

志存高远，厚积而薄发

研究结论：

潮宏基是目前 A 股珠宝行业中最具发展潜力的公司之一。建议投资者给予持续的关注。从短期来看，公司将受益于通胀下贵金属价格上涨，同时存在产品提价预期、多品牌战略实施等催化剂，建议积极配置。

我们分析认为：

- 中国珠宝消费的黄金十年才刚刚开启，未来有望“量价齐升”，保持 20% 以上的复合增速。收入水平上升，以及消费升级和城市化带来的新增消费群体成为需求的主要驱动力。根据中宝协的预测，未来细分子行业 K 金珠宝首饰的需求增速将持续高于行业增速 10% 左右。
- 行业目前处于“群雄混战”，集中度很低，具备核心竞争力的企业有望脱颖而出，成长为真正的行业龙头，换言之，行业杀出“黑马”的概率很大。
- 品牌、设计、渠道是决定珠宝企业长期竞争力的关键。潮宏基在这几个方面均精耕细作，走在行业前列。主要体现在以下几点：1、在产品定位上主打 K 金，占据盈利能力最强，增速最快的细分子行业，且与竞争对手形成错位。2、坚持自营为主，扩张稳健，具备渠道先发优势。3、注重设计，无论从投入还是成果方面都在业内遥遥领先。4、注重品牌建设，内部管理，盈利能力在行业内遥遥领先。
- 短期公司将受益于产品提价和存货升值。由于原材料涨幅较大（钻石年初至今上涨近 40%），主流品牌均已针对镶嵌饰品进行 15%—30% 的提价，我们预期公司未来也将跟随提价，初步测算表明：如果提价幅度在 10%，15% 和 20%，对 K 金毛利率的提升分别为 4.7%、6.8%、8.7%。
- 长期来看，珠宝行业在中国属于成长型行业，受到经济周期影响弱化，投资策略上需要摒弃成熟市场对于珠宝行业周期性行业的判断。

盈利预测：基于以上分析，我们可以看到公司处在一个高速发展的行业，具备脱颖而出的潜质。扩张过于稳健可能会影响短期业绩的爆发，但无碍长期价值。预期公司业绩未来 5-10 年有望保持 30% 以上的复合增长。我们预测公司 2011-2013 年的每股盈利分别为 0.85 元、1.07 元、1.35 元，预计未来三年 EPS 复合增长率为 33%，给予 2012 年 30 倍 PE 估值，对应目标价为 32 元，首次给予公司增持评级。

主要风险：扩张低于预期，黄金价格大幅波动带来的存货风险、小非减持

股价催化剂：产品提价预期，珠宝消费增长超预期，多品牌策略实施



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业首席分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

联系人

欧阳婧

8621-63325888 × 6046

ouyangjing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 7 月 21 日) 27.61 元

目标价格 32.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1.8

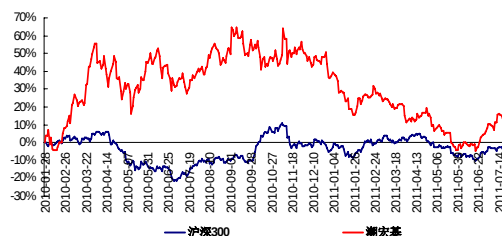
A 股市值 (亿元) 511

国家/地区 中国

行业 珠宝零售

报告发布日期 2011 年 7 月 21 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	829.96	1222.44	1734.13	2313.00	
同比(%)	45.98	47.29	41.86	33.38	
归属母公司净利润	103.29	153.40	192.89	243.31	
同比(%)	22.19	48.52	25.74	26.14	
毛利率(%)	35.44	38.35	37.16	36.78	
ROE(%)	7.67	10.72	12.25	13.86	
每股收益(元)	0.57	0.85	1.07	1.35	
P/E (倍)	44.61	30.04	23.89	18.94	
P/B (倍)	3.42	3.22	2.93	2.62	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 珠宝首饰消费盛宴正当时.....	5
1.1 未来十年是奢侈享乐型消费的黄金 10 年	5
1.2 “价值”与“销量”齐飞.....	6
1.3 婚庆需求持续增长.....	7
2. 行业竞争格局尚未形成，当下渠道为王	8
2.1 市场层次分明.....	8
2.2 黄金仍是主流产品.....	9
2.3 行业集中度低，品牌力普遍不强，缺乏全国化品牌.....	9
2.4 当下渠道为王，品牌设计决定未来发展	10
3. 潮宏基：战略清晰、志存高远的未来珠宝之王	11
3.1 产品定位：错位竞争+细分优选.....	11
3.1.1 通过突出 K 金与竞争对手错位	11
3.1.2 K 金，几近完美的细分子行业.....	12
3.1.3 K 金业务占比下滑势头有望得到缓解.....	13
3.2 坚持自营为主，精耕细作，先发优势明显.....	14
3.2.1 珠宝企业扩张中的渠道选择	14
3.2.2 收缩批发，自营为主、代理为辅	16
3.3 倚重设计工艺，成绩斐然.....	18
3.4 品牌建设及创新管理	19
3.5 竞争对手比较，瑕不掩瑜	20
4. 短期将受益产品提价	22
5. 长期坚定成长，摒弃周期.....	23
6. 盈利预测	24
7. 投资建议	26
8. 风险提示	26

图表目录

图表 1 从 04 年起金银珠宝消费开始超越社会消费平均增速，且有加速趋势（单位：亿元）5	5
图表 2 中国人均 GDP 在 2003 年超过 1000 美元，2008 年超过 3000 美元.....6	6
图表 3 1963-1975 年间美国珠宝消费占比翻倍.....6	6
图表 4 中国奢侈品增长主要来源于新增消费者.....7	7
图表 5 中国城市按照人均 GDP 划分情况。.....7	7
图表 6 中国新婚夫妻近年增加明显（单位：万）8	8
图表 7 85 年—90 年出生人口大幅攀升，预计 10 年后结婚人口将继续增长.....8	8
图表 8 国内金银珠宝终端市场格局.....9	9
图表 9 国内珠宝市场概况估算.....9	9
图表 10 国内金银珠宝终端市场格局.....10	10
图表 11 国内金银珠宝终端市场份额10	10
图表 12 2006、2010 年收入构成（按地区）11	11
图表 13 潮宏基通过 K 金与竞争对手形成错位竞争.....12	12
图表 14 2010 年收入利润构成（按产品）12	12
图表 15 潮宏基 2010 年分产品毛利率13	13
图表 16 K 金收入占比下滑势头将得到缓解（单位：万）14	14
图表 17 直营和经销模式优劣对比14	14
图表 18 各渠道毛利率情况15	15
图表 19 不同渠道获利假设对比15	15
图表 20 收缩批发业务，自营占比持续上升16	16
图表 21 自营收入增长明显较品牌代理更加平稳，抗风险能力更强16	16
图表 22 门店 10 年扩张重回快车道17	17
图表 23 自营渠道保持 18%的复合店增长17	17
图表 24 公司部分设计款式18	18
图表 25 潮宏基自主设计款式18	18
图表 26 潮宏基研发费用占比远高于同行.....19	19
图表 27 潮宏基品牌价值.....19	19
图表 28 费用控制情况良好20	20
图表 29 潮宏基在高毛利的自营渠道具备先发优势20	20
图表 30 可比公司资产负债率情况21	21
图表 31 潮宏基盈利能力表现突出21	21
图表 32 可比公司存货周转率22	22
图表 33 年内黄金、钻石价格走势22	22
图表 34 金银珠宝零售与 CPI 正相关，但即使在 CPI 下跌时增速依然可观23	23

图表 35 黄金价格下跌的过程中挤出的更多是投资需求	23
图表 36 世界及国内知名珠宝历史	24
图表 37 公司存货周转率今年来持续下降.....	24
图表 38 公司分渠道收入预测（万元）	25
图表 39 公司分产品盈利预测（万元）	25
图表 40 A 股可比公司估值水平对比	26
附表 1：财务报表预测与比率分析	27
附表 2：竞争对手概况	28

