)	0.57	0.74(摊薄后)	1.02(摊薄后)	1.23(摊薄后)
净资产收益率(ROE)	19.72%	23.42%	10.22%	11.21%

● PE 估值法

公司主营 K 金珠宝首饰的生产及连锁经营,其商业模式及盈利模式在目前国内 A 股上市公司中没有完全可比的公司,因此无法进行简单的类比。因此我们选取同行业公司和近期上市的中小板企业综合对比,并考虑到 潮宏基”是 A 股市场上第一家真正意义上的全国性珠宝首饰连锁企业,应享受部分估值溢价,综合考虑给予公司 2010 年 35—40 倍的估值区间,对应股价为 35.7—40.8 元/股。

表 7:近期中小板上市公司市盈率比较

股票名称	EPS	2009A	2010E	2011E	PE	2009A	2010E	2011E
行业代表								
老凤祥	0.25	0.59	0.69	39.39	27.04	20.80		
飞亚达	0.27	0.35	0.41	46.75	36.43	30.55		
近期中小板								
齐川文具	0.62	0.89	1.30	57.90	40.03	27.41		
健桥通讯	0.36	0.44	0.54	85.75	69.36	56.87		
华测检测	0.70	0.93	1.10	60.33	45.35	38.32		
东方园林	1.64	2.86	3.90	66.31	38.07	27.79		
平均				45.04	32.10	25.07		

● PEG 估值法

另外,公司未来 3 年每股收益为 0.74、1.02、1.23,净利润复合增长率 36.9%。作为连锁经营的高档消费品行业,具有高增长、抗周期的特性;潮宏基 2010 年的每股收益为 1.02 元,按照 PEG 为 1—1.2 合理估值,合理的市场价格区间为 37.64 元/股~45.17 元/股。

因此综合两种估值方法,我们给予公司合理股价为 37.60—42.80 元/股,从基本面的来看,公司所处行业空间巨大,商业模式面向未来,公司的发展具有较大的确定性,本次 IPO 将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。