

黄金珠宝行业年报总结

行业景气度触底，龙头公司逆势扩张

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-08

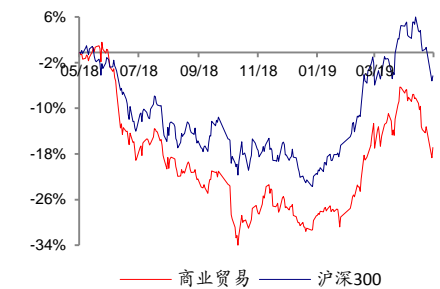
核心观点:

相对市场表现

● 黄金珠宝行业：周期性和趋势性并存，关注龙头公司逆势扩张

周期性视角：经济下行压力导致 18 年下半年以来景气度减弱，1Q19 环比改善。2018 年下半年起珠宝行业（尤其是 4Q18）现疲软迹象，这与宏观经济环境密不可分。一方面，经济整体下行，紧信用等造成经济悲观预期；另一方面，棚改货币化退潮，转变为居民负债率提升、就业率压力等风险因素。从金价走势来看，2H18 金价温和上行，投资属性下利好黄金消费，一定程提振 3Q18 黄金销售，但不改行业景气度下行趋势。

趋势性视角：龙头公司逆势扩张，品类结构向非素优化。当前最大趋势性亮点在于品牌化进程加快，主要体现为龙头公司逆势扩张。根据公司年报，2018 周大福、六福、周大生、老凤祥中国内地门店分别净增加 509、176、651、347 家，均为历史高点。豫园股份（老庙+亚一）4Q18 和 1Q19 门店净增加 128/183 个，开启扩张周期。珠宝品类结构向非素优化是行业中另一重要趋势，消费者对珠宝设计和工艺的要求提升，时尚度更高的硬金、K 金、钻石镶嵌等更加受到欢迎，提升品牌商和加盟商盈利能力。



● 2018 年报及 1Q19 季报分析：行业分化，龙头领先

无论是成长性还是报表质量，龙头公司均显著优于同行。根据公司财报数据进行分析，**成长性：**2018 年 7 家公司营收增速为 10.6%，增速同比降低 2.8pp，但远好于 14-16 年水平（周大生 18 年收入增长 28%，1Q19 增长 17%，最为亮眼）。**盈利能力：**2018 年 7 家珠宝公司毛利率同比提升 0.43pp 至 23.31%，平均销售+管理费用率同比提升 1.08pp 至 14.61%，主要由于莱绅通灵拖累。**营运能力：**剔除豫园股份，2018 年 6 家珠宝公司平均存货周转天数同比提升 27 天至 296 天，仍主要受莱绅通灵经营恶化拖累，周大生和老凤祥与去年同期基本持平。**ROE：**2018 年珠宝公司平均 ROE 同比下降 3.0pp 至 9.81%，周大生和老凤祥 ROE 分别为 22.02% 和 20.42%，维持较高水平。

分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

● 投资建议：关注龙头公司结构性机会

2018 年报中不乏惊喜，龙头公司加速扩张集中体现。除了享受渠道红利外，我们发现龙头公司已经在积极地释放管理和产品红利。周大生在 2019 年展望中强调运营体系的建设和产品研发的加强，包括广告营销的投入增加、建立产品研发中心、自营加盟信息化打通共享库存、门店形象全面升级等。老凤祥积极推进股权和激励机制改革，包括引入央企国新作为战略投资者，实施子公司西冷印社股权结构调整，推进混合所有制单体、骨干持股、收入分配与业绩挂钩等激励机制改革等。

我们对于 2019 年行业景气程度的判断仍主要基于宏观经济形势。如果经济顺利由“衰退后期”向“复苏前期”过渡，我们预计今年珠宝行业将呈现逐步回暖趋势。随着行业进入低速增长的存量争夺阶段，龙头公司结构性机会更值得关注。维持周大生的买入评级，预计 19 年 EPS=2.13 元，合理价值 42.8 元/股，对应 20X19PE；维持老凤祥的买入评级，预计 19 年 EPS=2.71 元，合理价值 48.8 元/股，对应 18X19PE。

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。

相关研究:

黄金珠宝行业:4Q18 景气度下降，龙头品牌逆势扩张	2019-01-18
黄金珠宝行业复盘:经济周期和金价走势如何影响景气程度?	2018-12-28

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理 价值 (元/ 股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
周大生	002867.SZ	CNY	33.72	2019/4/28	买入	42.8	2.13	2.66	15.83	12.68	13.69	10.91	20.90%	20.60%
老凤祥	600612.SH	CNY	42.75	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	15.77	13.66	10.45	8.95	18.50%	17.70%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、黄金珠宝行业：周期性和趋势性并存，关注龙头公司逆势扩张.....	5
（一）周期性视角：经济下行压力导致 18 年下半年以来景气度减弱	5
（二）趋势性视角：龙头公司逆势扩张，品类结构向非素优化	7
二、年报及一季报分析：行业分化，龙头领先.....	8
三、投资建议：从 BETA 到 ALPHA，关注龙头公司结构性机会	11

