

日期: 2014 年 10 月 30 日
行业: 珠宝玉石首饰行业



刘丽
021-53519888-1923
liuli@shzq.com
执业证书编号: S0870510120018

上市合理估值 RMB 12.28-14.74 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (万股)	3,768
发行后总股本 (万股, 按上限)	15,068
发行方式	网下询价配售 网上定价发行
保荐机构	广发证券

主要股东 (IPO 后)

深圳翠艺	30.53%
周应龙	6.72%
郭英杰	6.42%

收入结构 (2014H1)

黄金饰品	93.82%
镶嵌类饰品	2.79%
加工费	1.88%
铂金饰品	0.78%

报告编号:LL14-NSP03

首次报告时间: 2014 年 10 月 30 日

黄金珠宝“老字号”企业

■ 投资要点

公司简介

萃华珠宝是一家从事珠宝饰品设计、加工、批发和零售的“中华老字号”企业，是一家典型的由“前店后厂”发展起来的企业。公司产品以黄金饰品为主，兼营铂金饰品、镶嵌饰品等珠宝饰品，目前已在全国建立了包括 10 家直营店和 339 家加盟店的营销网络。从收入地区分布看，东北地区是公司的传统优势区域；以销售模式分，公司主营收入主要来源于批发业务。

募集资金项目简介

公司本次 IPO 募集资金拟投资于“增设直营店项目”，项目投资总额为 40,870 万元，总体建设期 2 年，将用募集资金项目建设 16 家直营店，包括 4 家专卖旗舰店和 12 家店中店。项目涉及的全部直营店建成并达到正常营业水平后，理论上预计将每年新增营业收入 94,650 万元、新增营业利润 12,160 万元，公司的零售比例将有所提高。

盈利预测

假设随着直营店的逐步开设以及对加盟商的不断扩展，公司营收将保持稳定增长；我们预计公司营收 2014-2016 年增速分别为 7.76%、11.27% 和 10.92%；归属于母公司的净利润年增速分别为 -5.65%、18.00% 和 15.65%；2014-2016 年公司每股收益分别为 0.69 元、0.82 元和 0.95 元。

公司合理估值

综合考虑可比上市公司当前估值水平及公司未来成长性，我们认为给予萃华珠宝 2015 年 15-18 倍市盈率较为合理，由此公司合理估值为 12.28-14.74 元/股。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,820.22	3,679.15	3,964.75	4,411.56	4,893.14
年增长率	16.01%	30.46%	7.76%	11.27%	10.92%
归属于母公司的净利润	87.15	110.83	104.57	123.39	142.70
年增长率	13.27%	27.17%	-5.65%	18.00%	15.65%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.58	0.74	0.69	0.82	0.95

数据来源: 上海证券研究所 (每股收益按预计发行后总股本计算)

一、行业背景

1.1 珠宝玉石首饰行业发展及竞争格局概况

萃华珠宝所属行业为珠宝玉石首饰行业。

目前，全球范围内的珠宝首饰销售区域较为集中，50%的销售集中在美、中、印三国，其中：美国是世界珠宝首饰第一大消费国；中国则是珠宝首饰消费增长最快速的国家，并在2008年全球金融危机的大环境下仍然保持较快的增长势头。近两年来，受全球金融危机影响，国外珠宝首饰消费市场出现大幅萎缩，但据世界黄金协会预测，随着全球经济的逐步回暖，国际珠宝首饰行业将继续保持良好发展趋势，2015年销售额预计将达2,300亿美元。目前，国际珠宝首饰市场上的代表性企业有卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)和蒂芙尼(Tiffany)。

国内珠宝行业上世纪八十年代开始起步，直至2002年成立上海黄金交易所后才真正放开。随着国民经济的持续增长和人民生活水平的不断提高，珠宝首饰日渐“平民化”，成为继住房、汽车之后我国居民的第三大消费热点，并呈现出持续繁荣态势。2006年至2011年期间，即便是在国内经济受到全球性金融危机影响较大的年份，我国金银珠宝首饰年销售总额仍保持了增长，2010年和2011年在金融危机阴影逐渐退去及国家调控房地产价格的双重背景下，分别呈现出46%和42%的增长速度。进入2012年后增幅虽然放缓，但2012年和2013年金银珠宝年销售额仍分别达到2,209亿元和2,959亿元，同比分别增长16%和26%。2014年上半年，国内消费者对金条的需求量减少，导致国内金银珠宝销售额同比略有下降。根据国家统计局公布数据显示，2014年上半年金银珠宝的销售额达1,497亿元，同比下降5%。目前，我国是世界上少数几个珠宝首饰年销售额超过300亿美元的国家之一，是全球最重要的新兴珠宝首饰消费市场。其中，我国对黄金、铂金、玉石消费位列世界第一；钻石消费位列世界第二。

