



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务:零售及百货

刘都

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001
(8621) 2032 8511
du.liu@bocigroup.com

*陈作佳为本报告重要贡献者

潮宏基拟定定向增发不超过 4,300 万股, 募资不超过 9.5 亿元投入销售网络扩建项 目

潮宏基(002345.SZ/人民币 24.40, 买入)2012年5月9日发布公告称, 公司拟向包括廖创宾先生(公司实际控制人廖木枝先生之子)在内不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 4,300 万股, 其中廖创宾先生拟以现金形式认购此次非公开发行股票总数的 10%。

公司此次定向增发的发行价将不低于 22.14 元/股, 拟募集资金不超过 9.5 亿元, 投入潮宏基销售网络扩建项目。根据规划, 项目总投资额为 11.27 亿元, 拟以购买的方式于汕头市内开设 600 m² 营业面积高端旗舰店 1 间, 并在全国范围内百货公司设立联营店 240 家, 总营业面积 12,000 m²。

按非公开发行数量上限 4,300 万股计, 新增股本占现有 1.8 亿股股本的 19.3%, 增发完成后, 大股东潮宏基投资所持股份占比将由之前的 35.2% 降至 28.4%。

图表 1. 非公开发行募集资金投向及建设进度测算

(人民币, 万元)	投资总额	募集资金投入金额	募集资金投入金额		
			第一年	第二年	第三年
潮宏基销售网络扩建项目	112,681	95,000	20,940	41,350	32,710

类型	总店数	营业面积 (平方米)	建设进度		
			第一年	第二年	第三年
高端旗舰店	1	600	—	1	—
联营店	240	12,000	50	90	100

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

募集资金缓解债务压力, 直营扩张有望加速

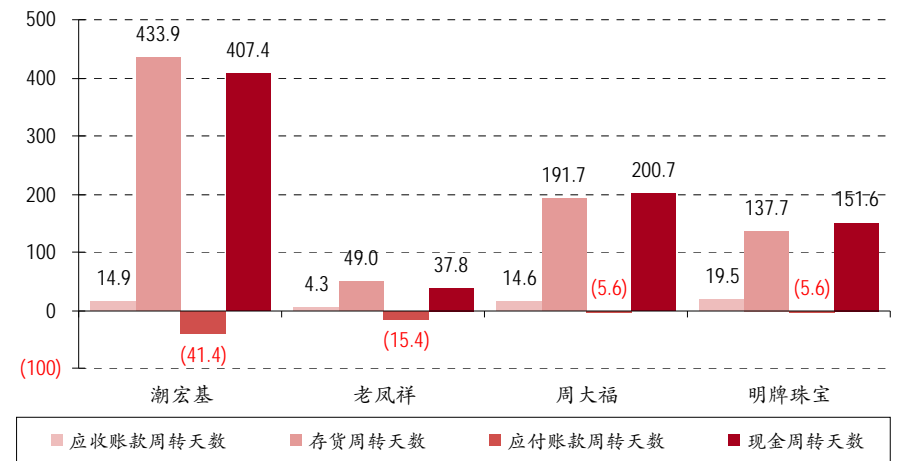
公司以镶嵌为主的产品属性和直营为主的渠道模式导致对现金的需求高于同业。从现金周转效率上看, 2011 年潮宏基的现金周转天数为 407 天, 大幅高于同业的周大福、老凤祥(600612.SS/人民币 27.12, 未有评级)和明牌珠宝(002574.SZ/人民币 21.27, 未有评级)。

较低的周转效率意味着公司以经营现金流覆盖展店支出的能力较弱, 而对存量现金和债务的依赖程度更高。截至 2012 年 1 季度末, 公司现金余额 1.62 亿元, 短期借款余额为 1.7 亿元, 1 季度财务费用由上年同期的净收入 160.3 万元转为净支出 408.2 万元, 从而导致公司 1 季度利润增速远低于收入。财务压力的增大已成为制约公司业绩扩张的重要原因。

我们认为，随着定向增发的实施，公司当前存量现金短缺的现状将得以极大缓解，且根据公司营销网络扩建项目规划，募集资金到位后3年内将新增商场专柜240家，未来公司直营渠道的扩张速度有望进一步加快。

若假设公司2012年底完成增发，并以上限完成发行和资金募集，则我们估算财务费用的节省将增厚公司13/14年每股收益0.23元和0.23元（以增发后股本2.23亿股计，假设公司借款利率为6个月以下贷款利率6.1%）。

图表 2. 产品结构和渠道模式导致潮宏基周转效率低于同业



资料来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

注：潮宏基、明牌珠宝数据为2011年；老凤祥数据选自2008年珠宝零售业务报表；周大福数据截至2011财年，周大福销售收入经扣点调整以保证可比性。

图表 3. 定向增发前后每股收益估计

(元)	2012	2013	2014
增发前	0.86	1.21	1.67
增发后	0.86	1.44	1.90
差额	0.00	0.23	0.23

资料来源：公司数据、中银国际估计

1 季度增速有所回落，看好 K 金业绩确定性

受益于黄金价格的高涨和投资需求的拉动，公司2011年业绩呈现加速增长。但随着11年9月以来金价涨势趋缓，加之装修费摊销、期权费摊销和财务费用的增加，公司12年业绩增速估计将较11年有所放缓。从1季度的情况看，公司营业收入增长39.8%，其中足金品类增长约60%，我们估计公司当前黄金库存成本约为1,600-1,700美元/盎司，足金品类毛利率较11年16.6%的水平回落至10%-15%的正常水平。K金珠宝首饰收入增速超过20%，但受终端消费不振影响，增速亦有所回落。展望全年，随着下半年黄金涨价因素的减弱，在金价平稳假设下，我们估计公司足金品类增速较上半年仍有下滑，K金品类的表现则取决于消费信心总体回复情况。

我们认为，在金价不确定性加剧的背景下，K金品类业绩的相对高确定性为公司构筑较大安全边际。随着增发的进行，年初以来困扰公司的财务费用压力将有望获得显著好转，1季度利润增速大幅低于收入的情况在增发后预计将获得大幅改善。

由于定向增发在时点和募集资金方面仍有不确定性，我们暂维持公司12、13、14年1.06元、1.54元和2.12元的盈利预测，维持31.40元的目标价不变，重申**买入**评级。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371