图表索引

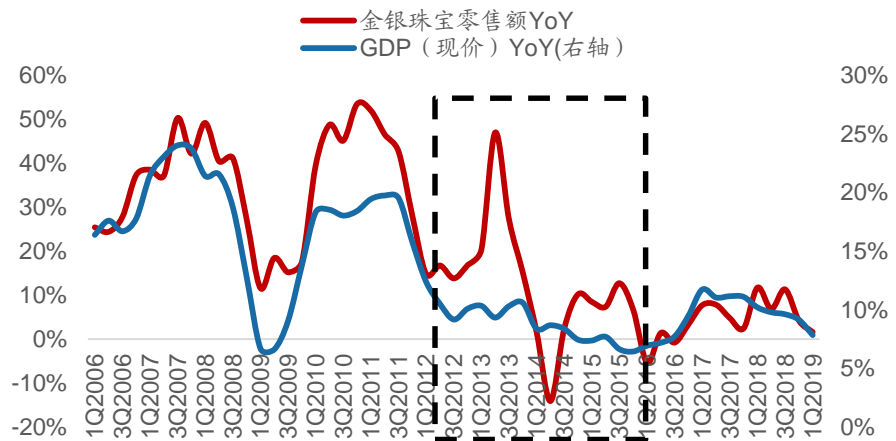
图 1: 珠宝消费与经济周期高度相关, 投资属性使二者出现偏差	5
图 2: 2018 年至今金价走势	5
图 3: 周大福内地直营店同店增长	6
图 4: 六福内地直营店同店增长	6
图 5: Tiffany 亚太地区同店增长和收入增长	6
图 6: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地)	7
图 7: 老凤祥珠宝业务品类结构 (2018 年)	8
图 8: 钻石在中国 1-3 线城市婚庆珠宝中占比提升	8
图 9: 珠宝公司营业收入及 YoY	9
图 10: 珠宝公司季度营收及 YoY	9
图 11: 珠宝公司毛利率	10
图 12: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率	10
图 13: 珠宝公司存货周转天数	11
图 14: 珠宝公司平均资产负债率	11
图 15: 珠宝公司平均计息负债率	11
图 16: 珠宝公司平均 ROE	11
表 1: 珠宝公司门店数量和 GMV 测算	7
表 2: 商业模式差异决定珠宝公司财务数据差异 (A 股公司为 2018 年、港股公司 为截至 18 年 3 月的 FY2018)	9

一、黄金珠宝行业：周期性和趋势性并存，关注龙头公司逆势扩张

（一）周期性视角：经济下行压力导致 18 年下半年以来景气度减弱

黄金珠宝的可选消费属性使其与经济周期具有较高的相关性，从历史复盘来看，除2013年金价急跌导致的“抢金潮”以及对第二年的透支，名义GDP走势与金银珠宝零售额走势呈现高度相关性。

图 1：珠宝消费与经济周期高度相关，投资属性使二者出现偏差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

黄金珠宝行业自2016年下半年受经济复苏、棚改货币化等推动进入复苏周期，三四线城市尤甚。2018年下半年起（尤其是4Q18）显现疲软迹象，这与宏观经济环境密不可分。一方面，经济整体下行，紧信用等造成经济悲观预期；另一方面，棚改货币化退潮，转变为居民负债率提升、就业率压力等风险因素。从金价走势来看，2H18金价温和上行，投资属性利好黄金消费，一定程度提振3Q18黄金销售，但不改行业景气度下行趋势。这再一次验证了珠宝首饰以消费属性为主，经济周期是影响行业景气度的主要因素。

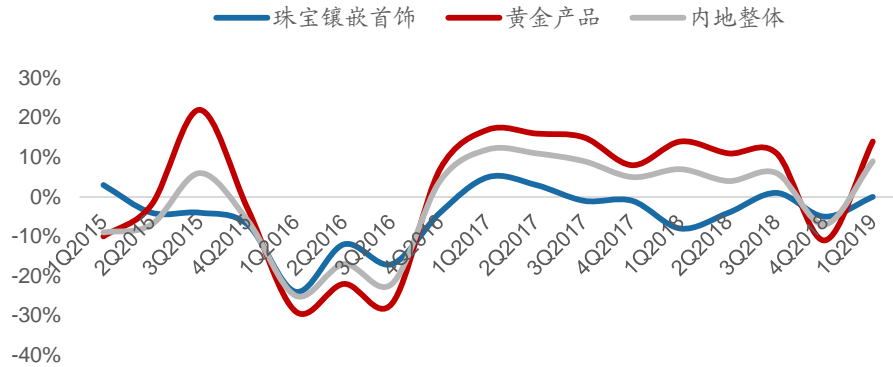
图 2：2018 年至今金价走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