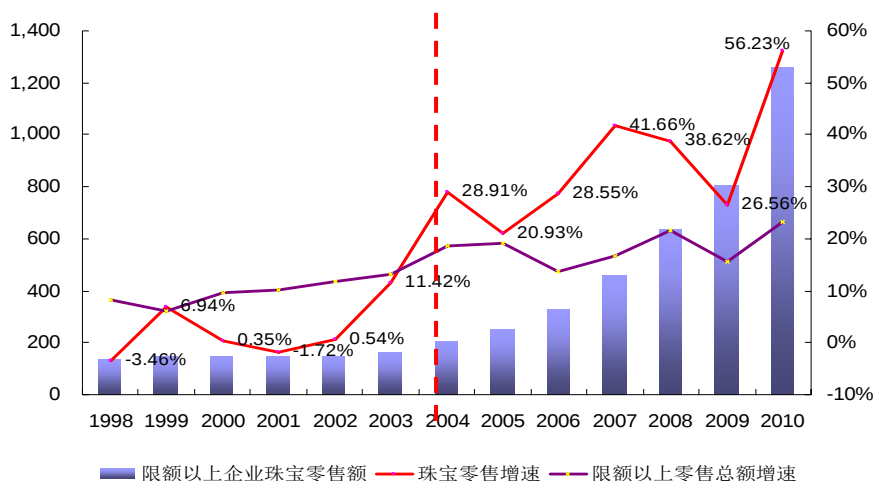
1. 珠宝首饰消费盛宴正当时

近年来，我国金银珠宝类商品消费进入快速增长阶段，行业消费总额以高于 10% 的年均增速发展。2009 年国内市场零售总额达到 2200 亿元，是仅次于美国和日本的世界第三大珠宝市场。中国目前已经成为世界上最大的铂金、玉石和翡翠消费市场、世界第二大黄金消费国和钻石加工基地。

从世界范围来看，中国是珠宝消费增长最迅速的国家。以黄金首饰为例，2009 年全球黄金首饰消费降幅达到 20%，中国是唯一实现正增长的国家。

根据中国珠宝协会的预测，未来几年中国的珠宝首饰市场将继续保持每年 20% 以上的增长。到 2020 年，行业年销售总额有望达到 3000 亿元，成为世界第一大珠宝首饰消费国。

图表 1 从 04 年起金银珠宝消费开始超越社会消费平均增速，且有加速趋势（单位：亿元）

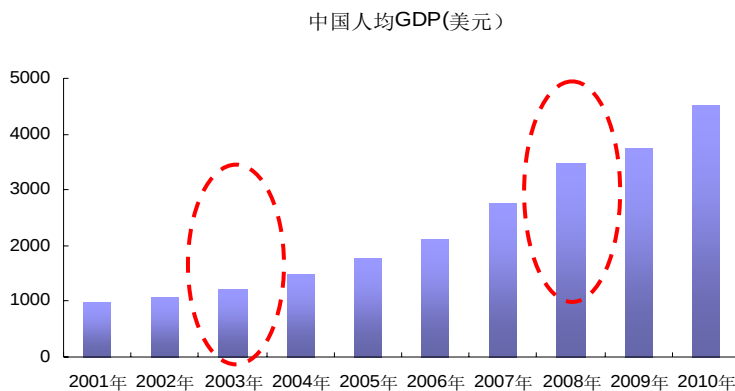


资料来源：wind 东方证券研究所

与此同时，伴随零售渠道的整合，从 2004 年开始，限额以上企业珠宝零售增速在过去 7 年维持在 20% 以上，持续超过限额以上企业商品零售总额增速，并呈现加速趋势。即使在深陷金融危机的 2009 年依然保持高达 27% 的增长。

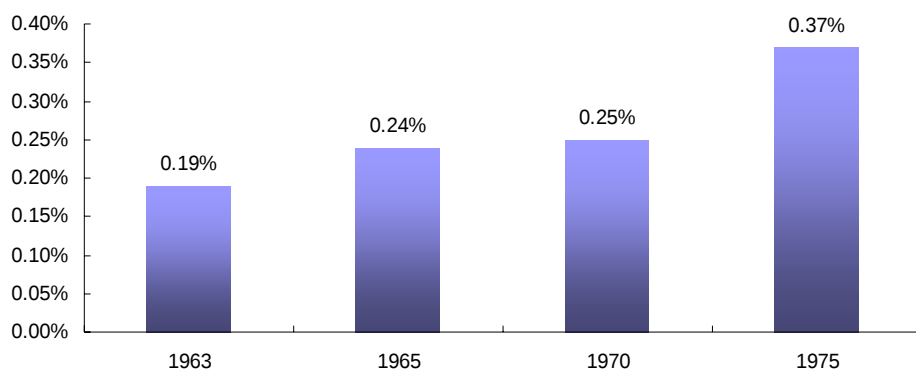
1.1 未来十年是奢侈享乐型消费的黄金 10 年

根据国际经验，消费升级将沿着“衣食-住行-享乐”的路径发展。当人均 GDP>1000 美元，与住行消费相关的房地产、汽车等行业开始出现爆发式增长。当人均 GDP>3000 美元，与享受相关的奢侈品、服务等消费占比将持续上升。中国人均 GDP 在 2003 年超 1000 美元，此后我们见证了房地产、汽车、家电等住行相关消费近十年牛市。中国的人均 GDP 在 2008 年超 3000 美元，开始启动第二轮消费升级。（受到金融危机的影响，步伐有所放缓）。从这个意义上看，未来十年是中国享受型消费的十年。作为奢侈享乐消费的重要分支，珠宝产业正面临前所未有的发展机遇。

图表 2 中国人均 GDP 在 2003 年超过 1000 美元，2008 年超过 3000 美元


资料来源：CEIC 东方证券研究所

国际货币基金组织测算显示，根据购买力平价，中国 2010 年人均 GDP 约为 7518 国际元，相当于美国 1963 年的水平。美国在此后的 10 年间，珠宝消费占整体消费的比重接近翻倍。**中国未来十年珠宝消费比重有望重现美国当时的翻倍增长。**

图表 3 1963-1975 年间美国珠宝消费占比翻倍


资料来源：CEIC 东方证券研究所

1.2 “价值”与“销量”齐飞

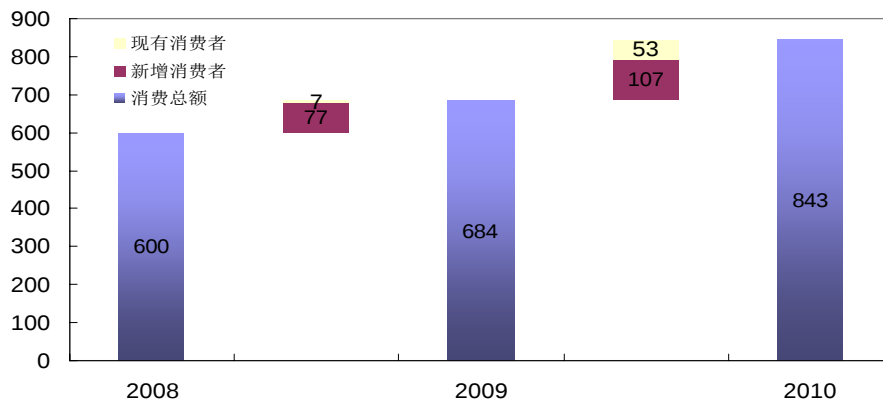
未来行业需求飞速发展将是一个“价量齐升”的过程。

价值的增长一方面来源于贵金属本身价格的持续上涨：（以黄金为例，2000 年全球用于首饰消费的黄金为 3205 吨，价值 287.5 亿美元。2008 年黄金首饰总需求量下降到 2159 吨，但价值上涨到 602.5 亿美元的，单吨价格涨幅达到 211%。）另一方面则在于人均收入和消费水平的提高，人们追求更高价更贵重的饰品。近年来铂金钻石的热销可见一斑。

