

公司研究/首次覆盖

2019年12月01日

商业贸易/零售 II

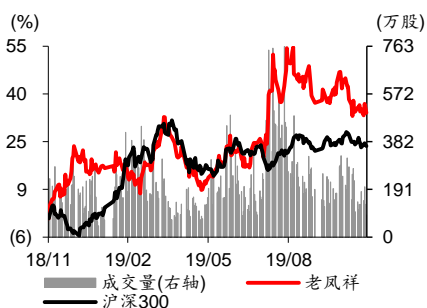
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 47.88
合理价格区间(元): 56.52~62.80

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004
研究员 021-38476072
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

百年珠宝品牌, 受益金价上涨

老凤祥(600612)

珠宝老字号品牌, 受益于金价上涨, 首次覆盖给予“买入”评级

老凤祥是始创于 1848 年的民族品牌, 在国内黄金珠宝首饰行业中居于龙头地位, 公司主营黄金珠宝首饰业务, 其中又以黄金产品为主。2009-2018 年, 公司营收 CAGR 为 16.77%, 归母净利润 CAGR 为 28.09%。2019Q3 单季度公司营收及归母净利润分别增长 24.59% 和 26.26%, 超出市场预期, 金价上涨对公司收入及业绩增长拉动力显现。此外公司长期将受益于黄金珠宝消费稳健增长, 且混改推进有望释放公司活力, 我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.71/3.14/3.52 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

黄金珠宝消费需求稳健增长, 低线城市更具活力

黄金珠宝市场规模主要受消费需求及投资需求拉动, 长期看行业增长主要受消费性需求驱动。根据中国珠宝玉石首饰行业协会统计, 2018 年我国珠宝消费市场规模达到 8200 亿元, 同比增长 7.5%, 且预计 2019-2021 年行业市场规模仍能维持 8% 左右的增长。此外, 根据世界黄金协会的调查研究, 中国低线城市对于黄金的消费意愿不亚于高线城市, 2017 年黄金首饰在三四线城市的渗透率为 70%, 与一二线城市处于同一水平, 三四线城市消费升级有望带动行业进一步增长。

公司渠道广覆盖, 门店持续下沉扩张

公司以加盟模式为主, 收入占比 90% 左右。公司依靠加盟模式在全国范围内迅速扩大门店数量, 获得规模优势和竞争壁垒。近年来公司门店数量持续增长。2011-2019H1, 公司线下门店总数从 2015 家增长至 3589 家, 其中加盟店从 1876 家增长至 3411 家, 贡献了绝大多数增量, 并且公司门店扩张主要集中于三四线城市, 未来门店下沉趋势仍将持续。

金价上涨放大利润弹性, 2019Q3 业绩已有体现

2019 年以来金价大幅上涨, 公司产品侧重于黄金饰品, 金价上涨对于公司业绩主要有两方面影响, 第一上涨趋势确认后释放加盟商拿货积极性, 拉动公司收入端表现, 第二金价上涨对于公司黄金储备有存货价值重估意义, 提高产品毛利率, 或冲减相应存货减值。2019Q1-Q3, 公司收入及归母净利润分别增长 15.41%、18.01%, 增速较 2019H1 提升, 毛利率达到 8.48%, 较去年同期提升 0.49 pct, 金价上涨对公司业绩的正面影响开始显现。

金价上涨驱动业绩超预期, 首次覆盖给予“买入”评级

公司在黄金珠宝行业内竞争力强, 门店扩张驱动业绩稳健增长, 且短期金价上涨有望放大公司业绩弹性。我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润为 14.17/16.43/18.41 亿元。参考行业平均 2020 年 16.8 倍市盈率, 以及公司行业龙头地位, 我们给予公司 2020 年 18-20 倍 PE 估值, 对应目标价 56.52-62.80 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济加速下行; 黄金价格大幅波动; 国际品牌渠道下沉。

公司基本资料

总股本 (百万股)	523.12
流通 A 股 (百万股)	317.11
52 周内股价区间 (元)	36.55-55.68
总市值 (百万元)	25,047
总资产 (百万元)	18,605
每股净资产 (元)	12.96