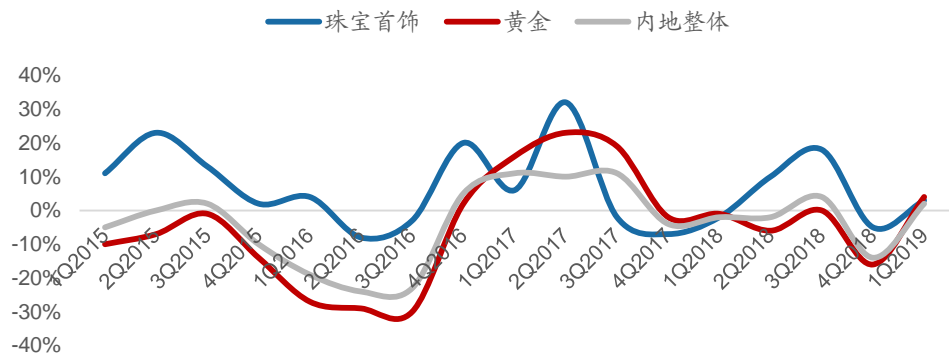
4Q2018珠宝行业景气度低点确认，这在周大福、六福、Tiffany的同店数据中均有所反映，由于三者自营门店主要位于一二线城市，因此作为一二线城市珠宝消费指引更为确切。伴随经济企稳，**1Q2019珠宝景气程度环比亦有所改善**。周大福和六福的同店增长验证了这一行业趋势：周大福4Q18内地同店同比下滑7%，1Q19回升至9%；六福4Q18内地同店下滑14%，1Q19回升至2%。

图 3：周大福内地直营店同店增长



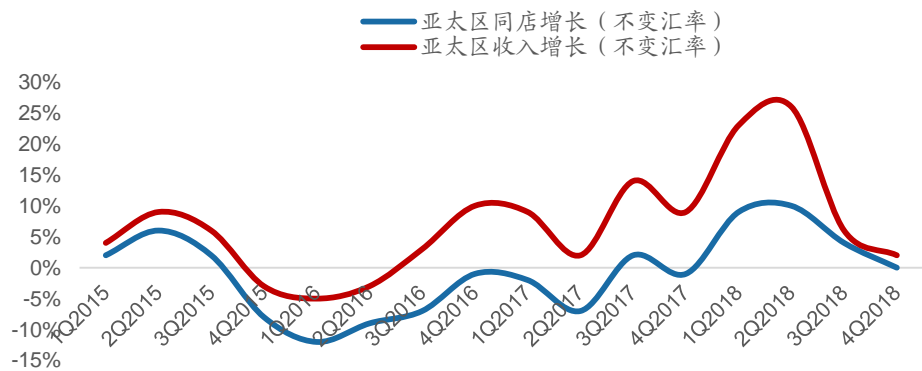
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：六福内地直营店同店增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：Tiffany亚太地区同店增长和收入增长



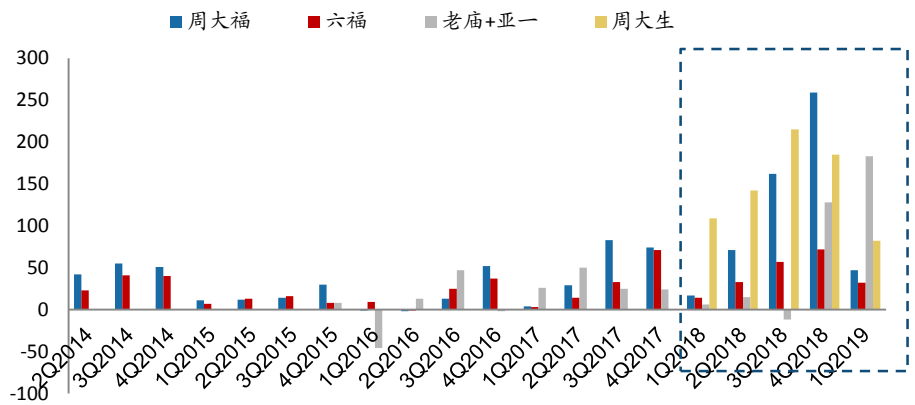
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 趋势性视角：龙头公司逆势扩张，品类结构向非素优化