行业销量增长的动力主要来自于消费升级和城市化带来新增消费人群，以及原有消费人群消费频率的提升。随着收入的提高，越来越多的人有能力消费珠宝。金银珠宝这个“旧时王谢堂前燕”，正

逐渐“飞入寻常百姓家”。贝恩的调查显示：中国奢侈品消费的增长主要来自于新的消费人群。09年、10年新增消费人群对奢侈品消费增长的贡献分别达到 97%和 67%，珠宝消费也有类似的特点。

图表 4 中国奢侈品增长主要来源于新增消费者（单位：亿人民币）

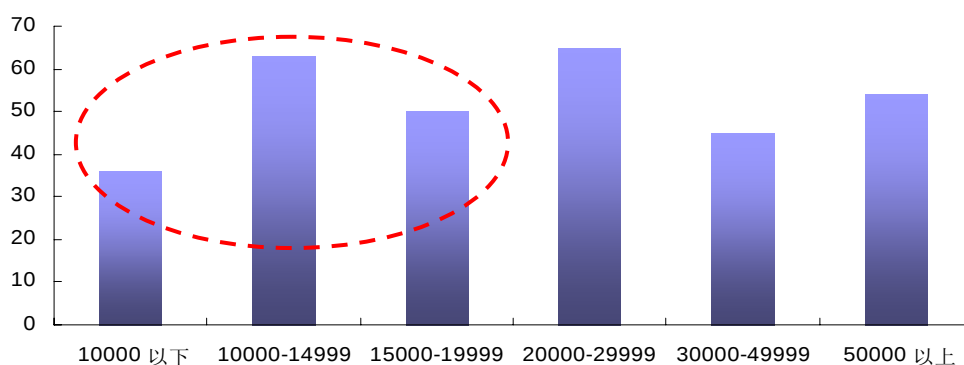


资料来源：贝恩咨询

麦肯锡的调查也显示中国内地奢侈品市场的增长中 67%主要来自于新增消费者。主要指年收入在人民币 10 万到 20 万元之间的“上层中产阶级家庭”。未来 3 年，这类家庭的数量将从 1300 万户增长至 7600 万户，而这些人群正是金银珠宝的潜在消费者。正是由于新增消费人群的不断加入，使得珠宝消费这个在成熟市场呈现明显周期性的行业在中国当下周期性被明显弱化。

由于中国独特的城乡二元消费结构，且城乡收入差距较大。国内目前尚有一半的城市人均 GDP 未达到 3000 美元。未来这些城市人群的加入将成为拉动奢侈享乐型消费的生力军。

图表 5 中国城市按照人均 GDP 划分情况。

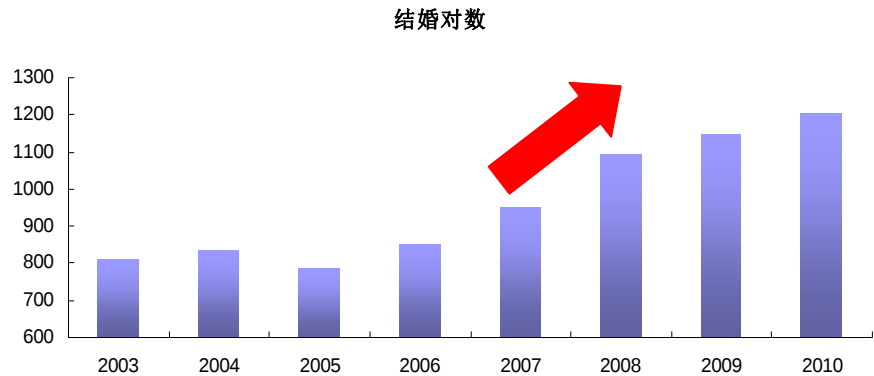


资料来源：CEIC 东方证券研究所

1.3 婚庆需求持续增长

从 2008 年起，全国每年有超过 1000 万对新人喜结良缘，人数较此前有跳跃式增长。因结婚产生的消费高达 2500 亿元，仅婚庆珠宝消费就达到 300 亿-500 亿。

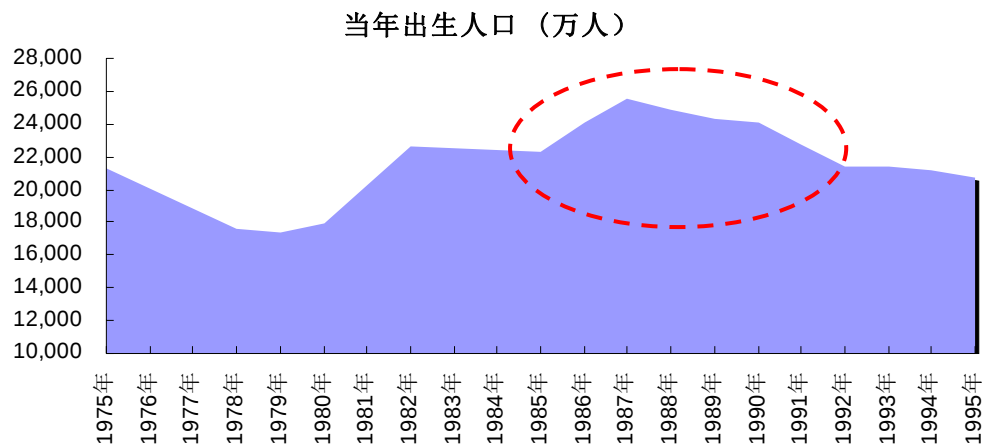
图表 6 中国新婚夫妻近年增加明显（单位：万）



资料来源：中国民政公报 东方证券研究所

我国上世纪 80 年代中期婴儿潮时期出生的婴儿将在未来 10 年陆续进入适婚年龄和消费购买力迅速增长的时期。这种人口结构未来将为珠宝消费带来持续的增长。

图表 7 85 年—90 年出生人口大幅攀升，预计 10 年后结婚人口将继续增长



资料来源：国家统计局 东方证券研究所

2. 行业竞争格局尚未形成，当下渠道为王

2.1 市场层次分明

由于珠宝首饰价格跨度大，各个层次市场的目标消费群体相互渗透很少，市场层次分明。国内高端市场目前主要被几大国际品牌把持，这些品牌一般都有上百年的历史，享誉国际，其设计工艺也遥遥领先，短期内国内品牌很难对其构成威胁。这个市场尽管壁垒高，产品单价高，但目标客户人群

有限。2009 年高档珠宝市场容量约为 46 亿元人民币，占比仅 2%-3%。低档市场整体容量大，占比超过 60%，但企业规模小，竞争力弱。所以对于周大福、周生生等港资企业和潮宏基、老凤祥等内资企业而言，竞争主要集中在中高档市场内部。