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	39,810	43,784	49,611	54,984	60,383
+/-%	13.86	9.98	13.31	10.83	9.82
归属母公司净利润 (百万元)	1,136	1,205	1,417	1,643	1,841
+/-%	7.44	6.02	17.62	15.94	12.10
EPS (元, 最新摊薄)	2.17	2.30	2.71	3.14	3.52
PE (倍)	22.04	20.79	17.68	15.25	13.60

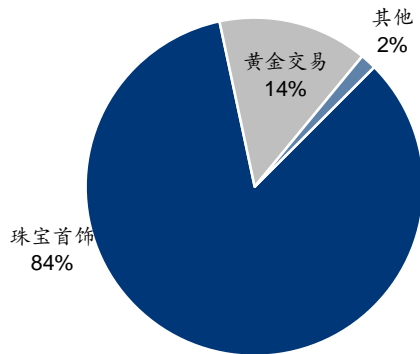
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

百年积淀成就国内黄金珠宝龙头企业

以黄金珠宝业务为重心，多业务协调发展

“老凤祥”珠宝品牌是中华老字号民族品牌，始创于1848年，在品牌走过了171年的历史之后依然散发着蓬勃的生气，是全国最为知名的黄金珠宝首饰品牌之一。公司的业务范围涵盖了黄金珠宝首饰、黄金交易、笔类、化工原料、商贸等板块，其中黄金珠宝首饰业务是公司营业收入的最主要来源。2018年公司主营业务收入占总体营收比重为91.73%，而在主营业务收入中，有84.16%来自于黄金珠宝首饰业务，14.32%来自于黄金交易，其余以笔类为代表的业务占比仅为1.52%。

图表97：2018年公司主营业务结构

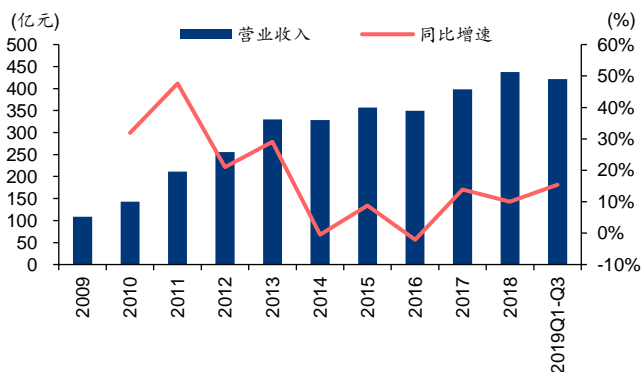


资料来源：公司年报、华泰证券研究所

经营业绩稳健增长

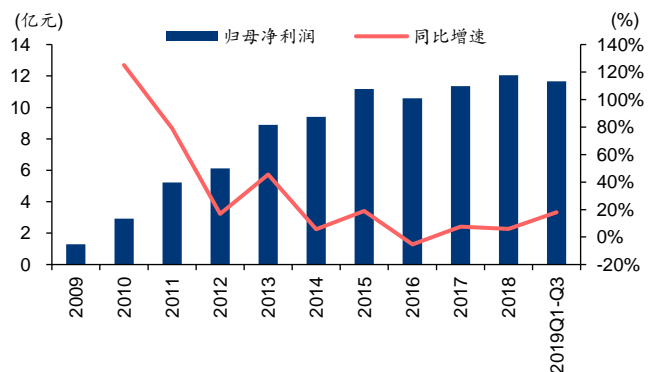
近年来公司在逐渐下行的宏观零售环境之中依然保持着稳健的经营业绩，凭借行业龙头地位展现了优良的韧性和实力。2019Q1-Q3实现营业收入421.29亿元，同比增长15.41%，实现归母净利润11.66亿元，同比增长18.01%。2009-2018年公司营收CAGR为16.77%，归母净利润CAGR为28.09%。