周期性视角解释了黄金珠宝板块整体景气程度，趋势性机会则帮助我们发掘优秀个股的α机会。在行业整体增速放缓的背景下，更多应关注竞争格局的变化。当前行业最大的趋势性亮点在于渠道下沉和品牌集中度提升加速，龙头公司逆势扩张是最好的体现。与上一轮（2H2015-1H2016）行业低迷期开店缓慢不同，本轮周期龙头公司开店速度大超预期。根据公司年报，4Q18周大福与六福中国内地分别净增加259个、72个零售点，全年门店净增加509家、176家；周大生保持高速展店，4Q18门店净增加185个，2018年全年门店数量净增加651个；老凤祥2018年门店净增加347家，为五年来最多。豫园股份（老庙+亚一）发力珠宝业务，4Q18和1Q19门店净增加128/183个，开启扩张周期。各大龙头公司均处于门店扩张速度的历史高点。

品牌集中度提升是行业中正在发生、不可忽视的趋势。背后的逻辑在于珠宝行业从过去的价格驱动逐步转向产品和品牌驱动。随着消费者品牌认知的提升，设计、工艺升级，大品牌的引流和盈利能力明显优于小品牌；行业疲软背景下小品牌更快出清，头部经销商与头部品牌的强强结合使得龙头公司加速抢占小品牌份额。

图 6：龙头企业门店季度净增加数量（内地）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（周大生季度门店净增加数自 1Q18 开始披露）

表 1：珠宝公司门店数量和 GMV 测算

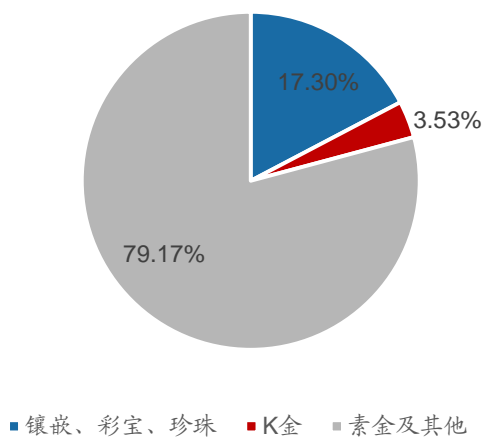
	老凤祥 (1Q19)	周大福 (1Q19)	周大生 (1Q19)	周六福 (2018)	老庙+亚一 (1Q19)	周生生 (2018)	六福珠宝 (1Q19)	莱绅通灵 (2018)
直营店数量	176	3134 (直 营店约占 60%)	296	约 2800 家 (加盟为 主)	185	506	212	290
加盟店数量	3316		3161		2088	0	1616	447
合计	3492	3134	3457	约 2800 家	2273	506	1828	737
主要分布	一到四线城市	一、二线城市	三、四线城市	三、四线城市	一到四线城市	一、二线 城市	一到四线城市	江苏、鲁皖 豫为主
18 年内地 GMV 测算 (亿 元)	约 400 亿	约 400 亿	约 380 亿	约 250 亿	约 200 亿	约 80 亿	约 50 亿	约 20 亿

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：各公司终端销售额根据报表零售收入+批发收入*加价倍数推算

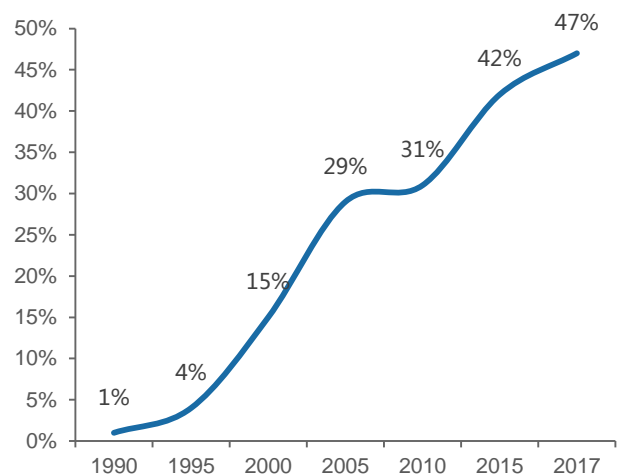
珠宝品类结构向非素优化是行业中另一重要趋势。传统黄金珠宝行业以计重黄金为主导，产品同质化高、品牌溢价低。随着消费群体年轻化，消费者对珠宝设计和工艺的要求提升，时尚度更高的硬金、K金、钻石镶嵌等更加受到欢迎。周大生能够实现快速扩张，部分得益于钻石镶嵌在低线城市渗透率提升红利。老凤祥2018年报披露镶嵌、彩宝、珍珠实现销售58.49亿元，同比增长4.54%，K金实现销售11.93亿元，同比增长28.29%，二者占珠宝首饰收入达到20.8%。六福在财报中则表示硬金和K金是增长主要驱动力。对于加盟商和品牌商而言，非素产品的毛利更高，从而带来盈利能力的提升。非素产品也更看重产品理念和设计元素，而这正是头部企业的优势所在，因而长期利好品牌化趋势。

