



投资决策 剔除亚太强力买入名单 老凤祥 (600612.SS)

证券研究报告

龙头地位稳固，但估值合理，移出强力买入名单，下调至中性评级

调整理由

2014年四季度，整个珠宝行业并未如市场预期那样因2013年四季度的低基数而强劲反弹。但老凤祥凭借合理的渠道和产品布局，获得了高于市场同行的增长。我们预计2014-2017年公司整体收入复合增长17%。我们略微调整公司2014-2017年利润，预计盈利复合增长19%。考虑到新目标价隐含的上行空间有限，将公司移出强力买入和买入名单，给予中性评级。自从我们2012年12月9日首次覆盖老凤祥，公司股价上涨了92%（同期上证A股指数上涨60%）。自从2014年7月2日加入强力买入名单，公司股价上涨了41%（同期指数上涨60%）。我们认为公司股价落后于指数主要由于近期流动性驱动的市场上涨中，零售股票慢于市场表现。

当前观点

1、行业长期增长空间依然稳健。我们认为婚庆和生育高峰人口依然是黄金珠宝消费的两大核心刚性驱动力，我们预计行业稳健增长至少可维持至2017年。（预计市场规模增速2015-2017 CAGR 13%，VS 2009-2014 CAGR 19%）

2、龙头地位稳固，盈利质量较高。公司的ROE水平一直稳定在25%以上，存货周转天数稳定在70天左右，均好于同行。凭借合理的渠道布局（三四线城市门店超过50%）和产品结构（镶嵌及翠珠宝等非黄金产品增长超过20%），公司的龙头地位将进一步稳固。

3、上海国企改革的持续推进有望成为利好。潜在的推进可能包括引进战略投资者和管理层新的激励计划等，许多国企已经采取了类似行动。

我们将估值方法从PEG改为基于2015年预测的EV/GCI vs. CROCI/WACC（港股和A股珠宝零售公司的2013-14年平均水平1.4X），以更好的反映回报率水平。新的12个月目标价37.8元（原为33.3元），对应18.4倍的2015年预期P/E，隐含2%上行空间。

风险因素：金价波动带来黄金销售和毛利率高于/低于预期；国企改革进程快于/慢于预期。

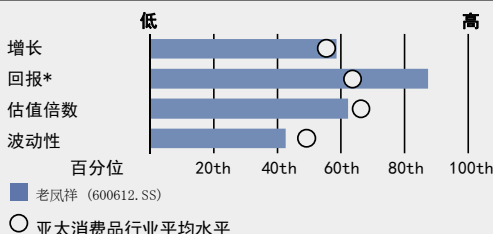
所属投资名单

中性

行业评级：中性

胡维波（分析师）执业证书编号：S1420511110001
+86(21)2401-8944 weibo.hu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
唐琳（研究助理）
+86(21)2401-8929 lin.tang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据

主要数据	当前
股价(Rmb)	36.70
12个月目标价格(Rmb)	37.80
市值(Rmb mn / US\$ mn)	19,198.4 / 3,065.7
外资持股比例(%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利(Rmb) 新	1.70	1.70	2.06	2.42
每股盈利调整幅度(%)	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)
每股盈利增长(%)	45.6	0.1	20.8	17.8
每股摊薄盈利(Rmb) 新	1.70	1.70	2.06	2.42
市盈率(X)	13.1	21.6	17.8	15.1
市净率(X)	3.5	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA(X)	8.0	11.9	10.4	9.2
股息收益率(%)	3.9	2.3	2.8	3.3
净资产回报率(%)	29.2	25.1	26.6	27.4
CROCI(%)	29.9	23.9	22.4	21.8

股价走势图



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	5.1	27.9	45.9
相对于上证A股指数	(7.9)	(11.0)	(13.0)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为3/12/2015收盘价）