图表98：公司营业收入及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

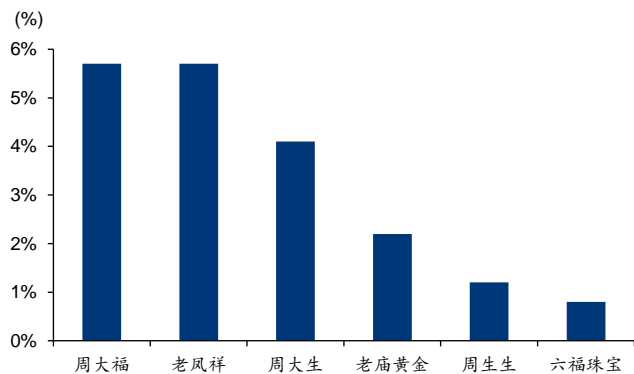
图表99：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

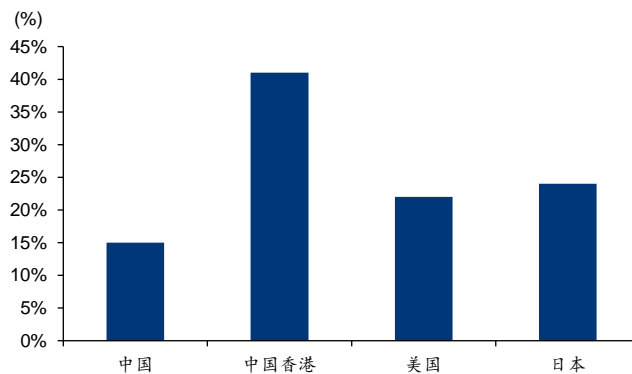
在珠宝行业市占率方面，2018年老凤祥达到5.7%，稳居行业前两名，而从行业集中度来看，2018年中国珠宝行业CR3约15%，行业集中度远低于成熟的中国香港市场，与美国和日本相比也有一定差距，这将会给老凤祥这样的龙头公司带来更多的发展机会和增量空间，实现后续的业绩增长。

图表100: 2018年中国珠宝行业市占率



资料来源: Euromonitor、华泰证券研究所

图表101: 中国黄金珠宝行业集中度仍有提升空间 (2018年CR3)



资料来源: Euromonitor、华泰证券研究所

黄金珠宝需求端稳健增长, 公司门店仍有提升空间

黄金珠宝消费需求稳健增长, 低线城市更具活力

黄金珠宝市场规模主要受消费需求及投资需求拉动, 长期看行业增长主要受消费性需求驱动。根据中国珠宝玉石首饰行业协会统计, 2018年我国珠宝消费市场规模达到8200亿元, 同比增长7.5%, 且预计2019-2021年行业市场规模仍能维持8%左右的增长。

金价对于黄金消费量的影响可以分为两方面, 在金价上涨初期, 根据黄金产品的消费属性, 消费者会产生观望态度, 因此会对一部分黄金产品消费量形成抑制效应, 但随着黄金价格企稳或上涨趋势被市场消化, 黄金产品的投资属性开始显现, 黄金消费量会相应恢复, 甚至在金价上涨预期得到强化后, 黄金消费量会明显增长。我们认为中短期随着黄金价格高位企稳, 市场逐渐消化金价上涨预期, 黄金产品消费量的增长有望迎来改善; 长期看, 经济企稳并持续稳健增长则会驱动行业规模长期稳健增长。

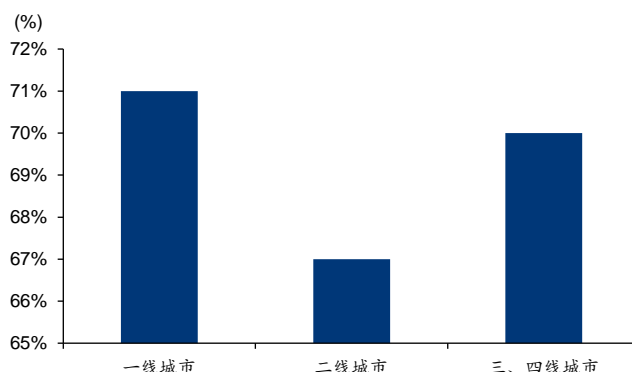
此外, 根据世界黄金协会的调查研究, 中国低线城市对于黄金的消费意愿不亚于高线城市, 2017年黄金首饰在三四线城市的渗透率为70%, 与一二线城市处于同一水平, 三四线城市消费升级有望带动行业进一步增长。