图 7：老凤祥珠宝业务品类结构（2018年）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：钻石在中国1-3线城市婚庆珠宝中占比提升



数据来源：戴比尔斯，广发证券发展研究中心

二、年报及一季报分析：行业分化，龙头领先

在周期性与趋势性的研究框架下，我们对珠宝公司年报及一季报进行总结分析。我们选取了老凤祥、周大生、豫园股份（珠宝业务）、莱绅通灵、明牌珠宝、萃华珠宝等7家公司作为样本，并对老凤祥、周大生等龙头公司进行重点分析。可以发现，无论是成长性还是报表质量，龙头公司均显著优于同行。

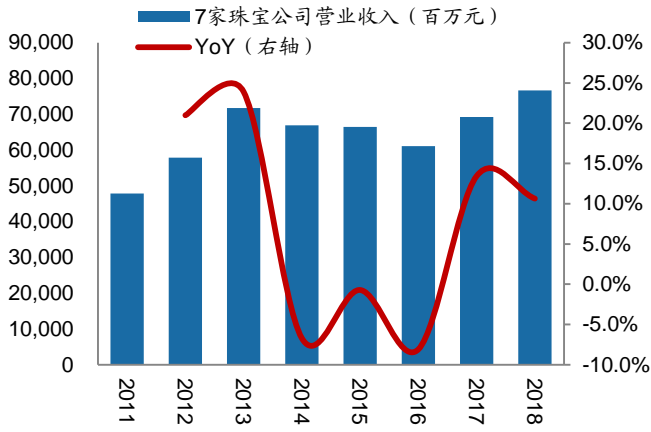
（一）成长性

珠宝公司营收端基本验证了行业整体趋势：13年以前高速增长，14-16年由于抢金潮透支和经济下行进入调整期，17年进入复苏周期，18年下半年年以来景气度有所下降。根据公司年报，2018年7家公司营收增速为10.6%，增速同比降低2.8pp，但远好于14-16年水平。1Q2019基本延续了增速放缓的趋势，营收同比增长6.6%。但考虑到批发加盟模式下上市公司报表端的收入往往滞后终端1-2个月，1Q19终端回暖尚未在报表体现（但周大福、六福等港股披露的1Q19同店数据已有所体现）。

行业分化显著，龙头公司增速领先。周大生是最具成长性的珠宝品牌，2018年及1Q19收入增长28%和17%，主要得益于门店快速扩张，以及享受低线城市和钻石镶嵌红利。老凤祥珠宝主业势头良好，2018年与1Q19收入增长14.2%和

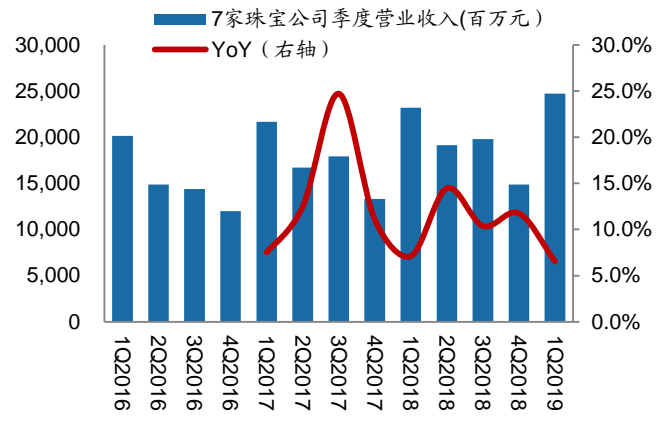
15.7%。豫园股份进行老庙和亚一的品牌重塑，2018年珠宝业务收入增长14.7%，1Q19同比增长8.9%。莱绅通灵则由于品牌定位与内部管理问题，2018年收入下滑15.3%。

图 9：珠宝公司营业收入及YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：珠宝公司季度营收及YoY



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）盈利能力

珠宝公司的盈利指标主要与销售模式和品类结构有关。毛利率层面，钻石镶嵌、K金高于素金，直营高于加盟。费用率层面，钻石高于黄金（钻石品牌属性更强，需要更多的营销投入）；直营高于加盟（销售费用部分在加盟商层面投入）。因此Tiffany和莱绅通灵的毛利率和费用率均较高。周转率层面，黄金快于钻石，批发快于零售，因此老凤祥的存货周转率远远领先于同行。

