

黄金珠宝行业

4Q18 景气度下降，龙头品牌逆势扩张

行业评级

买入

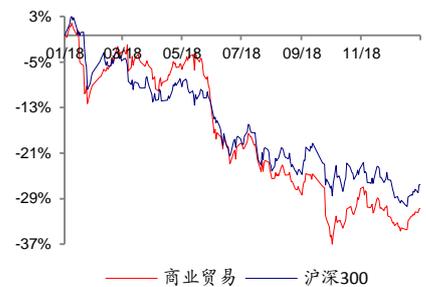
前次评级

买入

报告日期

2019-01-18

相对市场表现



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

【广发商贸-专题】黄金珠宝 2018-12-28

行业复盘:经济周期和金价走势如何影响景气程度?

【广发商贸-深度】周大生: 2018-12-03

渠道为王,管理输出,引领情景风格珠宝

【广发商贸-点评】老凤祥 2018-10-31

3Q18:业绩符合预期,淡化金价逻辑

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

核心观点:

● 宏观和微观层面数据验证 4Q18 黄金珠宝行业景气度下降

宏观层面来看,18年10-11月限额以上金银珠宝零售额分别同比增长4.7%和5.6%,增速环比较前三季度明显回落;微观层面来看,周大福和六福披露的4Q18经营数据明显体现出终端需求放缓压力:周大福内地同店销售额同比下滑7%,其中珠宝镶嵌和黄金产品分别同比下滑5%和11%;六福内地同店销售额同比下滑14%,其中珠宝首饰和黄金分别同比下滑5%和16%。从六福的反馈来看,11月增速下滑较多,12月有所回暖,1月以来同店已转正,但考虑到今年春节较早,我们建议以1-2月合计数据来判断行业景气度是否回暖。

● 景气度下降主要是经济放缓通过消费属性传导

我们在此前的黄金珠宝行业复盘专题《经济周期和金价走势如何影响珠宝景气度?》中指出,黄金珠宝行业增速与名义GDP增速拟合程度较高,且无论是黄金饰品,还是镶嵌珠宝,都是消费属性更占主导。尽管4Q18金价呈稳步上涨趋势,对投资性需求有一定刺激,但经济下行趋势对消费性需求的抑制更大,最终导致终端黄金珠宝消费的走弱。考虑到2019年上半年仍处于经济放缓阶段,叠加居民负债率提升、棚改货币化退潮、就业率压力等风险因素,我们保持对板块景气度的谨慎判断。

● 龙头品牌逆势扩张加速行业洗牌,重点推荐周大生和老凤祥

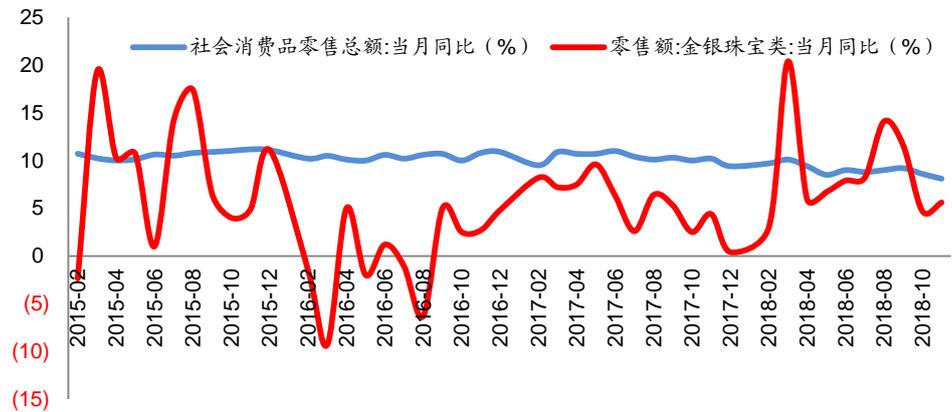
行业景气度有所下行,但龙头品牌却呈现逆势扩张态势,且渠道扩张主要布局于三四线市场。4Q18周大福与六福中国内地分别净增加259个、72个零售点,均处于门店扩张速度的历史高点,渠道下沉战略持续推进。考虑到周大福和六福披露的内地同店数据主要是位于一二线市场的直营店数据,而三四线市场仍处于渗透率提升、品牌化的红利阶段,因此我们判断三四线市场销售数据好于一二线;门店扩张对冲同店放缓压力,加盟批发模式下的收入平滑能力更强;素金产品向钻石镶嵌和3D硬金的转变推动经销商盈利能力提升,因此终端销售结构中黄金占比较高的品牌从边际上来看更为受益。