图表102: 中国黄金、黄金首饰消费量及增速



资料来源: 中国黄金协会、华泰证券研究所

图表103: 黄金首饰在中国各线城市渗透率 (2017年)



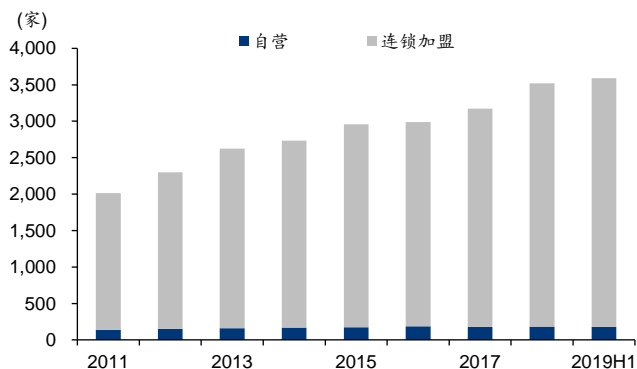
资料来源: 世界黄金协会、华泰证券研究所

借助加盟模式实现渠道广覆盖, 门店持续下沉扩张

老凤祥在销售模式上可以分为自营和加盟模式, 其中以加盟模式为主, 收入在90%左右。公司每年举办四次订货会, 分别在春节、五一、十一和元旦, 为过节时大量的黄金首饰消费需求做出准备。公司在订货会后会以黄金的采购价加上一定的毛利水平作为批发价销售给加盟商, 其他珠宝玉石类的产品则按零售价的3.5折出售给加盟商。

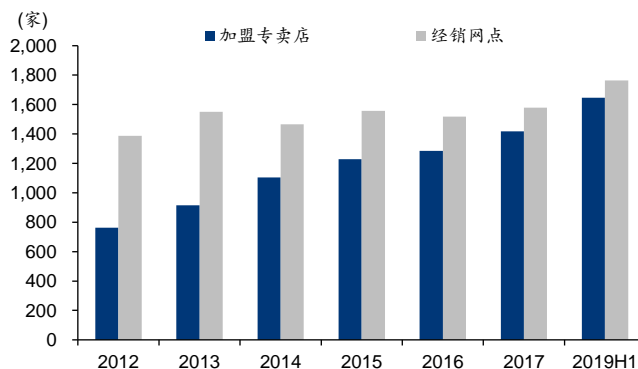
在过去数年中，黄金珠宝行业保持快速增长态势，公司依靠加盟模式在全国范围内迅速扩大了门店的数量，获得了规模优势和壁垒。从总体门店数量来看，近年来公司的门店数量持续增长，主要依靠加盟店和在三四线城市的快速扩店。在2011年，公司的线下门店总数为2015家，其中加盟店1876家，自营店139家，而2019H1公司旗下门店3589家（含19家海外门店），相较2018年净增68家，其中自营店178家，加盟店3411家。我们认为，老凤祥在未来仍能有一定的店铺扩张空间，公司在两广、湖南、云南等地区的市场占有率偏低，因此未来在背靠强大的品牌价值和影响力的基础之上，依然可以依靠加盟模式实现渠道的快速覆盖，稳步提升市场份额。