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

老凤祥： 财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入	32,984.7	32,530.0	39,119.4	45,056.5
主营业务成本	(30,356.5)	(29,665.3)	(35,659.0)	(41,008.3)
销售、一般及管理费用	(1,173.3)	(1,188.8)	(1,521.4)	(1,846.1)
研发费用	--	--	--	--
其它营业收入/（支出）	(6.6)	6.5	7.9	9.1
EBITDA	1,515.3	1,733.5	2,001.7	2,268.6
折旧和摊销	(67.0)	(51.0)	(54.8)	(57.5)
EBIT	1,448.2	1,682.4	1,946.9	2,211.2
利息收入	23.7	35.2	27.7	28.1
财务费用	(220.7)	(274.7)	(284.6)	(293.5)
联营公司	13.1	0.0	0.0	0.0
其它	212.9	65.0	65.0	65.0
税前利润	1,477.3	1,507.9	1,755.0	2,010.7
所得税	(347.1)	(377.0)	(438.7)	(502.7)
少数股东损益	(240.3)	(240.3)	(240.3)	(240.3)
优先股股息前净利润	889.9	890.6	1,075.9	1,267.7
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常性项目前净利润	889.9	890.6	1,075.9	1,267.7
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	889.9	890.6	1,075.9	1,267.7
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)	1.70	1.70	2.06	2.42
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)	1.70	1.70	2.06	2.42
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)	1.70	1.70	2.06	2.42
每股股息 (Rmb)	0.86	0.86	1.04	1.23
股息支付率 (%)	50.6	50.6	50.6	50.6
自由现金流收益率 (%)	11.7	(0.7)	2.4	3.5

增长率和利润率 (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入增长率	29.1	(1.4)	20.3	15.2
EBITDA增长率	22.2	14.4	15.5	13.3
EBIT增长率	22.2	16.2	15.7	13.6
净利润增长率	45.6	0.1	20.8	17.8
每股盈利增长	45.6	0.1	20.8	17.8
毛利率	8.0	8.8	8.8	9.0
EBITDA利润率	4.6	5.3	5.1	5.0
EBIT利润率	4.4	5.2	5.0	4.9

现金流量表 (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
优先股股息前净利润	889.9	890.6	1,075.9	1,267.7
折旧及摊销	67.0	51.0	54.8	57.5
少数股东权益	240.3	240.3	240.3	240.3
运营资本增减	139.0	(1,256.5)	(828.4)	(812.5)
其它	186.0	0.0	0.0	0.0
经营活动产生的现金流	1,522.2	(74.6)	542.6	753.0
资本开支	(101.5)	(67.1)	(63.9)	(42.5)
收购	0.0	0.0	0.0	0.0
剥离	0.4	0.0	0.0	0.0
其它	10.9	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流	(90.1)	(67.1)	(63.9)	(42.5)
支付股息的现金（普通股和优先股）	(615.3)	(449.9)	(450.3)	(544.0)
借款增减	80.0	0.0	0.0	0.0
普通股发行（回购）	13.2	0.0	0.0	0.0
其它	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	(522.1)	(449.9)	(450.3)	(544.0)
总现金流	910.0	(591.6)	28.5	166.5

资产负债表 (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
现金及等价物	2,787.6	2,196.0	2,224.5	2,391.0
应收账款	235.7	356.5	428.7	493.8
存货	5,020.3	6,095.6	7,424.9	8,538.7
其它流动资产	144.5	144.5	144.5	144.5
流动资产	8,188.2	8,792.6	10,222.6	11,568.0
固定资产净额	480.7	502.2	517.5	509.8
无形资产净额	136.6	131.0	125.5	119.9
长期投资	441.9	441.9	441.9	441.9
其它长期资产	90.1	90.3	89.6	87.9
资产合计	9,337.5	9,958.0	11,397.1	12,727.5
应付账款	1,929.8	1,869.3	2,442.4	2,808.8
短期贷款	2,779.0	2,779.0	2,779.0	2,779.0
其它流动负债	611.0	611.4	705.1	802.1
流动负债	5,319.8	5,259.7	5,926.5	6,389.9
长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
其它长期负债	149.3	149.3	149.3	149.3
长期负债	149.3	149.3	149.3	149.3
负债合计	5,469.1	5,409.0	6,075.8	6,539.1
优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股权益	3,333.0	3,773.4	4,305.3	4,932.2
少数股东权益	535.4	775.7	1,016.0	1,256.3
负债及股东权益合计	9,337.5	9,958.0	11,397.1	12,727.5
每股净资产 (Rmb)	6.37	7.21	8.23	9.43

比率	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
CROCI (%)	29.9	23.9	22.4	21.8
净资产回报率 (%)	29.2	25.1	26.6	27.4
总资产回报率 (%)	9.8	9.2	10.1	10.5
平均运用资本回报率 (%)	27.8	24.8	23.1	22.4
存货周转天数	61.9	68.4	69.2	71.0
应收账款周转天数	3.6	3.3	3.7	3.7
应付账款周转天数	21.4	23.4	22.1	23.4
净负债/股东权益 (%)	(0.2)	12.8	10.4	6.3
EBIT利息保障倍数 (X)	7.4	7.0	7.6	8.3