基于上述判断,我们认为以加盟批发为主、以三四线市场为主、正处于品类结构调整中的周大生和老凤祥经营数据将好于港资品牌的内地经营数据。我们维持对周大生和老凤祥的买入评级。

● 风险提示

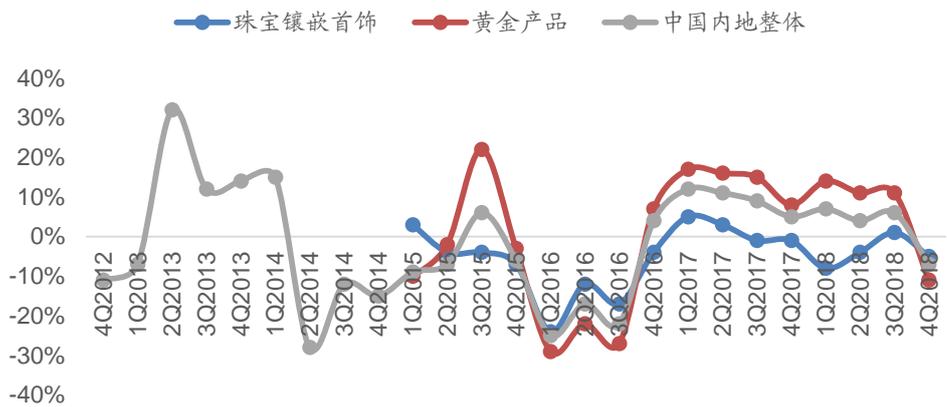
宏观经济低迷,抑制可选消费的需求释放;市场竞争加剧,品牌加速开店抢夺市场;中小品牌出清速度低于预期。

图 1: 10月和11月限额以上金银珠宝零售额增速环比下降



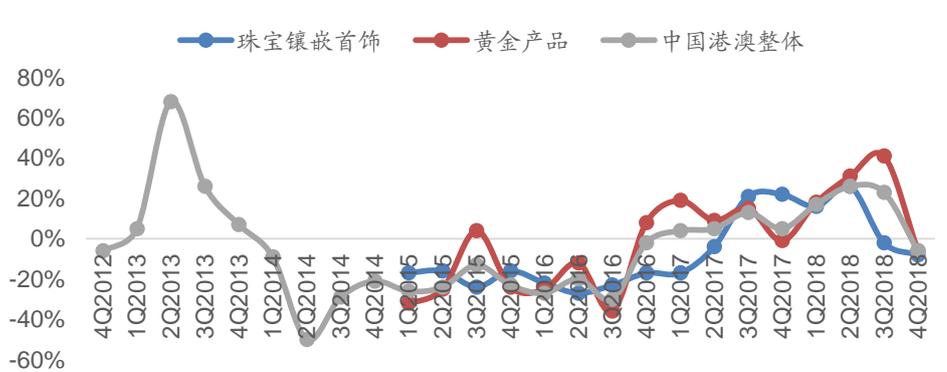
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 4Q18周大福内地同店增长放缓