图表104：公司线下门店数量及结构



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图表105：公司加盟店数量及结构



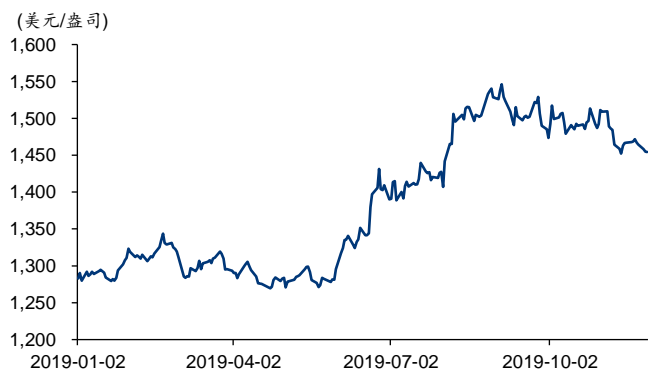
资料来源：公司年报、华泰证券研究所

中短期金价上涨增强公司利润弹性

2019年以来，由于受到中美贸易摩擦，硬脱欧风险加剧等影响，国际经济形势面临着较大的潜在风险，避险情绪上升导致年内国际市场上黄金价格产生了较大幅度的上涨，伦敦现货黄金价格从年初的1282美元/盎司上涨至目前的近1454美元/盎司，年初至今累计上涨13.47%。我们认为在中短期内国际经济形势仍然有较大的不确定性，叠加美联储和世界各地央行进一步降息的可能性，金价仍能保持高位，甚至继续上行。

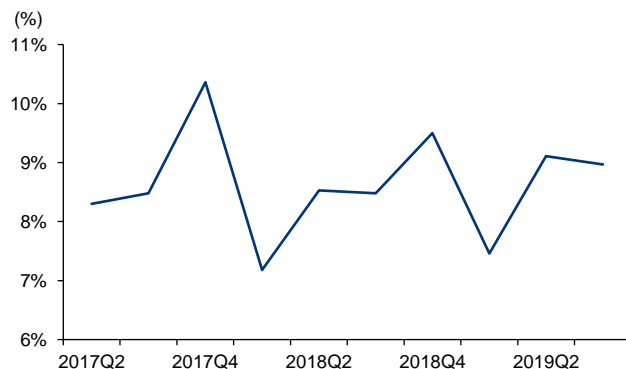
公司产品侧重于黄金饰品，金价上涨对于公司业绩主要有两方面影响，第一上涨趋势确认后释放加盟商拿货积极性，拉动公司收入端表现，第二金价上涨对于公司黄金储备有存货价值重估意义，提高产品毛利率，或冲减相应存货减值。2019Q1-Q3，公司收入及归母净利润分别增长15.41%、18.01%，增速较2019H1提升，毛利率达到8.48%，较去年同期提升0.49 pct，金价上涨对公司业绩的正面影响开始显现。