在国内珠宝首饰的生产方面，目前我国已形成包括深圳罗湖、广州番禺等在内的20个珠宝首饰特色产业基地。我国珠宝首饰行业在终端销售环节处于自由竞争向寡头竞争过渡的初期，而在生产环节则处于充分竞争阶段。目前，我国珠宝首饰市场按品牌影响力可分为高、中、低三个相对分明的层次。其中，高档品牌市场主要以卡地亚(Cartier)、宝格丽(Bulgari)、蒂芙尼(Tiffany)等在内的国际知名品牌产品为主，其进入中国市场的产品主要是铂金、K金、钻石、宝石和珍珠等镶嵌饰品；中档品牌市场主要以周大福、六福、周生生、谢瑞麟、老凤祥、潮鸿基、老庙、亚一和萃华等在内的具有一定品牌影响力的珠宝首饰为主，产品涵盖了黄金、K金、铂金、钻石、宝石、珍珠、

翡翠及玉石等镶嵌饰品，且各自的侧重点有较大差异。由于上述品牌均根植于中华传统文化，在国内市场的认知度较高，市场占有率有一定的优势；从低档品牌市场来看，处于这一档次的企业数量达几万家，大都规模偏小，产品单一，品牌影响力弱。

我国珠宝首饰行业有近五万余家企业，其中涉足零售业务的约四万家；行业集中度低，具有较大品牌影响力的只有几十家。根据企业的经营模式侧重点不同，可划分为连锁经营型、专卖经营型、生产批发型和电子商务型。相同类型的企业之间具有较强的竞争性，不同类型企业之间的互补性大于竞争性。

1.2 公司行业地位及竞争优势

珠宝首饰作为以品牌为主导消费行业，品牌影响力将直接决定公司在市场中的竞争地位。从品牌历史上看，“萃华”品牌始创于 1895 年(清光绪 21 年)，萃华金店早期曾负责为清皇室制作金银礼器和珠宝首饰。2006 年公司成为第一批由国家商务部评定的珠宝首饰行业五家“中华老字号”企业之一，同时也是长江以北唯一获此殊荣的珠宝首饰企业。作为拥有百年老店的企业，公司在业内具有较高的知名度，中国珠宝玉石首饰行业协会分别于 2010 年和 2012 年授予公司“创建中国珠宝品牌龙头企业”和“2012 年度中国珠宝业最具竞争力品牌”的荣誉称号。根据中国珠宝玉石首饰行业协会的初步统计，2010 年公司“萃华”品牌的足金首饰市场份额居国内品牌第五名。公司的竞争优势主要表现在以下几个方面：

连锁经营网络优势——公司自 2001 年开始探索连锁加盟经营模式，并从 2004 年以企业转制为契机，通过复制直营店的品牌与服务模式，大力建设连锁加盟经营体系，在缺少外部资金支持的环境中，加盟店的建设仍能呈逐年增加的趋势发展，截至 2014 年 6 月 30 日，公司的加盟店已拓展到 339 家。在连锁加盟网络的布局上初步形成了稳固传统优势区域并向外扩张的南北对进格局。

创新性市场运作优势——公司是国内四大国际珠宝展之一的“沈阳国际珠宝展”的主办单位，通过对首饰文化内涵的诠释不断开展创新性市场运作。2006 年和 2007 年，借助公司设计人员以传统喜庆道具“灯笼”为主要元素设计研发出的“转运金珠”系列首饰，在全国范围内掀起了“转运金珠”的销售热潮，公司生产的转运金珠风靡全国，极大地提升了公司的市场地位，并被作为黄金首饰市场运作的经典案例被国内首饰行业研究。

产业布局和产业链优势——公司起源于典型的“前店后厂”式企业，除原有的位于沈阳市的工厂外，2009 年在深圳投资新建年产 3 吨黄金首饰生产基地，2013 年深圳萃华产能扩充至 8 吨。“一南一北”