图表 8 国内金银珠宝终端市场格局

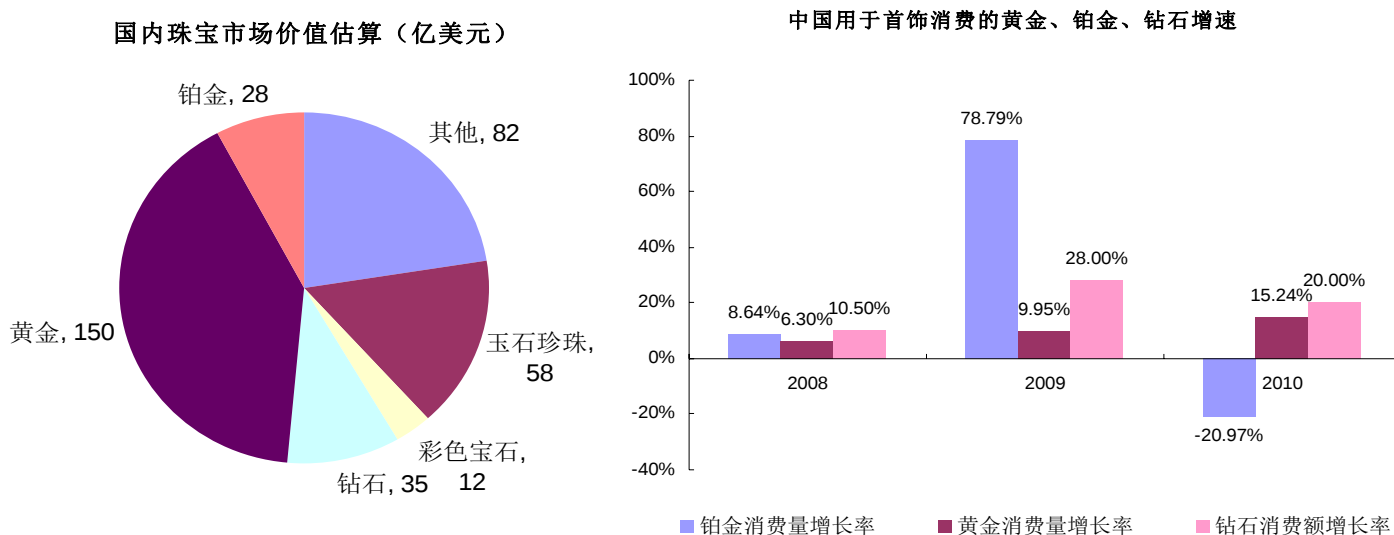


资料来源: 东方证券研究所

2.2 黄金仍是主流产品

分产品来看，黄金仍然在珠宝首饰消费中占据主要地位，但消费量增长慢于铂金和钻石，铂金消费量在 2000 年后经历了漫长的下降，从 2008 年后出现强劲反弹，目前消费量已经够超过历史高点，增长乏力。钻石增长较为平稳。

图表 9 国内珠宝市场概况估算

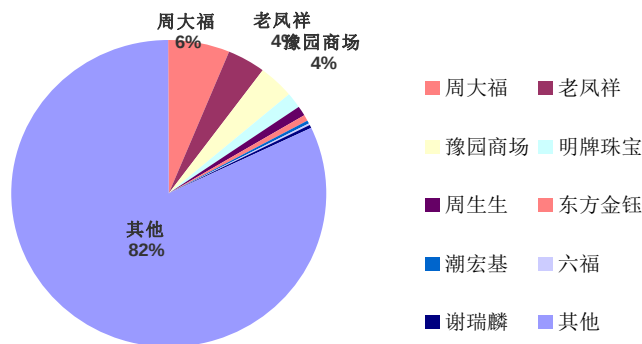


资料来源: 珠宝业协会, GFMS, WGC 东方证券研究所

2.3 行业集中度低，品牌力普遍不强，缺乏全国化品牌

国内黄金珠宝行业发展时间短，目前集中度很低，未来行业整合是必然选择。根据中宝协统计，目前行业内零售企业达到 40000 多家。从行业集中度来看，前四位企业收入占比仅 15.7%，而美国 2008 年珠宝零售行业 CR4 达到 32%。随着未来竞争的加剧，集中度将有所提高。

图表 10 国内金银珠宝终端市场格局



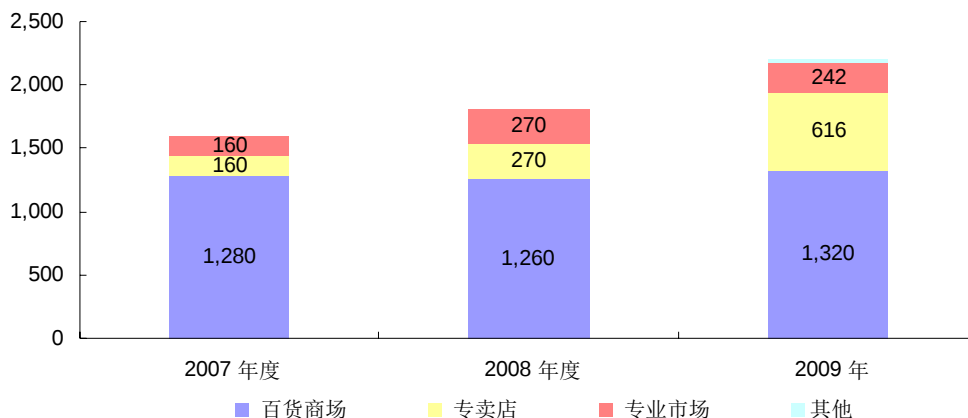
资料来源：公司年报 中宝协，东方证券研究所

地方割据，缺乏品牌打造意识。中国珠宝企业目前处在高速发展阶段，市场竞争格局尚未形成，还处在地方品牌割据阶段，仅有周大福、老凤祥、潮宏基等少数几个全国化品牌。从发展趋势上看，未来全国品牌必将胜出。一是在于媒体的整合。二是在于年轻一代流动性更强决定了全国性品牌更能满足年轻一代对品牌的诉求。遗憾的是，大部分企业仍然没有充分认识品牌的重要性，都是着眼于短期，不愿意投入建立品牌所需的金钱、时间和精力。

2.4 当下渠道为王，品牌设计决定未来发展

2005 年 KPMG 全球珠宝行业调查结果显示，整个珠宝首饰产业链环节中，珠宝首饰零售环节增加值所占比重最大，占整个产业链的 46%。零售终端作为整个珠宝首饰产业链中增值最大的环节吸引了无数珠宝加工企业向下游延伸。目前，百货店仍然在各类渠道中占据主导地位，专卖渠道发展迅速。

图表 11 国内金银珠宝终端市场规模（单位：亿元）



资料来源：中宝协，东方证券研究所

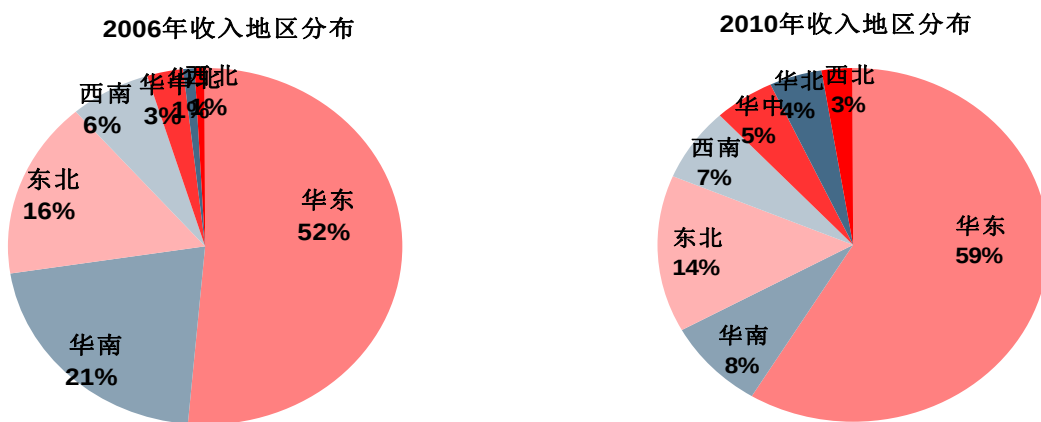
在目前国内企业品牌普遍不强，产品同质化严重的情况下，渠道成为了珠宝企业当下争夺消费者的主要战场。（品牌、设计、渠道被看作是珠宝首饰企业的三大核心竞争力。）零售终端直接接触目标消费群体，一方面可以有效提升品牌曝光率和认知度；另一方面在品牌认知不强的情况下还能极大提升购买率。因此，快速的扩张、建立全国范围的营销网络，控制零售终端，将是众多强势品牌当下的首要战略和竞争的关键。