表 2：商业模式差异决定珠宝公司财务数据差异（A股公司为2018年、港股公司为截至18年3月的FY2018）

	品类结构	销售模式	毛利率	销售+管理费用率	净利率	存货周转率	ROE (平均)
Tiffany	钻石为主	全部直营	63.28%	45.49%	13.20%	0.7	18.47%
莱绅通灵	钻石为主	直营+加盟	55.83%	38.61%	12.57%	0.51	8.95%
周大福	黄金（约60%）+珠宝（约25%）	直营+加盟	27.41%	18.40%	7.08%	1.34	12.56%
六福集团	黄金及铂金（约55%）+珠宝（约45%）	直营+加盟	25.66%	15.87%	9.38%	1.45	14.48%
老凤祥	黄金（约80%）+珠宝（约20%）	加盟为主	8.24%	2.74%	3.57%	4.99	20.42%
周大生	黄金（70%）+镶嵌首饰（约25%）	加盟为主	34.00%	13.44%	16.55%	1.37	22.02%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

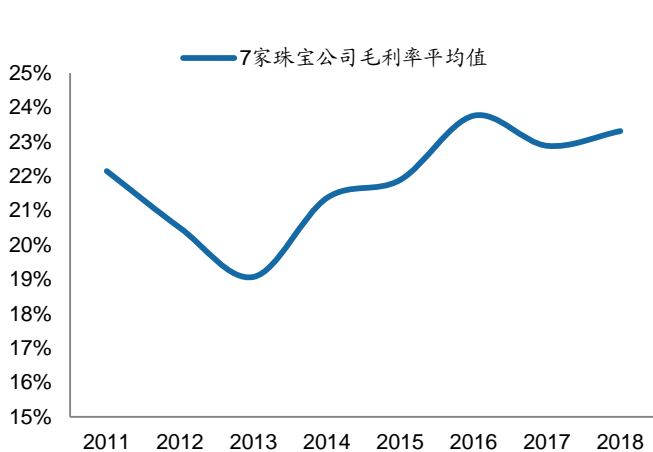
从毛利率环比变化趋势来看，2018年7家珠宝公司毛利率同比提升0.43pp至23.31%。珠宝公司毛利率变化主要与原材料价格波动和产品结构有关，前者造成

短期较大波动，后者则是长期逐步趋势。如2016年珠宝行业整体毛利率上升0.56pp，主要由于2016年金价回升，售价调整领先于成本变化所致。原材料价格波动较难预测且呈现为短期影响，我们更关注产品升级、结构调整和定价策略带来的毛利率变化，如周大生2018年镶嵌毛利率同比提升1.13pp，很大程度上受益于公司情景风格系列产品的推陈出新。另一方面，2018年增值税由17%下调至16%，2019年4月进一步由16%下调至13%，我们预计库存影响对毛利率有短期提振作用，长期是否利好品牌仍取决于终端竞争格局。

2018年7家珠宝公司平均销售+管理费用率同比提升1.08pp至14.61%，主要由于莱绅通灵同比大幅提升6.29pp（收入下滑而费用端未缩减），若剔除通灵异常数据后，其余6家公司同比提升0.21pp。国内珠宝公司多数以加盟模式为主，销售管理费用主要是总部层面的投入，以员工薪酬为主，广宣费其次（大部分营销推广费由经销商在各自区域内自行投入），因此经营杠杆显著。另外，多家公司采取激励机制，如周大生的限制性股票激励及员工持股计划、老凤祥试行职业经理人制度，在一定程度上增加管理费用，但有利于经营红利的释放。

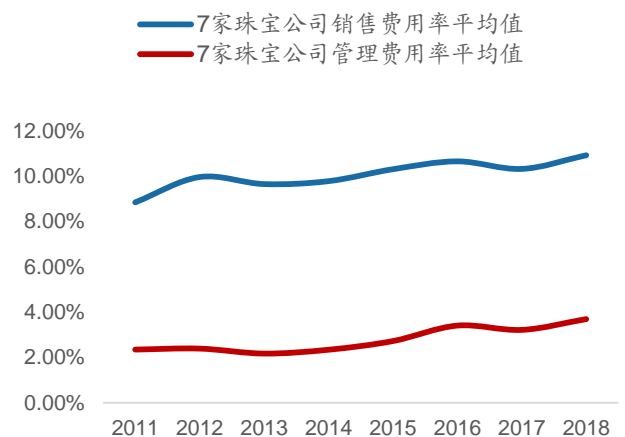
剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2018年6家珠宝公司平均净利率同比下降1.74pp至6.37%。龙头公司盈利能力基本稳定，周大生净利率同比提升0.99pp，老凤祥净利率同比下降0.12pp，莱绅通灵等则有较大程度下降。

图 11: 珠宝公司毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 珠宝公司平均销售费用率与管理费用率