两个生产基地使公司在给连锁加盟店配货时节约了配货反应时间且降低了运输及安保成本，为公司巩固东北市场的优势地位并迅速开拓南方市场提供了良好的基础。同时，公司作为上海黄金交易所会员，具备了主要原料黄金的第一手采购渠道，一手的原料采购渠道与生产和销售环节整合后，形成了较为完善的采购、设计、制造、销售和售后服务为一体的产业链，不仅使公司能不断满足消费者对产品的差异化需求，同时也缩短了满足上述差异化需求的反应时间。

二、公司分析及募集资金投向

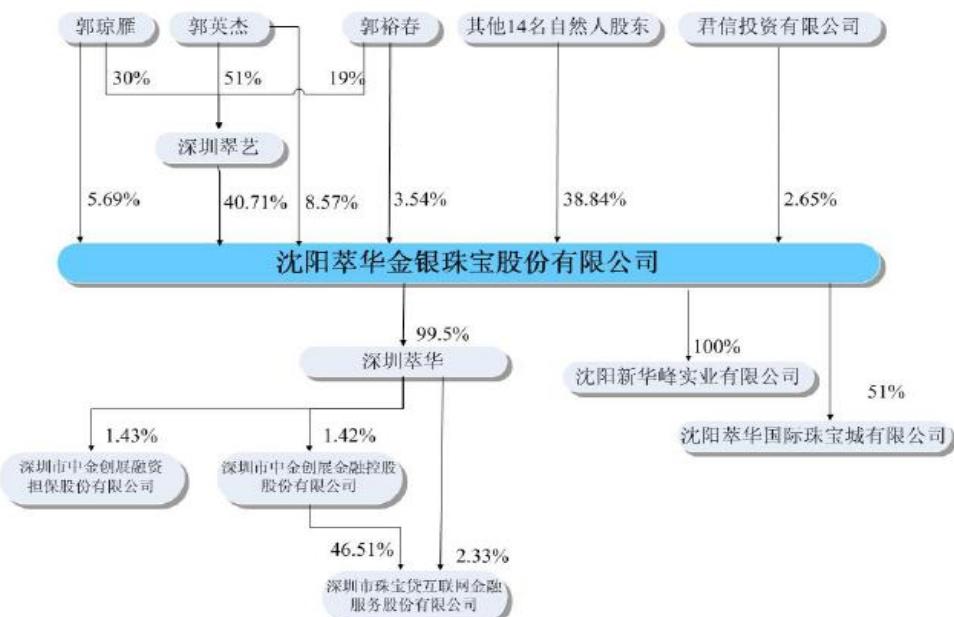
2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身沈阳萃华金银珠宝制品实业有限公司于 2004 年 9 月成立。2008 年 7 月 31 日，沈阳萃华金银珠宝制品实业有限公司整体变更为沈阳萃华金银珠宝股份有限公司。

深圳翠艺为公司控股股东，深圳翠艺持有公司股份 4,600 万股，占公司发行前总股本的 40.71%，发行后总股本的 30.53%。

公司实际控制人为郭英杰先生，发行前其通过直接、间接方式合计控制公司 49.27% 的股份；IPO 发行后，郭英杰先生通过直接、间接方式合计控制公司 36.95% 的股份。此外，郭英杰配偶郭琼雁、儿子郭裕春分别直接持有公司 IPO 发行后 4.27% 和 2.65% 的股份，三人合计控制公司 IPO 发行后 43.87% 的股份。

图 1 萃华珠宝发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

表 1 萃华珠宝发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
深圳翠艺	4,600.00	40.71%	4,600.00	30.53%
周应龙	1,011.83	8.95%	1,011.83	6.72%
郭英杰	968	8.57%	968	6.42%
马俊豪	964.66	8.54%	964.66	6.40%
李玉昆	708.36	6.27%	708.36	4.70%
郭琼雁	642.8	5.69%	642.8	4.27%
郭裕春	400	3.54%	400	2.65%
君信投资	300	2.65%	300	1.99%
其他 11 名自然人	1,704.35	15.10%	1,704.35	11.31%
公众投资者	-	-	3,768.00	25.01%
合计	11,300.00	100	15,068.00	100.00%