3. 潮宏基：战略清晰、志存高远的未来珠宝之王

潮宏基成立于 1996 年，1997 年 7 月创立品牌“潮宏基”。公司主要生产、销售中高档黄金、铂金和镶嵌首饰。主打产品 K 金（主要指素金和小钻镶嵌类）价位在 5000-8000 左右，以日常消费和送礼需求为主。目标消费群体为年龄在 30-50 岁，有一定收入基础，崇尚潮流时尚的白领女性。铂金、大钻镶嵌类则以婚庆相关需求为主。2008 年公司增资参股公司，收购时尚珠宝品牌“VENTI”，价位略低于主品牌，目标客户群为 20-30 岁追求时尚的职业女性。

公司是一个全国化品牌。目前已进入全国 30 个省（直辖市）（除青海、海南），超过 100 个城市。2010 年，公司收入仍有近 60%集中在经济发达的华东地区（主要与区域消费习惯有关），其中江苏和浙江是最重要的市场。广大的中西部地区开发前景广阔。未来公司希望进一步深度开发华东、东北等成熟市场，同时向其他地区扩张。

图表 12 2006、2010 年收入构成（按地区）



注：华南地区业务萎缩是由于批发业务的收缩，包括收购汕头日朗合并报表导致

资料来源：公司年报 东方证券研究所

3.1 产品定位：错位竞争+细分优选

我们认为，潮宏基精准的产品定位从根本上成就了其在行业内得以傲视群雄的净利率。

3.1.1 通过突出 K 金与竞争对手错位

在产品定位上，由于定位中高档，潮宏基与国际大品牌并不构成直接竞争。通过突出 K 金，又与周大福、周生生、老凤祥等以足金为主的主打中高档的企业形成错位竞争，有效地避免了过度竞争导致的低利润。

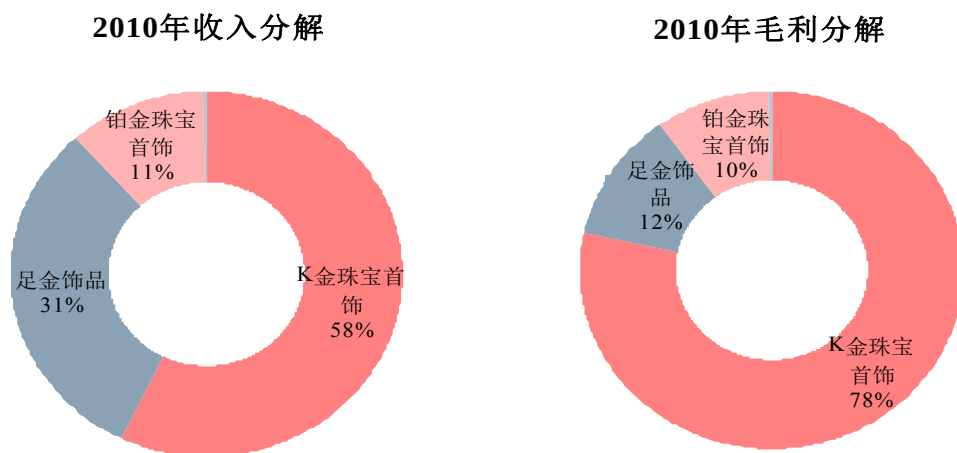
图表 13 潮宏基通过 K 金与竞争对手形成错位竞争

可比公司	品牌	产品结构	销售模式
周大福	周大福	黄金首饰为主	自营经销并重
周生生	周生生和点睛品	黄金、铂金首饰为主	珠宝自营零售和贵金属批发业务并重
六福集团	六福和 Luvina Jewelers	黄金简单配饰，小镶嵌	零售为主、经销占比高
谢瑞麟	TSL、SAXX	铂金、钻石首饰为主	零售为主、全部自营
潮宏基	潮宏基、VENTI	K 金首饰、小镶嵌为主	零售为主，自营占比高
老凤祥	老凤祥	黄金首饰为主	批发为主
明牌珠宝	明牌	铂金、黄金为主	零售为主、加盟占比高

资料来源：东方证券研究所

K 金分为素金和 K 金镶嵌类（含钻石、宝石等）产品，其中 K 金镶嵌收入占比 80%，公司 K 金销售额一直处于行业领先地位。据中宝协统计，2008 年度我国 K 金珠宝首饰的市场规模大约 120 亿元，公司市场占有率为 3%，在细分行业内位列前三名。于 2010 年，公司 K 金产品分别贡献销售收入和毛利的 58%和 78%。

图表 14 2010 年收入利润构成（按产品）



资料来源：公司年报 东方证券研究所

3.1.2 K 金，几近完美的细分子行业

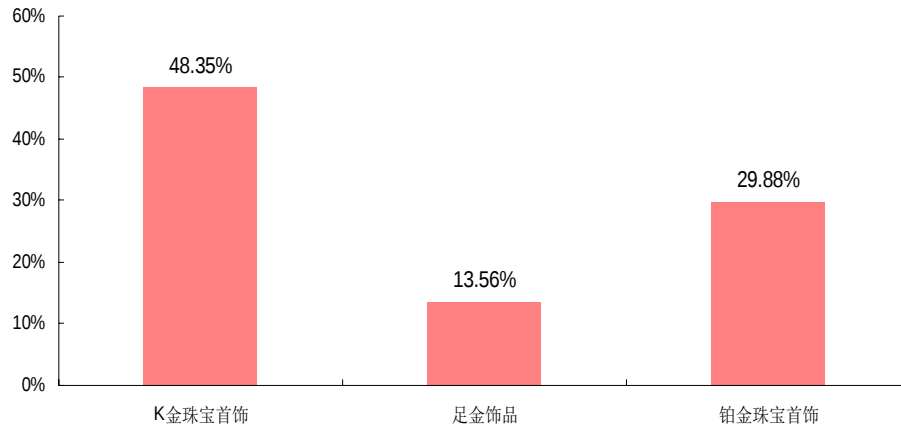
增速最快的细分子行业之一。黄金首饰分为足金和 K 金。K 金根据其在黄金中加入其它金属的比例又分为 18K、14K、9K 金。在国外，饰品作用单一，仅为装饰，较少用来增值保值，所以 K 金饰品在美国、英国、法国等大多数国家都是主流饰品。

过去由于生活水平不高，国内首饰消费往往承载一定的增值保值功能。随着消费水平的上升和投资渠道的多元化，首饰开始回归其装饰的本来用途。K 金因其具有延展性强、坚硬度高、色彩多变，不易变色等优点，能较好地表现首饰精美而复杂的创意，从而更好地满足人们特别是年轻一代对时尚和美观的追求。近几年 K 金首饰发展迅速，增速保持在 30% 以上，大大快于其他细分行业。随着追求时尚的 80 后逐渐成为主要消费群体，K 金占比将持续上升。**根据中国珠宝协会预计，未来细分子行业 K 金珠宝首饰的需求增速将持续高于行业增速 10% 左右。**

K 金主要用于搭配衣服，价位较足金、铂金产品更亲民，其消费频率增长也会快于以保值为诉求的足金和婚庆为诉求的铂金。**从这个意义上讲，K 金有望成为珠宝消费中未来的“快时尚”。**

盈利能力明显强于其他产品。K 金产品价格以件计，不同于足金以重量计，其工艺更加复杂，产品价格中包含大量的工艺及款式溢价，因而售价和毛利率均大大高于同期足金产品。例如目前市场上 18K 素金产品折算的定价一般不低于 600 元/g，随着工艺的复杂程度还会有一定的溢价，而足金仅为 400 元/g 左右。2010 年，潮宏基 K 金产品的毛利率高达 48.35%，远高于同期足金和铂金的毛利率。