估值	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
基本市盈率 (X)	13.1	21.6	17.8	15.1
市净率 (X)	3.5	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA (X)	8.0	11.9	10.4	9.2
企业价值/总投资现金 (X)	2.5	3.2	2.8	2.5
股息收益率 (%)	3.9	2.3	2.8	3.3

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

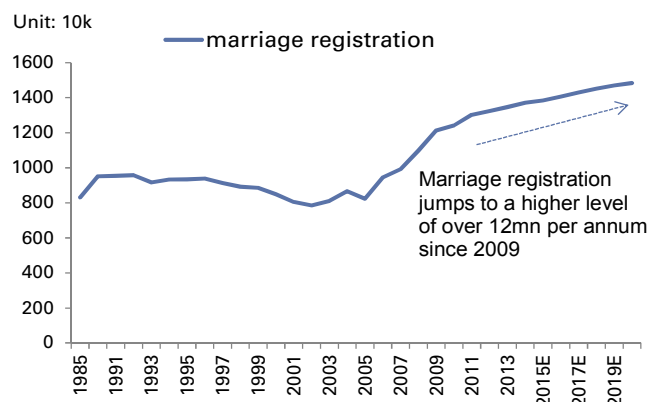
对此报告有贡献的人员

胡维波
weibo.hu@ghsl.cn

唐琳
lin.tang@ghsl.cn

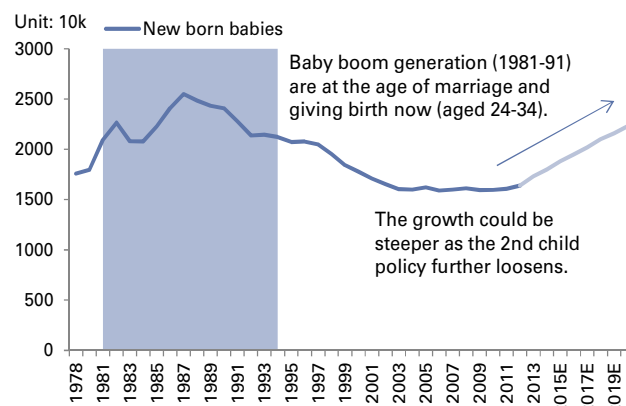
行业依然处于稳健的增长周期

图表 1: 我们认为婚庆和生育高峰依然是两个主要的黄金珠宝需求核心驱动因素 (1)



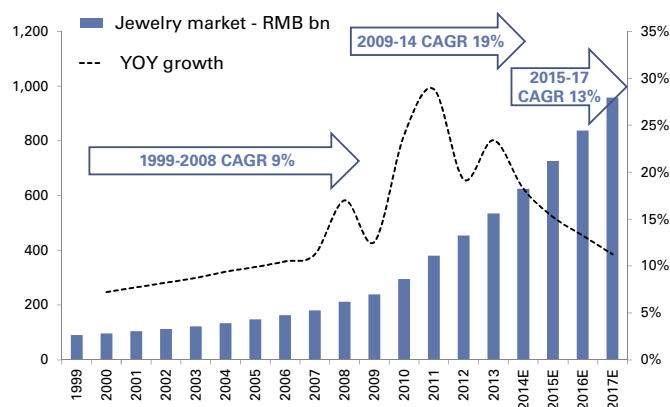
资料来源: 国家统计局

图表 2: 我们认为婚庆和生育高峰依然是两个主要的黄金珠宝需求核心驱动因素 (2)