数据来源：公司招股说明书

2.2 公司业务简况及收入利润结构

萃华珠宝是一家从事珠宝饰品设计、加工、批发和零售的“中华老字号”企业，是国家商务部等十四部委《关于保护和促进老字号发展的若干意见》重点扶持的企业之一，是一家典型的由“前店后厂”发展起来的企业。公司产品以黄金饰品为主，兼营铂金饰品、镶嵌饰品等珠宝饰品，目前已在全国建立了包括 10 家直营店和 339 家加盟店的营销网络。

公司经营模式的特点是，一方面以直营店为核心，发展连锁加盟网络、打造品牌形象、拓展市场空间；另一方面坚持优势产品自主设计、自主生产的同时，对非自制产品进行集中采购，为销售网络提供产品和服务支持。公司的产品销售模式主要是通过直营店进行零售和对加盟商或非加盟客户进行批发。

公司的直营店是销售网络的核心，不但负责饰品的零售业务，还主要负责“萃华”品牌的宣传和推广。公司的直营店分为两种模式，一种是专卖旗舰店，另一种是商场店中店。目前公司共有 10 家直营店。扩大连锁加盟网络是公司当前乃至未来重点发展的销售模式之一。公司本着“共建双赢，持续发展”的加盟理念，建立了全方位的加盟支持体系，为每一加盟商提供包括店铺设计、品牌宣传、产品选购代购、员工培训、800 电话咨询等在内的全面服务。截至 2014 年上半年，公司有加盟商 266 家，加盟店 339 家。

公司主营收入结构中黄金饰品占比在 95% 左右，是最主要的营业收入和利润来源；由于毛利率相对较低，其利润贡献占比较收入贡献

低，2013年、2014年上半年主营毛利占比分别为51.46%和69.25%；加工费收入为公司第二大主营毛利来源，2013年、2014年上半年主营毛利占比分别为26.75%和18.80%。

图 2 萃华珠宝主营收入结构 (2011Y-2014Y)

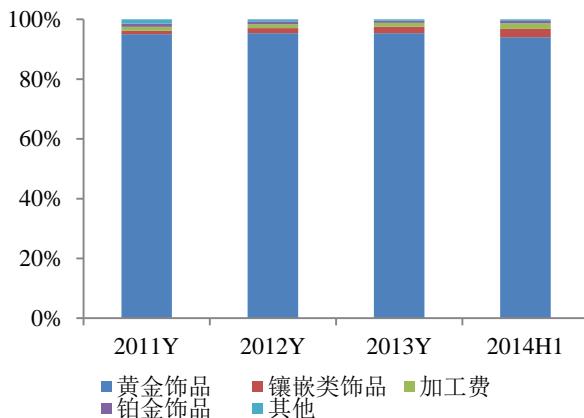
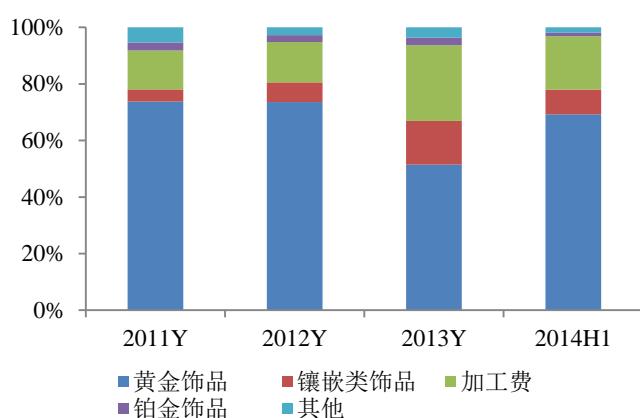


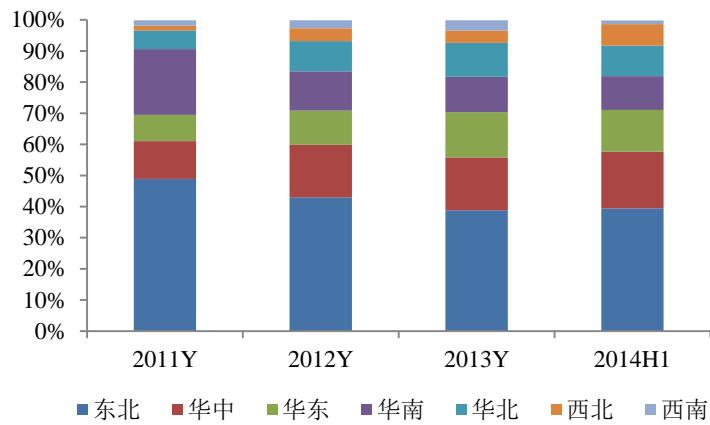
图 3 萃华珠宝主营毛利结构 (2011Y-2014Y)