图表 15 潮宏基 2010 年分产品毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

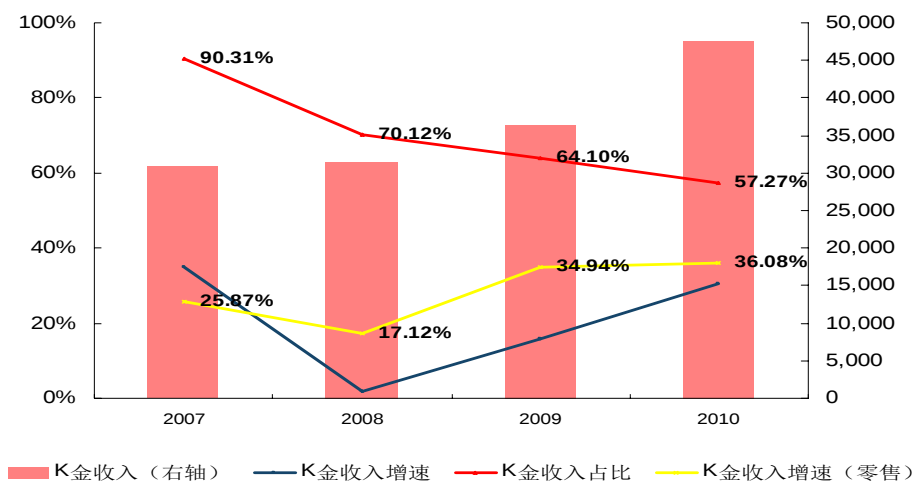
价格波动小。K 金的价值主要体现在设计和工艺上，价格采用固定毛利率的定价方式，受黄金价格波动的影响相对较小。以潮宏基为例，近在 2006 年左右进行过一次大范围的提价，此后价格变动较小。

3.1.3 K 金业务占比下滑势头有望得到缓解

近年来，公司高毛利的 K 金业务收入占比下滑明显，进而拖累整体毛利率下滑。究其原因：一是由于通胀导致足金热销，公司相应增加了足金产品的销售；二是由于公司近年来主动收缩低毛利的

非品牌批发业务，该渠道此前全部为 K 金批发，从而导致 K 金收入占比下滑。如果不考虑该因素的影响，零售渠道（含自营和品牌代理）K 金收入增速 09、10 年都在 35% 左右。2010 年非品牌批发业务的收入已经由 07 年的近 9000 万萎缩至 338 万，未来这个影响因素将逐步消除。

图表 16 K 金收入占比下滑势头将得到缓解（单位：万）



资料来源：公司公告 东方证券研究所

3.2 坚持自营为主，精耕细作，先发优势明显

3.2.1 珠宝企业扩张中的渠道选择

目前行业内主要公司的业务模式包括批发和零售，零售业务又根据终端渠道分为自营、经销和品牌代理。（经销和品牌代理的区别在于经销一般不要求单一品牌，而品牌代理一般具有排他性。）相比而言，各有优劣。经销和品牌代理模式扩张短期收效更快，但对渠道管控较弱，发展到一定阶段易遭遇瓶颈。自营渠道着眼长期，稳定性更佳。

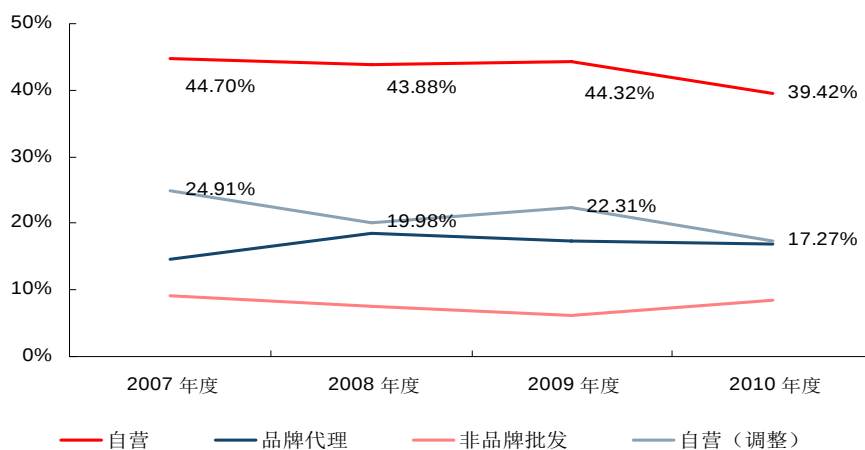
图表 17 直营和经销模式优劣对比

	优势	劣势
自营模式	对门店完全控制能力，品牌维护成本低，盈利能力强（见图表 18）	投入大、扩张速度慢
经销、品牌代理	低成本、扩张速度快、资金产品周转快	对终端控制力差，对经销商依赖大。发展到一定阶段容易出现瓶颈

资料来源：东方证券研究所

自营渠道盈利能力优势明显。以潮宏基为例，对比各个渠道的盈利能力，非品牌批发毛利率最低，自营渠道毛利率最高，但同时销售费用也高，即使考虑销售费用的差异，自营利润率仍然高于品牌代理，可见自营较品牌代理渠道具备盈利优势。

图表 18 各渠道毛利率情况



注：自营（调整）= 自营毛利率-销售费用/自营收入

资料来源：公司公告 东方证券研究所

由于自营渠道确认的收入是终端消费的收入（百货渠道为剔除扣点之后的收入），而批发渠道反映的收入是给予代理商的收入，所以实际的盈利差距大于毛利率所反映的差距。以 2010 年为例，假设潮宏基一件首饰终端零售价为 100，那么在三个不同的渠道盈利状况如下：

图表 19 不同渠道获利假设对比

	收入	成本	毛利	分摊销售费用	盈利贡献
自营渠道	85	51	34	19	15
品牌代理	61	51	10		10
非品牌批发	56	51	5		5

资料来源：公司公告，东方证券研究所

异于服装行业的渠道选择——自营更有优势。加盟代理在品牌服装企业被广泛运用，有利于发展初期快速扩张。但对于珠宝企业而言，则不尽相同。

首先，服装企业目标消费人群 5-10 倍于珠宝企业，其低单价、高周转的特点决定了市场容量远大于珠宝企业。服装单一品牌在国内可以开到 5000 家甚至更多，而珠宝企业可能很难突破 1500 家。由于直营店和代理店在同样的区域是具有排他性的，所以珠宝企业在渠道选择上需要走的是少而精的路线，确保盈利能力强的自营店的市场空间。

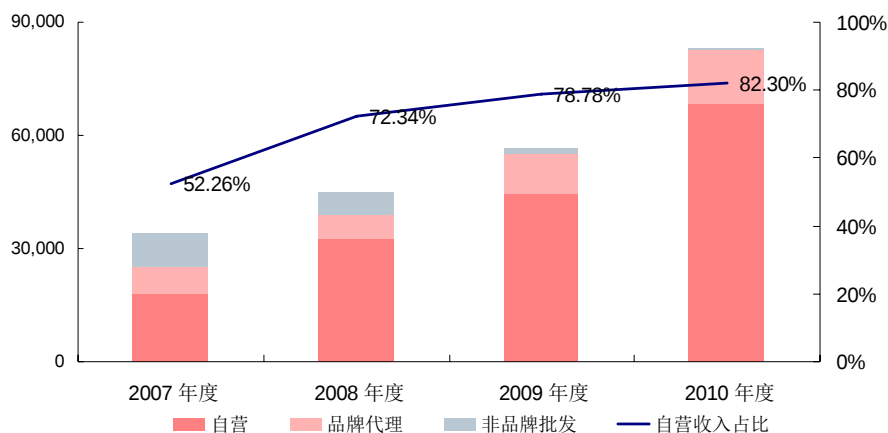
其次，服装企业平效（1-2 万/年）远低于珠宝企业（5-8 万/年），自营店需承担的销售费用率高于珠宝行业，采取直营的优势不如珠宝企业明显。