资料来源: 国家统计局

图表 3: 我们预计该高峰可以持续至 2017 年



资料来源: Euromonitor

图表 4: 中国黄金需求结构: 2011-14 年黄金珠宝销量年均复合增速为 13%, 占到黄金总消费的 75%

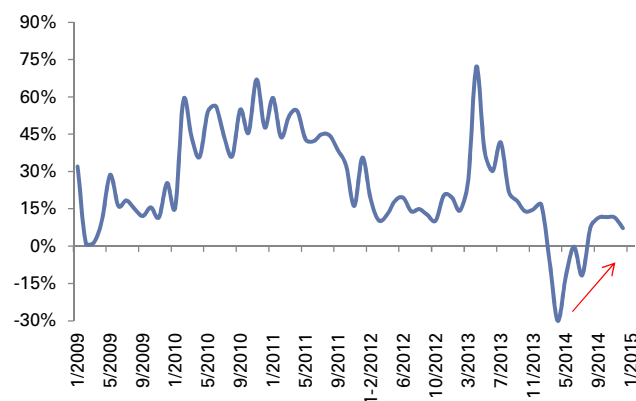
	2011	2012	2013	2014
中国黄金产量 (吨)			428.2	451.8
黄金消费量 (吨)	761.1	832.2	1,176.4	886.1
黄金首饰消费 (吨)	456.7	502.8	716.5	667.1
金条 (吨)	213.9	240.0	375.7	155.1
金币 (吨)	20.8	25.3	25.0	12.8
工业用金 (吨)	53.2	48.9	48.7	43.6
其他用金 (吨)	16.5	15.3	10.4	7.5

同比增长			
中国黄金产量 (吨)			5.5%
黄金消费量 (吨)	9.3%	41.4%	-24.7%
黄金首饰消费 (吨)	10.1%	42.5%	-6.9%
金条 (吨)	12.2%	56.6%	-58.7%
金币 (吨)	21.6%	-1.1%	-48.9%
工业用金 (吨)	-8.2%	-0.2%	-10.5%
其他用金 (吨)	-7.4%	-32.0%	-27.9%