资料来源：公司招股说明书

从收入地区分布看，东北地区是公司的传统优势区域，2013年收入占比38.83%，华中、华东、华南、华北的收入占比也在10%以上。

图 4 萃华珠宝主营收入地区结构 (2011-2014Y)



资料来源：公司招股说明书

以销售模式分，公司主营收入来源于直营店零售、对加盟店批发以及对非加盟客户批发，2013年三者收入占比分别为13.26%、52.71%和34.03%。

表 2 萃华珠宝主营收入构成 (以销售模式分)

销售模式	2014年1-6月		2013年		2012年		2012年	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
直营店零售	20,276.70	11.30%	48,713.55	13.26%	35,106.77	12.46%	43,396.70	17.88%
对加盟店批发	102,718.70	57.22%	193,634.67	52.71%	145,190.56	51.54%	92,894.18	38.26%
对非加盟客户批发	56,510.70	31.48%	125,018.49	34.03%	101,402.50	36.00%	106,486.23	43.86%
合计	179,506.11	100%	367,366.71	100%	281,699.84	100%	242,777.11	100%

资料来源：公司招股说明书

2.3 募集资金投向

公司本次 IPO 募集资金拟投资于“增设直营店项目”，项目投资总额为 40,870 万元。募集资金项目拟建设 16 家直营店，包括 4 家专卖旗舰店和 12 家店中店。项目建设期共 2 年，第 1 年计划建设 4 个店：沈阳市铁西区店(专卖旗舰店)、沈阳市沈河区店(店中店)、沈阳市大东区店(店中店)、长春市重庆路店(专卖旗舰店)；第 2 年计划建设 12 个店：成都市春熙路店(专卖旗舰店)、济南市泉城路店(专卖旗舰店)、茂业国际战略合作店(店中店)10 个。项目总体建设期为 2 年，项目效益预测如下表：

表 3 萃华珠宝募集资金项目效益预测

项目	建设期	建设期第 2 年	运营期	运营期第	运营期第
	第 1 年	运营期第 1 年	第 2 年	3 年	4 年及以 后每年度
营业收入	-	23,663	50,165	80,453	94,650
利润总额	-	836	3,943	9,427	12,160

资料来源：公司招股说明书

三、财务状况和盈利预测

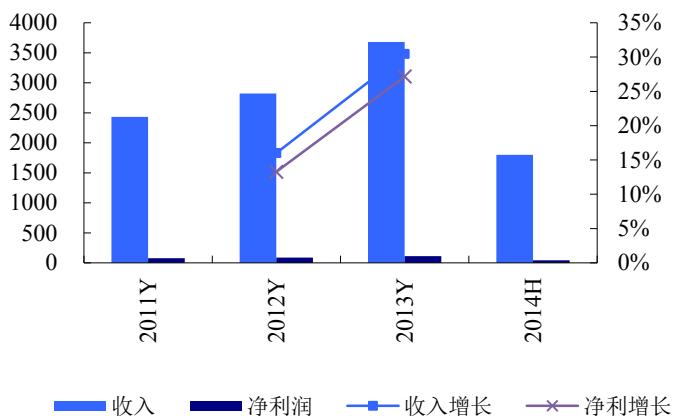
3.1 公司营收增长受黄金消费需求影响变动，基本维持增长

2011 年-2013 年公司营业收入分别为 243,092.40 万元、282,022.03 万元和 367,915.40 万元，2012 年、2013 年同比增长率分别为 16.01% 和 30.46%。2014 年上半年实现营业收入 179,876.37 万元，在市场需求在 2013 年提前释放的情况下，与去年同期持平。其中，2011-2013 年及 2014 年上半年公司零售业务收入分别为 43,396.70 万元、35,106.77 万元、48,713.55 万元和 20,276.71 万元，2012 年、2013 年及 2014 年上半年同比增长率分别为 -19.10%、38.76% 和 -33.75%；2011-2013 年及 2014 年上半年批发业务销售收入分别为 199,380.41 万