图表106：伦敦现货黄金：以美元计价



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表107：公司单季度毛利率

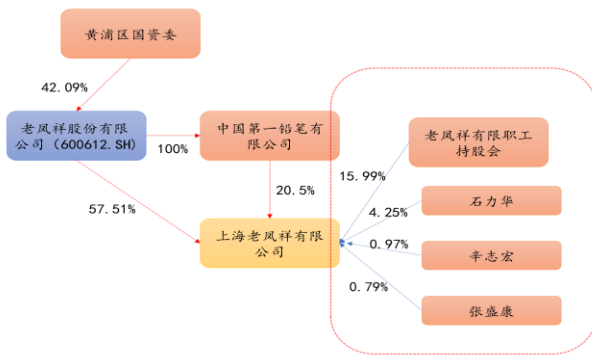


资料来源：Wind、华泰证券研究所

混改积极推进，有望释放经营活力

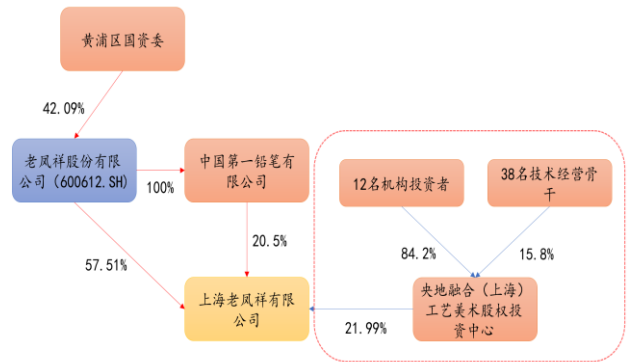
2018年3月，国务院为了提高国有企业的股权多元化水平，实现股权的有效流动，提出了国企改革“双百行动”，而作为公司黄金珠宝首饰经营主体的“老凤祥有限”也在此行动的名单之中。同年8月，老凤祥有限职工持股会等签订了转股协议，将所持的非国有股权（占总股本21.99%）转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心，转让总价为27.05亿元。工艺美术股权投资中心是由12名机构投资者及38名经营技术骨干共同投资组成。我们认为在进行了股权混改之后能够为未来的股权激励计划创造良好的条件，并有序实现公司管理层的交替工作，此外，引入战略投资者能够提高公司的经营决策水平和市场竞争能力，实现健康长远的良性发展。

图表108：股权混改之前的股权结构图



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表109：股权混改之后的股权结构图



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

盈利预测与投资评级

我们预计2019-2021年公司营收分别为496.11/549.84/603.83亿元，同比增速13.31%/10.83%/9.82%，归母净利润分别为14.17/16.43/18.41亿元，同比增速17.62%/15.94%/12.10%。由于黄金珠宝首饰业务及黄金交易业务营收占公司总营收比重约90%，我们着重对这两项业务做预测，我们做出核心假设如下：

1、黄金珠宝首饰业务：2017/2018/2019Q1-Q3，公司门店数量分别净增加186/347/68家，考虑到国内黄金珠宝品牌集中度仍然较低，公司未来仍存在较大的门店下沉扩张空间，预计未来3年保持较快开店速度，参考公司规划，我们预计2019-2021年公司门店净增加分别为200/200/200家。2017/2018年，公司单店收入增速分别为8.1%/2.9%，考虑到2019年以来黄金价格上涨，单店收入增速将会明显提升，此后随着市场趋于稳态，单店收入增长主要由产品结构优化驱动，增速将回归稳健水平，我们预计2019-2021年公司单店收入增速分别为7.5%/6%/5%。2017/2018年，黄金珠宝首饰业务毛利率分别为10.60%/10.16%，考虑到黄金价格上涨带动毛利率提升，以及产品结构持续优化驱动毛利率稳健上升，我们预计2019-2021年公司黄金珠宝首饰业务毛利率分别为10.35%/10.50%/10.65%。

2、黄金交易业务：2016/2017/2018年，黄金交易业务收入增速分别为20.47%/13.59%/-2.49%，随着国际形势不确定性增强，黄金价格和交易活跃度提升，预计未来黄金交易业务收入将保持较快增长，我们预计2019-2021年，黄金交易业务收入增速分别为15%/10%/10%。2016/2017/2018年，黄金交易业务毛利率分别为0.24%/-0.85%/-1.01%，该业务盈利能力较弱，历史上毛利率持续在0附近波动，基于风险中性原则，我们预计2019-2021年，黄金交易业务毛利率均为0%。

3、销售及管理费用率：2017/2018/2019Q1-Q3，公司销售费用率分别为1.66%/1.62%/1.66%，考虑到公司业务规模扩大后对销售费用的摊薄效应，我们预计2019-2021年公司销售费用率分别为1.60%/1.55%/1.50%。2017/2018/2019Q1-Q3，公司管理费用率分别为1.12%/1.07%/0.85%（历史上管理费用主要发生在四季度，前三季度均较低），考虑到公司国企背景，历史上管理费用率相对稳定，我们预计2019-2021年公司管理费用率分别为1.05%/1.05%/1.05%。

我们预计公司2019-2021年归母净利润为14.17/16.43/18.41亿元。参考行业平均2020年16.8倍市盈率，考虑到公司行业龙头地位，以及黄金涨价对于公司利润弹性的影响已经在2019Q3显现，我们给予公司2020年18-20倍PE估值，对应目标价56.52-62.80元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表110：黄金珠宝行业可比公司Wind一致预期PE