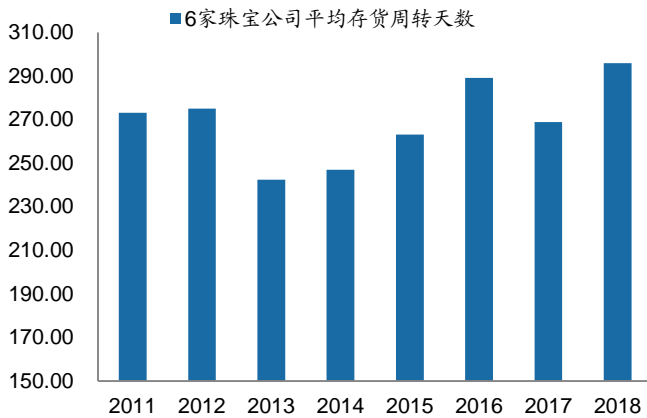
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）营运能力和资产结构

剔除豫园股份（2018年新增地产业务），2018年6家珠宝公司平均存货周转天数同比提升27天至296天，但仍主要受莱绅通灵经营恶化拖累（同比大幅提升146天至709天）。周大生和老凤祥存货周转天数基本持平，2018年分别为72天和263天。1Q19老凤祥与周大生均表现为存货增加，经营性现金流为负，我们认为一定程度上受增值税下调前原材料采购增加影响。

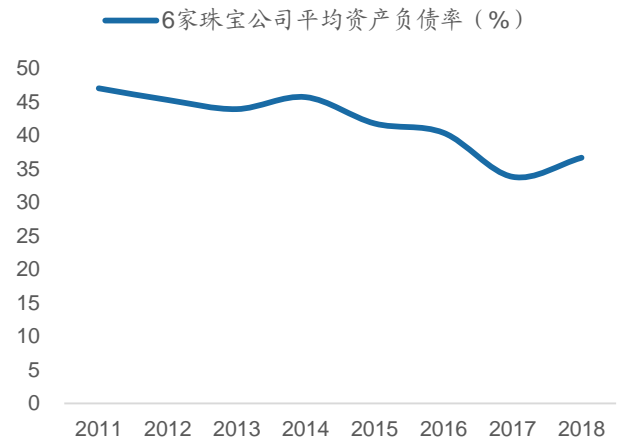
从资产负债状况来看，6家珠宝公司2018年平均资产负债率为36.7%，同比提升2.9个百分点；平均计息负债率为23.85%，同比提升3.47%。6家珠宝公司平均ROE（平均）同比下降3.0pp至9.81%，莱绅通灵、萃华珠宝等均有明显下降。周大生和老凤祥ROE（平均）分别为22.02%和20.42%，维持较高水平。

图 13: 珠宝公司存货周转天数



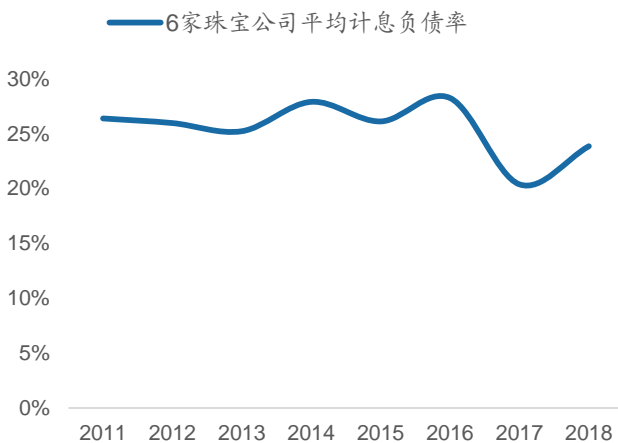
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 珠宝公司平均资产负债率



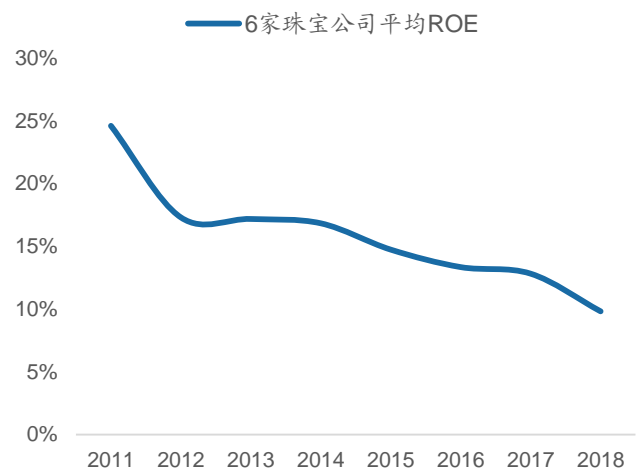
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 珠宝公司平均计息负债率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 珠宝公司平均ROE