元、246,593.06万元、318,653.16万元和159,229.40万元，2012年、2013年及2014年上半年同比增长率分别为23.68%、29.22%和3.91%。

2011-2013年及2014年上半年公司实现净利润分别为7,712.75万元、8,735.69万元、11,112.26万元和4,369.49万元，2012年、2013年同比增长率分别为13.27%和27.17%。公司营收和利润增长受黄金消费需求以及黄金价格变动影响较大。

图 5 萃华珠宝收入与归属净利润增长 (2011-2014Y)



资料来源：公司招股说明书

3.2 公司毛利率和净利率水平符合行业特点

公司2011年、2012年、2013年、2014年上半年综合毛利率分别为7.33%、7.71%、4.41%和9.25%；公司以经营黄金饰品为主，黄金原料价格波动对公司产品综合毛利率影响较大，其毛利率及变动情况符合行业特点。公司自2009年起开始尝试黄金租赁业务，至2012年初步建立起黄金价格波动的风险控制机制；根据公司会计政策规定，黄金租赁业务产生的损益体现在投资收益和公允价值变动损益中，考虑其影响，2011年、2012年、2013年、2014年上半年模拟综合毛利率分别为7.68%、7.52%、7.03%和6.57%，相对稳定。公司2011年、2012年、2013年、2014年上半年公司净利率分别为3.17%、3.10%、3.02%和2.43%。

3.3 偿债能力及资产周转能力分析

公司流动比率基本稳定，速动比率总体呈下降趋势，主要受存货占流动资产比例变动影响。2011年至2013年，公司存货占流动资产比例分别为63.48%、51.24%和72.43%，而同期各年度存货周转率保持在5倍以上，说明公司存货水平与市场销售相符，不存在商品滞销

或囤积商品的情形，且公司存货主要以黄金首饰和黄金原料为主，可变现能力较强。公司资产负债率逐年增加，主要是由于公司业务发展所需大量资金及黄金原料主要来自银行借款和向银行租赁黄金，公司负债规模逐年增加。

2011-2013年，公司应收账款周转率分别为894.64次、473.12次和387.54次，虽呈现下降趋势，但总体仍保持较高水平；存货周转率分别为5.83次、5.26次和5.38次，基本稳定在同行业较高水平。2014年1-6月，受部分市场需求于2013年提前释放等市场原因影响，公司存货周转率略下降为4.05次（年化），但因受业务结构和产品结构差异的影响，仍处于同行业较高水平。

表 4 萃华珠宝偿债能力与资产周转率指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014H1
流动比率	1.63	1.63	1.55	1.45
速动比率	0.59	0.79	0.43	0.47
资产负债率	58.97%	60.68%	57.67%	59.65%
应收账款周转率(次)(年化)	894.64	473.12	387.54	216.46
存货周转率(次)(年化)	5.83	5.26	5.38	4.05

资料来源：公司招股说明书

3.4 业绩预测

假设随着直营店的逐步开设以及对加盟商的不断扩展，公司营收将保持稳定增长；我们预计公司营收2014-2016年增速分别为7.76%、11.27%和10.92%；归属于母公司的净利润年增速分别为-5.65%、18.00%和15.65%；2014-2016年公司每股收益分别为0.69元、0.82元和0.95元。

四、风险因素

4.1 原料价格波动带来的经营风险

公司生产用原料主要为黄金。近年来，黄金价格受通胀预期、美元走势等诸多因素影响，总体呈现大幅上涨趋势，但自2012年四季度开始总体呈现下跌趋势。公司批发业务中的购料加工方式采用“首饰黄金基础价+加工费”的定价模式，若存货周转期内黄金价格下跌，批发业务的毛利率将受到负面影响。同时，由于珠宝首饰行业自身经营的特点，各企业在经营过程中均要保持相当数量的原材料和库存商品，黄金等主要原料价格大幅波动会使公司面临因计提存货跌价准备