最后，相对服装，珠宝企业属于重资产行业，周转慢，对资金要求很高，因而自营扩张需要强大的资金保障并且不能操之过急。香港的以高档腕表为主营业务的宜进利就曾经因为 1 年内开 60 家店同时并购几个企业而资金链断裂，轰然倒闭。

3.2.2 收缩批发，自营为主、代理为辅

为了最大限度发挥产能效益，提高盈利能力。公司从 07 年起主动收缩了低毛利的非品牌批发业务，全力发展零售渠道。

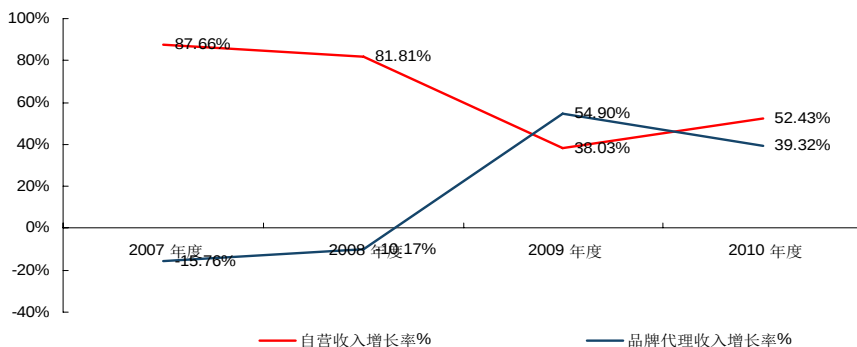
图表 20 收缩批发业务，自营占比持续上升（单位：万）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

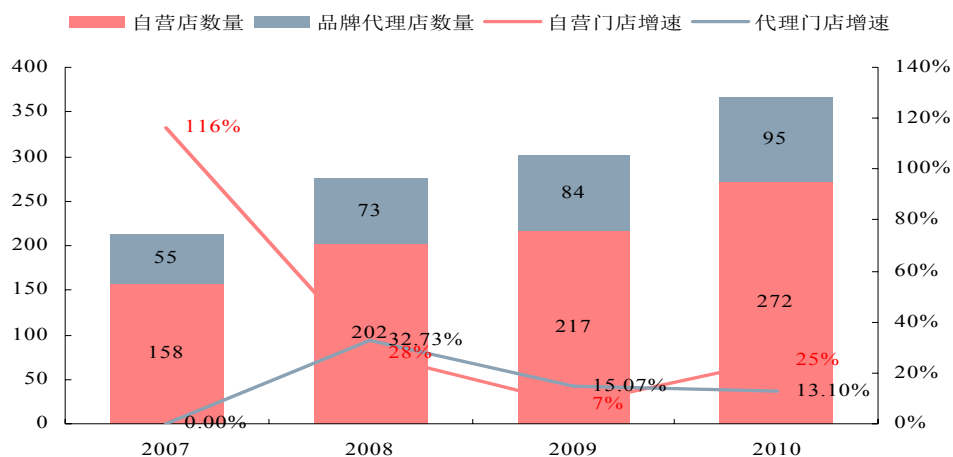
零售业务发展上，公司始终坚持“自营扩张为主，品牌代理为辅”的扩张思路。06-10 年自营网点由 73 家增长到 272 家（其中 VENTI 60 家），复合增速 38.9%，收入复合增速达到 63.68%。自营渠道以百货联营为主，占比达到 90% 以上。公司在品牌代理方面一贯保持谨慎态度，截至 2010 年，品牌代理店共计 95 家，主要分布在西藏，新疆等偏远、公司难以覆盖的地方。未来公司将原则上按照 1 家品牌店：3 家自营店的比例来控制品牌代理店的数量，以确保公司的管理能力能够与渠道发展相匹配，避免品牌代理渠道因疏于管控而对公司品牌形象造成损害。

图表 21 自营收入增长明显较品牌代理更加平稳，抗风险能力更强



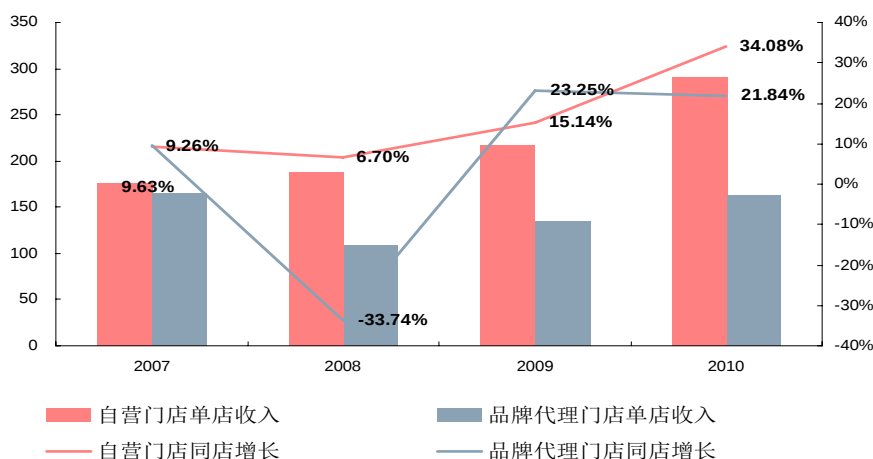
资料来源：公司公告 东方证券研究所

受到金融危机和上市进程推迟的影响，公司 08、09 年扩张速度有所放缓。2010 年起，公司上市获得资金，扩张步伐重上快车道。截至 10 年底，公司上市募投项目 100 家自营店除了几家旗舰专卖店因为房地产价格过高而暂缓实施以外，其余已经提前完成布局。公司于今年年初公告了使用超募资金的第二期 70 家专营店扩张计划。目前公司资金充裕，为扩张提供了强大的资金保障。

图表 22 门店 10 年扩张重回快车道


资料来源：公司公告 东方证券研究所

自营业务同店复合同店增长达到 18%。经测算，07 年至今公司自营业务同店增长持续为正。即使在金融危机当中仍然实现正增长，4 年复合同店增长达 18%。相比之下，代理业务则表现出较大的波动性，2008 年测算的同店增长为-33%，体现出自营业务在危机中的抗风险能力更强。

图表 23 自营渠道保持 18%的复合同店增长（单位：万）


注：由于公司新开门店集中在下半年，当年新开门店贡献收入假设为正常全年收入的 1/3

资料来源：公司公告 东方证券研究所

3.3 倚重设计工艺，成绩斐然

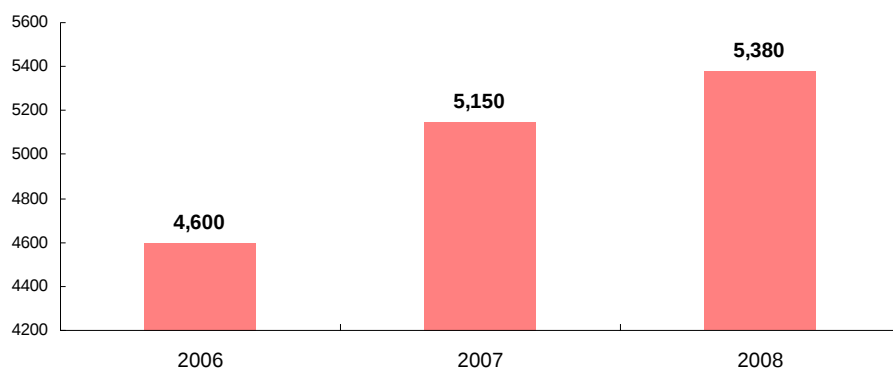
图表 24 公司部分设计款式



资料来源：公司公告

根据《中国黄金报》调查显示，消费者对于首饰的选择最注重的是款式，其次是品牌，最后才是价格。设计的重要性不言而喻。纵观 Cartier、Tiffany 等国际珠宝品牌无不将设计作为品牌的灵魂，并投入重金。尽管国内企业目前设计水平与国际领先水平还有较大的差距，重要性也没有得到充分体现。但从长远来看，决定珠宝品牌竞争力的最关键因素一定是设计和工艺。潮宏基的管理层很早认识到设计和工艺的重要性，坚持以“设计领先”为品牌核心价值。年自主设计款式超过 5000 款，并且逐年增加。