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、投资建议: 从 beta 到 alpha, 关注龙头公司结构性机会

根据Bloomberg数据, 未来5年我国珠宝行业规模增速在5%-8%之间, 行业进入低速增长、存量竞争阶段。从年报中我们惊喜的看到, 龙头公司的成长性依然强劲, 且2018年是龙头逆势加速扩张最为明显的一年, 行业正逐步从β驱动转向α驱动, 随着品牌集中度提升逻辑逐步兑现, 龙头公司的估值有望提升。

除了享受渠道红利外, 在2018的年报中我们发现龙头公司已经在积极地释放管理和产品红利。周大生对2019年的展望, 强调运营体系的建设和产品研发的加

强，包括广告营销的投入增加、建立产品研发中心、自营加盟信息化打通共享库存、门店形象全面升级等。**老凤祥**则积极推进股权和激励机制改革，2018年引入央企国新作为战略投资者，实施子公司西泠印社股权结构调整，推进混合所有制、骨干持股、收入分配与业绩挂钩等激励机制改革，而在2019年将继续推进股权结构调整，重塑激励机制，选择3-5家试点子公司推行职业经理人制度。这些举措将强化龙头公司的品牌、产品、管理优势，延续扩张红利周期，并助力由渠道红利向管理和产品红利过渡。

我们对于2019年珠宝行业景气程度的判断仍主要基于宏观经济形势。如果经济顺利由“衰退后期”向“复苏前期”过渡，我们预计今年珠宝行业将呈现逐步回暖趋势（1Q19已初步体现）。但由于经济复苏程度和时间的不确定性，我们对珠宝板块整体仍保持谨慎态度，建议投资者更多把握龙头公司的 α 机会，重点推荐周大生、老凤祥。

（一）周大生：渠道为王、管理输出，引领情景风格珠宝

公司核心竞争力：轻资产赋能模式输出管理标准，匹配其三四级线扩张战略，区别于同业的地方在于：1）黄金作为引流品种采取品牌授权模式，资金和存货压力更轻；2）扁平化的加盟商管理体系，1500个加盟商直接对接总部，充分让利吸引头部加盟商强强联合；3）精简核心SKU并买断经营（70%出货来自300多个SKU），培育一批有设计能力的工厂，也大幅提高加盟商的配货效率。

在这一轻资产模式下，公司建立了：1）广泛的渠道网络。截至1Q19，周大生拥有门店3457家，呈现三个典型特点：三四线占比高（80%门店布局低线城市），加盟商能力强（加盟单店收入是自营的4倍），店龄结构年轻（2016年以后新开门店占比超过45%）。2）差异化的情景风格标签。根据人群、场景和风格进行产品规划，并通过区域总部的督导团队对经销商进行培训和指导。

盈利预测与投资建议：经济企稳背景下珠宝终端景气度逐渐回暖，品牌化红利下龙头公司竞争优势更加明显，叠加公司自身开店速度与质量进入新阶段，我们维持2019年加盟店净增加600家的开店预测。预计19-21年归母净利润为10.4、13.0和15.9亿元，对应增速分别为29.0%、24.6%、22.7%。我们维持公司合理价值42.8元/股，对应19年20XPE，维持买入评级！

（二）老凤祥：品牌积淀深厚，国企改革振兴民族品牌

门店布局广阔、品牌积淀深厚：老凤祥近3500家门店布局、百年品牌背书、丰富的品类矩阵，使其在黄金品类中保持稳固竞争地位的同时，亦受益于三四线消费者对镶嵌类珠宝的升级需求。

引入央企资源，高管激励延续：子公司老凤祥有限21.99%非国有股权转让至央企基金运行平台，引入央企资源解决职工持股历史遗留问题；核心骨干以现金4.74亿元，认购央企基金份额，核心高管层面激励机制延续，未来不排除在上市公司层面设计新的激励方案。

海外市场发展加速：公司于18年4月获得2亿美元银团贷款，为海外扩张提供资金支持。18年海外门店新开6家至19家，海外营收同比增长30.43%至3.96亿元。**分公司模式运转良好：**2018年河南、山东、重庆三家分公司实现营收64.6亿元，同比增长17.6%；实现净利润8603万，同比增长19.8%。

盈利预测与投资建议：我们预计19-21年归母净利润为14.2、16.4和19.1亿元，对应增速分别为17.7%、15.5%、16.9%。参考可比公司估值水平，考虑公司

龙头地位稳固,给予公司 19 年 PE 估值 18X,合理价值 48.8 元/股,维持买入评级!

风险提示

宏观经济低迷,对可选消费产生重大不利影响;

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。

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。
- 贾雨朦**：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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 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 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与周六福(ZLF)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。