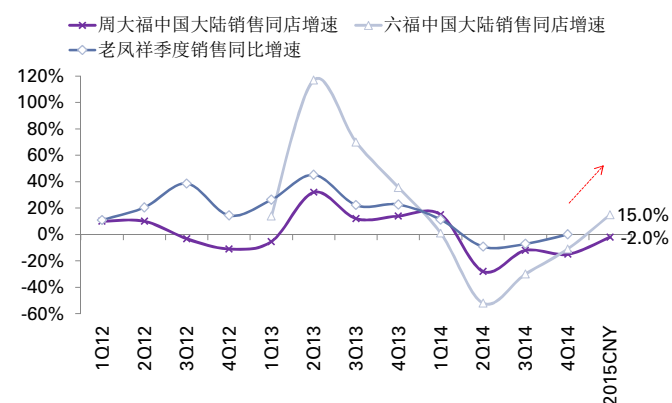
资料来源: 中国黄金协会

图表 5: 金价同比涨幅从 10 年低点复苏

2013—2014 年限额以上企业/重点零售企业黄金珠宝零售月度同比增速



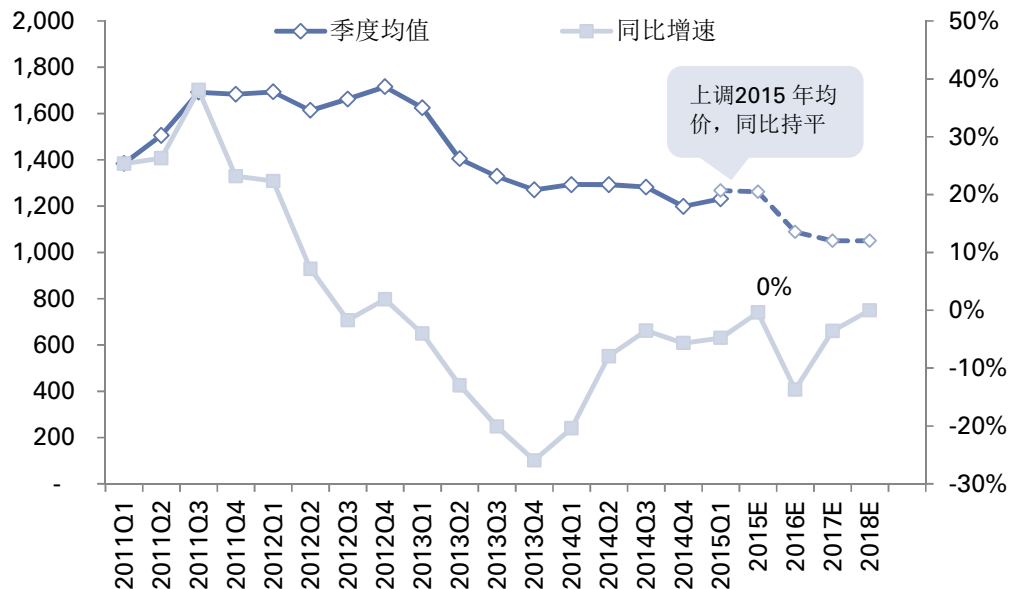
资料来源: 国家统计局

图表 6: 凭借合理的渠道布局, 老凤祥获得了优于同行的增长

资料来源: 公司数据

图表 7: 高盛大宗商品团队上调了 2015 年黄金平均价格预测 (同比持平), 我们预计将利于黄金珠宝市场的稳健增长

金锭 LMB 价格, 美元/金衡盎司



资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

采用 EV/GCI vs. CROCI/WACC 估值，目标价 37.8 元

结合商务部、统计局和中华全国商业信息中心发布的最新黄金珠宝销售趋势，我们略微调整了公司的盈利预测：

图表 8: 我们微调 2014—16 年盈利预测并引入 2017 年每股收益预测 2.86 元
我们预测的变化

老凤祥财务总览 (人民币百万)	2014E				2015E			2016E			2017E
	2013	New	Old	chg%	New	Old	chg%	New	Old	chg%	New
营业收入	32,985	32,530	32,530	0.0%	39,119	38,990	0.3%	45,057	44,859	0.4%	51,735
营业成本	-30,356	-29,665	-29,665	0.0%	-35,659	-35,536	0.3%	-41,008	-40,797	0.5%	-47,069
毛利额	2,628	2,865	2,865	0.0%	3,460	3,454	0.2%	4,048	4,062	-0.3%	4,666
其他经营性收入	5,042	5,042	5,042	0.0%	5,042	5,042	0.0%	5,042	5,042	0.0%	5,042
营业费用	-4,994	-4,916	-4,916	0.0%	-4,942	-4,942	0.0%	-4,942	-4,942	0.0%	-4,942
营业利润	1,448	1,682	1,682	0.0%	1,947	1,945	0.1%	2,211	2,219	-0.4%	2,521
净利息收入(成本)	-197	-240	-240	0.0%	-257	-250	2.8%	-265	-267	-0.5%	-273
税前收入	1,477	1,508	1,508	0.0%	1,755	1,760	-0.3%	2,011	2,017	-0.3%	2,313
所得税	-347	-377	-377	0.0%	-439	-440	-0.3%	-503	-504	-0.3%	-578
少数股东权益	-240	-240	-240	0.0%	-240	-240	0.0%	-240	-240	0.0%	-240
净利润	890	891	891	0.0%	1,076	1,080	-0.4%	1,268	1,273	-0.4%	1,494
主营业务收入	29.1%	-1.4%	-1.4%	0.0ppt	20.3%	19.9%	0.4ppt	15.2%	15.1%	0.1ppt	14.8%
主营业务成本	29.4%	-2.3%	-2.3%	0.0ppt	20.2%	19.8%	0.4ppt	15.0%	14.8%	0.2ppt	14.8%
毛利润	25.5%	9.0%	9.0%	0.0ppt	20.8%	20.6%	0.2ppt	17.0%	17.6%	-0.6ppt	15.3%
其他经营性收入	40.8%	0.0%	0.0%	0.0ppt	0.0%	0.0%	0.0ppt	0.0%	0.0%	0.0ppt	0.0%
销售+管理费用	26.8%	6.1%	6.1%	0.0ppt	27.4%	27.0%	0.4ppt	20.7%	21.6%	-0.9ppt	17.1%
人员成本	19.2%	6.6%	6.6%	0.0ppt	28.8%	28.4%	0.4ppt	20.6%	22.7%	-2.2ppt	17.0%
租金成本	14.0%	25.8%	25.8%	0.0ppt	40.3%	39.8%	0.5ppt	31.6%	31.5%	0.1ppt	29.2%
营业利润	22.2%	16.2%	16.2%	0.0ppt	15.7%	15.6%	0.1ppt	13.6%	14.1%	-0.5ppt	14.0%
税前利润	38.5%	2.1%	2.1%	0.0ppt	16.4%	16.7%	-0.3ppt	14.6%	14.6%	0.0ppt	15.0%
净利润-公告	45.6%	0.1%	0.1%	0.0ppt	20.8%	21.3%	-0.4ppt	17.8%	17.9%	0.0ppt	17.9%
主营毛利率	9.2%	10.0%	10.0%	0.0ppt	9.9%	9.9%	0.0ppt	9.9%	9.9%	-0.1ppt	9.8%
其它非营业利润率	18.0%	18.3%	18.3%	0.0ppt	14.8%	14.9%	-0.1ppt	12.6%	12.7%	-0.1ppt	10.8%
综合毛利率	8.0%	8.8%	8.8%	0.0ppt	8.8%	8.9%	0.0ppt	9.0%	9.1%	-0.1ppt	9.0%
销售管理费占比	2.9%	3.1%	3.1%	0.0ppt	3.3%	3.3%	0.0ppt	3.4%	3.5%	0.0ppt	3.5%
人员成本比率	1.3%	1.4%	1.4%	0.0ppt	1.5%	1.5%	0.0ppt	1.6%	1.6%	0.0ppt	1.6%
租金成本比率	0.2%	0.3%	0.3%	0.0ppt	0.4%	0.4%	0.0ppt	0.4%	0.4%	0.0ppt	0.5%
营业利润率	4.4%	5.2%	5.2%	0.0ppt	5.0%	5.0%	0.0ppt	4.9%	4.9%	0.0ppt	4.9%
税前利润率	4.5%	4.6%	4.6%	0.0ppt	4.5%	4.5%	0.0ppt	4.5%	4.5%	0.0ppt	4.5%
净利润率	2.7%	2.7%	2.7%	0.0ppt	2.8%	2.8%	0.0ppt	2.8%	2.8%	0.0ppt	2.9%