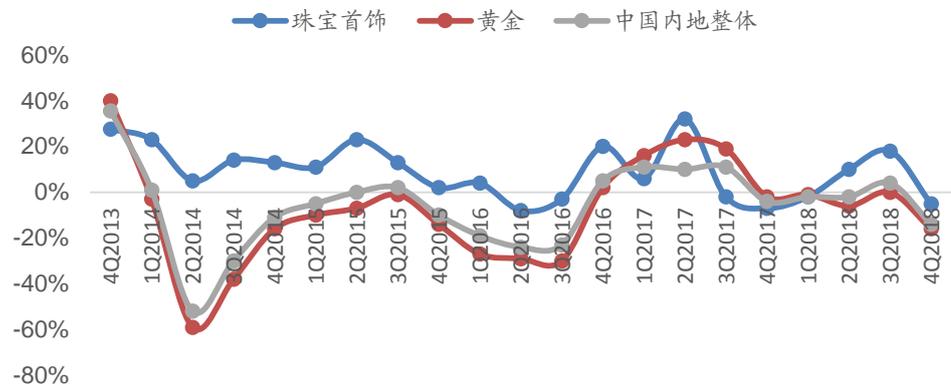
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 3: 4Q18周大福港澳同店增长放缓



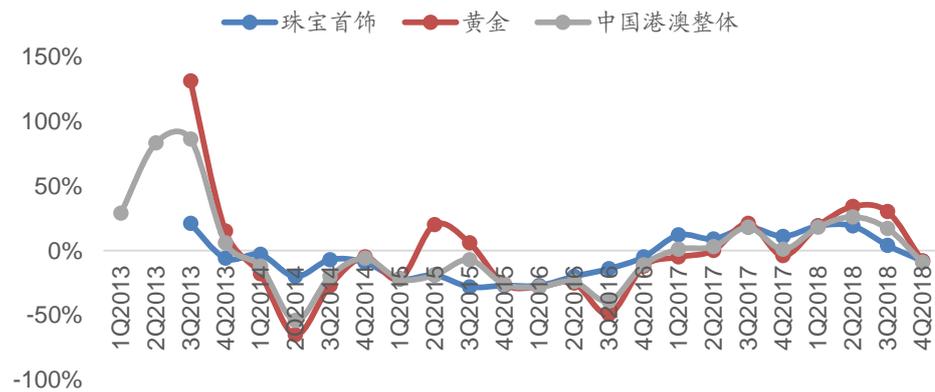
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 4: 4Q18六福内地同店增长放缓



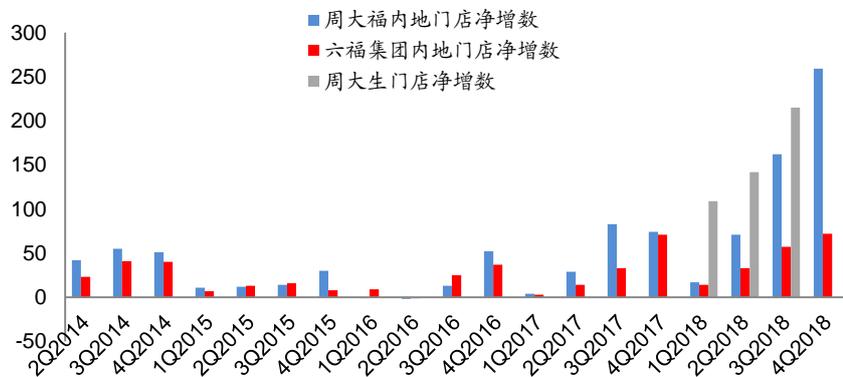
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 5: 4Q18六福港澳同店增长放缓



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 6: 周大福、六福等龙头公司逆势扩张



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 重点公司盈利预测 (截至 2019.01.17 收盘)

股票代码	公司名称	评级	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
				17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E
002867.SZ	周大生	买入	132	5.92	8.25	10.50	13.01	14.57	12.87	11.10
600612.SH	老凤祥	买入	184	11.36	12.64	14.31	16.59	15.99	12.56	10.14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 费雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与周大生(002867)公司有投资银行业务关系

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。