可比公司	EPS				PE				2018-2021 净利润复合增速
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
周大生	1.66	1.36	1.62	1.91	16.64	12.87	10.77	9.16	20.05%
潮宏基	0.08	0.25	0.28	0.32	56.97	15.98	13.78	11.85	59.81%
明牌珠宝	0.17	0.19	0.21	0.24	28.47	25.77	23.01	20.13	11.87%
莱绅通灵	0.62	0.46	0.46	0.5	19.35	19.22	19.59	17.76	-6.56%
全部平均	0.63	0.57	0.64	0.74	30.36	18.46	16.79	14.73	21.29%

注：均为Wind一致预测、数据截至2019/11/28

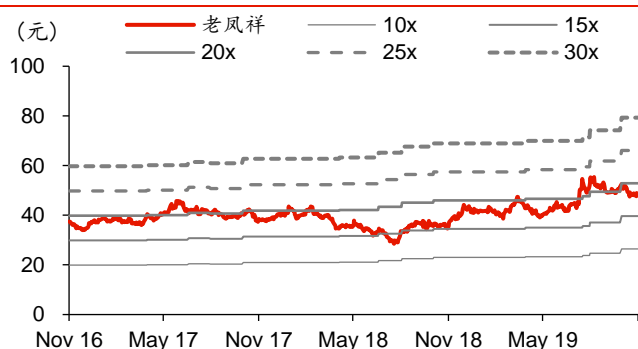
资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济低迷。**如果经济持续低迷，则会在长期影响居民的消费能力及消费升级趋势，对于公司整体经营构成不利影响。
- 2、金价大幅波动。**金价对于公司短期业绩影响较大，如果国际金价出现反复大幅波动，则不利于公司经营业绩的稳健性。
- 3、国际品牌渠道下沉。**随着越来越多的国际奢侈品牌，以及国际珠宝品牌在国内渠道扩张和下沉，有可能在三四线城市和公司形成激烈竞争。

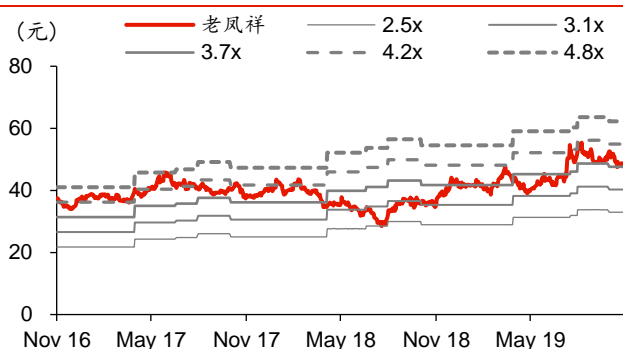
PE/PB - Bands

图表111：老凤祥历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表112：老凤祥历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,411	14,617	14,978	17,793	20,927
现金	4,358	4,750	6,119	7,000	8,000
应收账款	682.82	443.47	508.00	563.63	617.52
其他应收账款	45.14	36.36	43.80	47.56	52.24
预付账款	33.95	31.43	44.13	45.30	49.86
存货	7,210	8,901	8,166	10,039	12,109
其他流动资产	81.11	454.84	97.75	98.06	98.90
非流动资产	1,013	869.40	946.48	924.08	905.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	373.76	346.37	389.97	432.34	468.91
无形资产	100.48	98.07	90.57	83.19	75.81
其他非流动资产	538.70	424.96	465.94	408.54	360.60
资产总计	13,424	15,486	15,924	18,717	21,833
流动负债	6,617	6,990	6,080	7,449	8,970
短期借款	3,922	4,678	4,448	5,766	7,175
应付账款	642.65	628.57	741.58	819.63	892.92
其他流动负债	2,053	1,683	890.43	862.83	902.25
非流动负债	93.39	1,112	1,123	1,120	1,119
长期借款	0.00	1,029	1,029	1,029	1,029
其他非流动负债	93.39	82.48	93.73	90.13	89.86
负债合计	6,710	8,102	7,203	8,568	10,090
少数股东权益	1,106	1,193	1,618	2,110	2,661
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12
资本公积	511.18	511.66	511.66	511.66	511.66
留存公积	4,497	5,153	5,994	6,953	8,004
归属母公司股东权益	5,607	6,191	7,103	8,039	9,082
负债和股东权益	13,424	15,486	15,924	18,717	21,833