资料来源：公司数据、高华证券研究

我们将估值方法从 PEG 改为基于 2015 年预期 EV/GCI vs. CROCI/WACC，以更好的反映珠宝公司的资产负债情况和回报率水平。目标估值倍数采用港股和 A 股珠宝零售公司的 2013—14 年平均水平 1.4X，新目标价为 37.8 元，对应 18.4 倍的 2015 年预期 P/E，隐含 2% 的上行空间。

图表 9: 老凤祥的目标估值倍数定在 2013—14 年行业均值

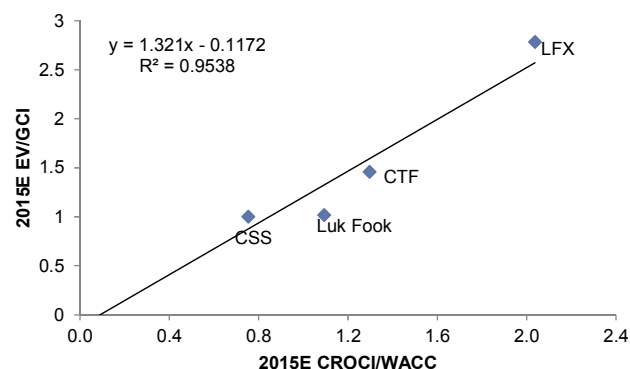
2013-2014	12m fwd EV/GCI vs. CROCI/WACC				H-share Median
	LFX	CTF	CSS	LukFook	
Average	1.0	1.4	1.5	0.9	1.40
Median	1.0	1.4	1.5	0.9	1.40
Max	1.3	1.7	1.7	1.1	
Min	0.7	1.1	1.4	0.7	

2009-2014	12m fwd EV/GCI vs. CROCI/WACC				H-share Median
	LFX	CTF	CSS	LukFook	
Average	1.1	1.4	1.3	0.8	1.27
Median	1.1	1.4	1.4	0.8	1.38
Max	1.6	1.9	1.7	1.4	
Min	0.7	1.1	0.7	0.4	

Note: CTF (1929.HK), CSS (116.HK), LukFook (590.HK)

资料来源: Datastream, 公司数据

图表 10: 散点图支持我们的目标估值倍数, 并显示老凤祥当前已经处于合理估值



资料来源: 公司数据, 高华证券预测

图表 11: 我们预计珠宝零售商 2015—2016 年的增长和回报水平与 2013—2014 年相近

Sales growth									CAGR		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2009-14	2013-14	2015-16
LFX	17.8%	31.9%	47.6%	21.0%	29.1%	-1.4%	20.3%	15.2%	24.6%	12.8%	17.7%
CTF	47.0%	59.6%	12.0%	26.5%	-4.4%	3.1%	11.8%		26.0%	9.9%	7.4%
CSS	-4.2%	23.7%	46.6%	6.4%	37.7%	-26.3%	8.6%	9.9%	14.4%	0.7%	9.3%
LukFook	31.2%	47.5%	47.4%	19.4%	36.2%	-0.5%	4.9%	12.1%	28.6%	16.4%	8.4%
AVG		38.9%	53.2%	13.8%	30.0%	-7.0%	8.1%	12.5%	24.0%	9.9%	10.3%