导致经营成果减少的风险。同时，在黄金价格大幅下跌时，公司在受到市场压力下调产品价格的短时期内，会面临消化高成本库存导致毛利率下降的风险。

4.2 黄金租赁、黄金 T+D 延期交易导致的风险

目前，黄金租赁业务已经成为规避黄金原料价格波动风险的有效手段在黄金首饰行业内被广泛应用。公司自 2009 年起开始尝试黄金租赁业务，根据公司会计政策规定，黄金租赁业务产生的损益计入投资收益和公允价值变动损益。当黄金价格上升时，黄金租赁业务将给公司带来投资损失和公允价值变动损失，如公司自有黄金饰品存货的售价因市场竞争原因无法上调或上调后导致存货周转水平下降，自有黄金饰品存货因黄金原料价格上涨而产生的收益增加额将无法弥补黄金租赁业务带来的损失。如果公司不能及时根据发生的重大变化调整经营策略、租赁规模、销售规模、销售价格等，公司就有可能因黄金租赁业务出现投资损失及公允价值变动亏损而出现上市当年营业利润比上年大幅度下降 50% 的风险。

公司取得黄金原料的方式分为黄金现货交易、黄金租赁和黄金 T+D 延期交易三种。在会计处理上，公司将持有的黄金 T+D 多头仓位至实物交割时实现的盈亏计入原材料成本。公司面临在相应存货的周转期内黄金原料价格低于实物交割价格导致的消化高价黄金原料存货的风险，导致公司销售毛利率受到负面影响。此外，公司进行黄金 T+D 延期交易业务还存在价格波动风险、持仓规模风险、资金管理风险、操作风险和极端市场环境下的持仓时间风险。

4.3 互联网及电商冲击传统实体店铺的风险

近年来，电商不断侵蚀传统实体店铺的商业份额，尽管首饰行业的产品目前仍以实体店铺经销为主，但随着经济环境整体信用水平的提高及对不法或违规网络交易的处罚力度的加强，不排除未来电商对本公司现有销售渠道造成冲击的风险。

五、估值及定价分析

我们选取与公司业务相近的四家 A 股上市公司作为萃华珠宝的可比公司，进行相对估值参考。四家公司 2014 年、2015 年的平均动态市盈率分别为 22.24 倍和 18.26 倍；其中老凤祥和豫园商城的黄金珠宝业务与公司业务最为接近，更有可比性。

表 5 可比上市公司相对估值情况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		PB
			13A	14E	15E	13X	14X	
老凤祥	600612.SH	29.84	1.70	1.74	2.10	17.54	17.12	14.22
豫园商城	600655.SH	9.56	0.68	0.78	0.86	14.01	12.30	11.07
明牌珠宝	002574.SZ	11.07	0.16	0.43	0.50	70.05	25.98	22.14
潮宏基	002345.SZ	9.57	0.21	0.29	0.37	45.97	33.57	25.62
均值						36.89	22.24	18.26
								2.91

数据来源: Wind 资讯; 股价以 2014 年 10 月 29 日收盘价计算

综合考虑可比上市公司当前估值水平及公司未来成长性,我们认为给予萃华珠宝 2015 年 15-18 倍市盈率较为合理,由此公司合理估值为 12.28-14.74 元/股。

六、附表

附表 1 萃华珠宝损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	2,820.22	3,679.15	3,964.75	4,411.56	4,893.14
二、营业总成本	2,698.47	3,636.75	3,770.33	4,252.04	4,707.88
营业成本	2,602.79	3,516.79	3,646.87	4,111.31	4,551.79
营业税金及附加	14.77	17.99	19.43	21.62	23.98
销售费用	26.29	38.71	41.63	48.53	53.82
管理费用	17.11	19.80	21.41	26.47	29.36
财务费用	36.63	41.56	40.00	44.12	48.93
资产减值损失	0.88	1.91	1.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	-7.03	33.61	-60.00	0.00	0.00
投资净收益	1.79	63.40	-5.00	0.00	0.00
四、营业利润	116.51	139.41	129.42	159.52	185.27
加: 营业外收入	0.11	9.71	10.00	5.00	5.00
减: 营业外支出	0.01	0.17	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	116.61	148.95	139.42	164.52	190.27
减: 所得税	29.26	37.83	34.86	41.13	47.57
六、净利润	87.36	111.12	104.57	123.39	142.70
减: 少数股东损益	0.21	0.30	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	87.15	110.83	104.57	123.39	142.70
每股收益	0.58	0.74	0.69	0.82	0.95

资料来源: 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。