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,248	(370.63)	3,503	587.16	787.13
净利润	1,470	1,564	1,842	2,135	2,392
折旧摊销	83.65	85.03	83.10	91.81	101.69
财务费用	169.69	209.88	195.50	190.56	253.47
投资损失	(0.56)	(93.63)	(53.33)	(57.97)	(62.36)
营运资金变动	(494.90)	(2,275)	1,357	(1,845)	(1,984)
其他经营现金	20.06	138.94	79.64	73.45	85.59
投资活动现金	38.80	(9.75)	(205.45)	(127.07)	(144.52)
资本支出	39.98	52.42	100.00	100.00	100.00
长期投资	(14.13)	52.50	79.52	(19.61)	(3.45)
其他投资现金	64.66	95.16	(25.93)	(46.68)	(47.97)
筹资活动现金	(1,769)	766.61	(1,929)	421.26	357.39
短期借款	(889.02)	756.35	(230.01)	1,318	1,409
长期借款	0.00	1,029	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(880.33)	(1,020)	(1,699)	(896.71)	(1,052)
现金净增加额	(490.89)	386.62	1,369	881.36	1,000

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	39,810	43,784	49,611	54,984	60,383
营业成本	36,488	40,175	45,394	50,226	55,076
营业税金及附加	175.12	191.01	223.78	244.27	268.82
营业费用	660.59	709.72	793.78	852.25	905.75
管理费用	444.81	470.47	520.92	577.33	634.02
财务费用	169.69	209.88	195.50	190.56	253.47
资产减值损失	23.12	(1.37)	6.59	6.69	5.32
公允价值变动收益	(0.40)	(115.10)	(60.97)	(68.92)	(73.97)
投资净收益	0.56	93.63	53.33	57.97	62.36
营业利润	1,920	2,109	2,469	2,876	3,228
营业外收入	50.19	44.82	57.65	52.13	52.75
营业外支出	4.67	3.57	3.99	3.96	3.90
利润总额	1,965	2,150	2,523	2,924	3,277
所得税	494.83	586.02	681.12	789.47	884.82
净利润	1,470	1,564	1,842	2,135	2,392
少数股东损益	334.11	359.25	424.80	491.92	550.89
归属母公司净利润	1,136	1,205	1,417	1,643	1,841
EBITDA	2,173	2,403	2,748	3,158	3,583
EPS (元, 基本)	2.17	2.30	2.71	3.14	3.52

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	13.86	9.98	13.31	10.83	9.82
营业利润	11.96	9.84	17.09	16.48	12.26
归属母公司净利润	7.44	6.02	17.62	15.94	12.10
获利能力 (%)					
毛利率	8.34	8.24	8.50	8.65	8.79
净利率	2.85	2.75	2.86	2.99	3.05
ROE	20.26	19.46	19.95	20.43	20.27
ROIC	21.44	18.67	25.34	23.55	22.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.99	52.31	45.24	45.78	46.21
净负债比率 (%)	58.62	70.45	76.04	79.31	81.32
流动比率	1.88	2.09	2.46	2.39	2.33
速动比率	0.79	0.82	1.12	1.04	0.98
营运能力					
总资产周转率	2.90	3.03	3.16	3.17	2.98
应收账款周转率	62.43	70.25	92.59	91.63	91.23
应付账款周转率	63.60	63.21	66.26	64.34	64.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.17	2.30	2.71	3.14	3.52
每股经营现金流(最新摊薄)	2.39	(0.71)	6.70	1.12	1.50
每股净资产(最新摊薄)	10.72	11.84	13.58	15.37	17.36
估值比率					
PE (倍)	22.04	20.79	17.68	15.25	13.60
PB (倍)	4.47	4.05	3.53	3.12	2.76
EV_EBITDA (倍)	12.81	11.58	10.13	8.81	7.77

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com