Net income growth									CAGR		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2009-14	2013-14	2015-16
LFX	85.1%	124.3%	79.6%	16.9%	45.6%	0.1%	20.8%	17.8%	47.0%	20.7%	19.3%
CTF		53.6%	76.6%	1.5%	19.5%	-7.8%	3.0%	14.4%	24.8%	4.9%	8.6%
CSS	22.2%	31.9%	44.4%	-9.9%	23.7%	-14.8%	13.6%	13.9%	12.6%	2.7%	13.8%
LukFook	64.2%	67.3%	55.1%	4.2%	35.0%	-0.7%	6.7%	14.8%	29.4%	15.8%	10.7%
AVG		54.6%	68.5%	1.3%	24.1%	-6.8%	6.3%	14.8%	25.0%	7.6%	10.5%

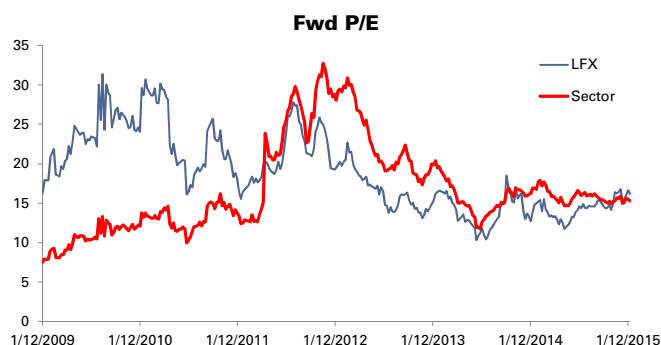
CROCI									AVG		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2009-14	2013-14	2015-16
LFX	19.3%	20.9%	25.0%	23.4%	29.9%	23.9%	22.4%	21.8%	23.7%	26.9%	22.1%
CTF		21.5%	24.4%	18.9%	17.8%	14.9%	14.3%	14.6%	19.5%	16.4%	14.4%
CSS	12.3%	12.8%	13.5%	10.6%	8.1%	8.2%	8.3%	8.6%	10.9%	8.2%	8.4%
LukFook	17.6%	20.6%	21.4%	17.2%	16.3%	12.9%	13.1%	13.3%	17.6%	14.6%	13.2%
AVG	16.4%	19.0%	21.1%	17.5%	18.0%	15.0%	14.5%	14.6%	18.0%	16.5%	14.5%

ROE									AVG		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2009-14	2013-14	2015-16
LFX	15.0%	22.1%	27.3%	24.8%	29.2%	25.1%	26.6%	27.4%	23.9%	27.1%	27.0%
CTF	33.3%	35.0%	32.1%	20.2%	20.1%	16.7%	15.8%	16.7%	26.2%	18.4%	16.3%
CSS	16.1%	15.8%	18.2%	14.7%	16.3%	12.6%	13.2%	13.8%	15.6%	14.5%	13.5%
LukFook	33.8%	34.4%	30.3%	22.5%	25.2%	21.6%	20.3%	20.5%	28.0%	23.4%	20.4%
AVG	24.5%	26.8%	27.0%	20.6%	22.7%	19.0%	19.0%	19.6%	23.4%	20.9%	19.3%

Inventory turnover days									AVG		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2009-14	2013-14	2015-16
LFX	61	73	73	76	62	68	69	71	69	65	70
CTF	177	192	209	243	232	283	300	305	223	257	303
CSS	138	158	146	158	117	173	168	161	148	145	165
LukFook	134	129	137	155	141	162	161	154	143	151	158
AVG	128	138	141	158	138	172	175	173	146	155	174

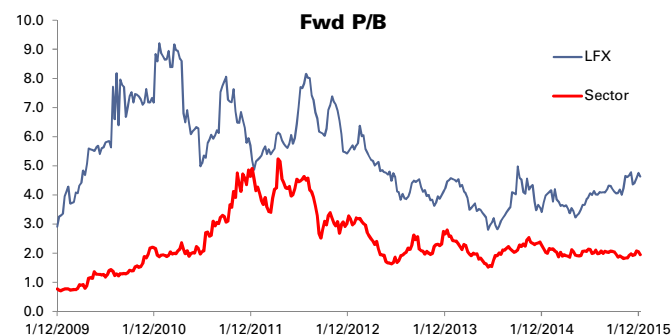
资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表 12: 老凤祥和行业 P/E 走势图



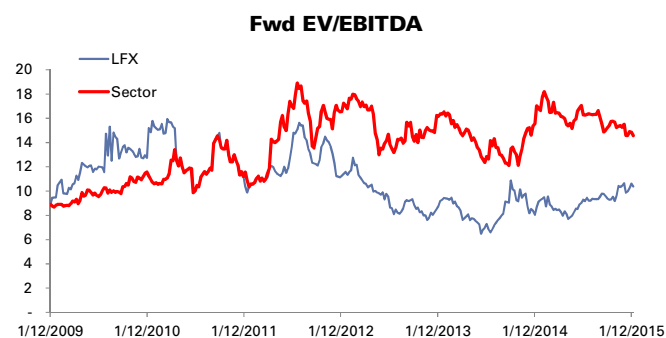
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 13: 老凤祥和行业 P/B 走势图



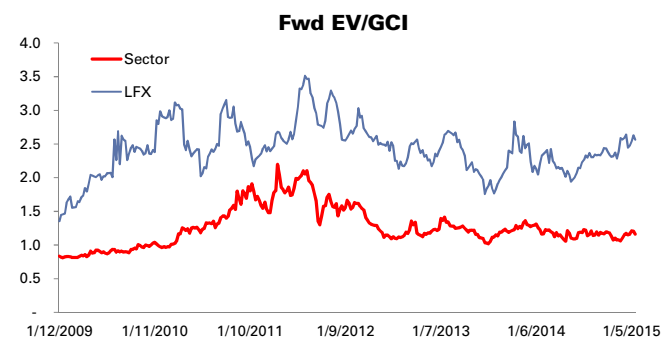
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 14: 老凤祥和行业 EV/EBITDA 走势图



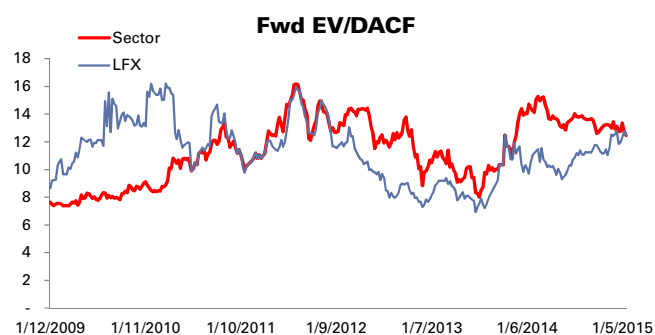
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 15: 老凤祥和行业 EV/GCI 走势图



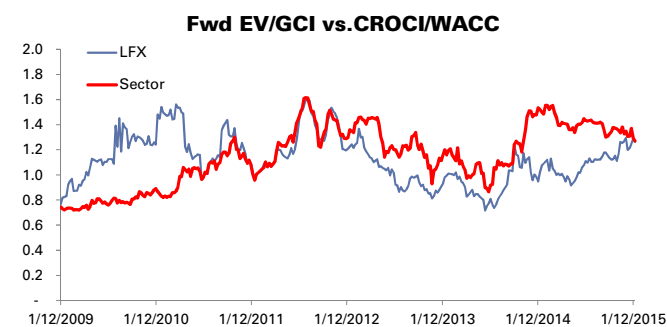
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 16: 老凤祥和行业 EV/DACF 走势图



资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 17: 老凤祥和行业现金估值指标走势图



资料来源: Datastream、高华证券研究

信息披露附录

申明

本人，胡维波，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，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。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率 and 净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

胡维波：亚太传媒行业、香港/中国内地消费品行业。

亚太传媒行业：58 同城、阿里巴巴、Astro Malaysia Holdings、汽车之家、百度、畅游、携程、Info Edge India Ltd.、聚美优品、Just Dial Ltd.、Makemytrip Ltd、新东方(ADR)、Nord Anglia Education, Inc.、奇虎 360、去哪儿网、新浪、搜狐、搜房网、学而思、达内科技、电视广播、腾讯控股、唯品会、微博、学大教育、优酷土豆。

香港/中国内地消费品行业：安踏体育、百丽国际、步步高、波司登、周生生、周大福、达芙妮、思捷环球、新华都、金鹰商贸集团、国美电器、亨得利、银泰商业、老凤祥、利丰、李宁、利福国际、六福、茂业国际、浩泽净水、莎莎国际、新秀丽国际有限公司、苏宁云商、永辉超市、中百集团。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：老凤祥 (Rmb36.70)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：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 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。



本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。