图表 25 潮宏基自主设计款式

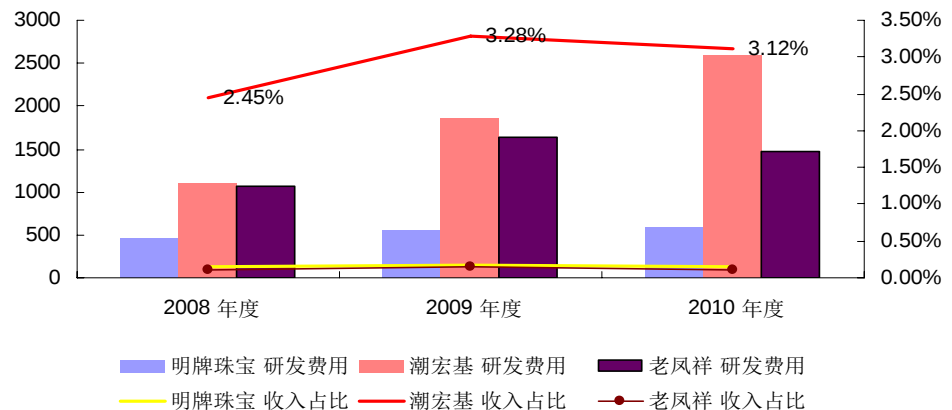


资料来源：公司招股说明

潮宏基拥有强大的珠宝设计阵容。公司自 2000 年开始组建自有的设计研发团队，在北京、香港和法国建立了设计室。在组织架构上分别设立产品中心和生产中心负责新产品研发设计和技术工艺的开发改造。2006 年潮宏基与清华大学美术学院联合成立了“潮宏基清华大学首饰实验”，是国内

首家校企合作的首饰实验室。目前公司已经形成了国内商业款式设计中心、外国设计师与团队合作的跨国设计中心以及与清华大学工艺美术学院合办的首饰实验室三位一体的在业内具有绝对优势的设计团队。公司拥有设计研发人员 159 人，占比远高于同行，设计研发费用稳定在总收入的 2% 以上，且呈逐年递增趋势。

图表 26 潮宏基研发费用占比远高于同行（单位：万）

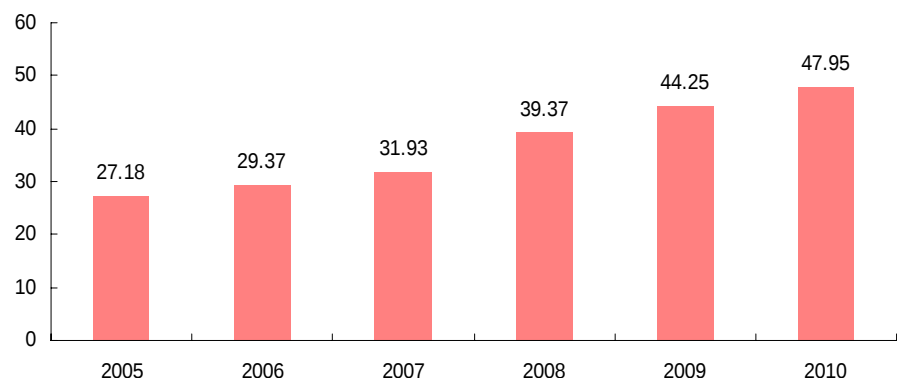


资料来源：公司公告 东方证券研究所

3.4 品牌建设及创新管理

公司在品牌建设上不遗余力。从 1999 年起举办“潮宏基原创设计大赛”，提高在业界的知名度。2006 年 BASEL 世界钟表博览会期间，公司成功举办“紫气东来”东方主题珠宝秀，迄今为止，这是 BASEL 世界主办方提供给中国乃至亚洲珠宝企业的唯一一次展示机会。2010 年公司又携手冯小刚贺岁电影《非诚勿扰 2》推出“心蝶”系列。

图表 27 潮宏基品牌价值（单位：亿）



资料来源：WLB

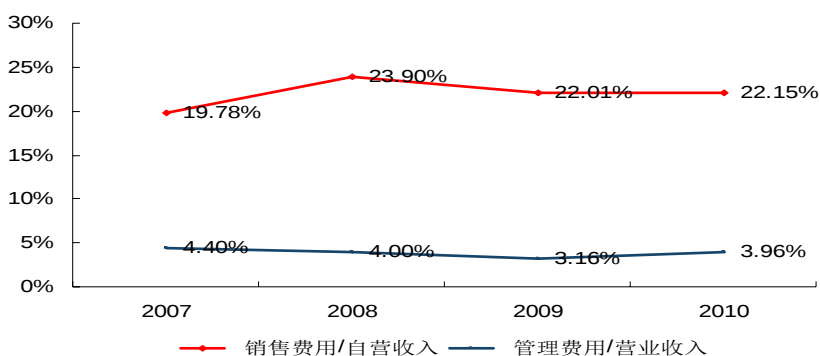
正是由于在品牌建设上持之以恒的投入，公司迅速脱颖而出，荣膺中国珠宝行业十大影响力品牌，珠宝行业驰名商标，并成为世界铂金协会在中国制定珠宝制造商之一（中国制定珠宝商之一（另外两家为周大福和老凤祥）。从 2005 年起公司 6 次蝉联有世界品牌实验室评选的中国 500 最具价值

品牌，并 4 次获选亚洲品牌盛典组委会亚洲品牌 500 强，在珠宝行业内排名均仅次于周大福，位列大陆珠宝行业第一，超越了老凤祥等历史悠久的老品牌，实属不易。

此外，公司完善的管理方式，使得其在黄金加工业中独树一帜：

- 率先在业内采用世界最先进的 ERP 软件 SAP，实时跟踪每个销售终端的销售及库存情况，为后台的生产及产成品在不同终端间调配提供数据支持。
- 率先在国内商场实施“管理、形象、价格、店员”专柜标准化。
- 因其人性化的物料管理模式为业界津津乐道，其案例也入选了《哈佛商业评论》，成为被收录《哈佛商业评论》案例的第一家中国黄金加工企业。
- 2010 年底公司实施股权激励，有利于加强激励，提升管理层的动力。

图表 28 费用控制情况良好



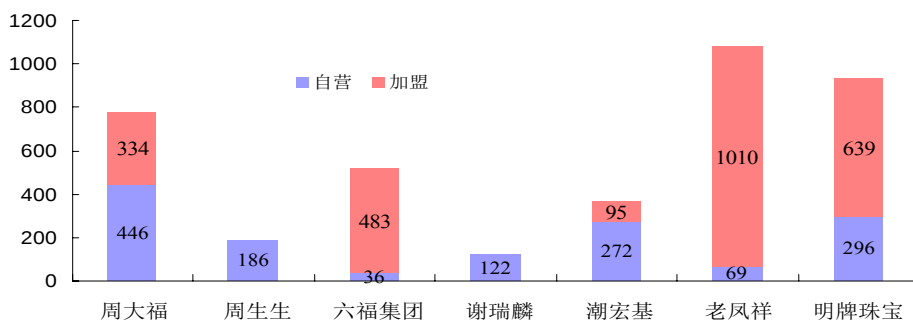
资料来源：公司年报 东方证券研究所

3.5 竞争对手比较，瑕不掩瑜

与潮宏基直接构成竞争的珠宝企业主要包括港资企业周大福、周生生、六福、谢瑞麟以及内地企业老凤祥、豫园和名牌珠宝。此外，东方金钰和山下湖也有一定参考价值。

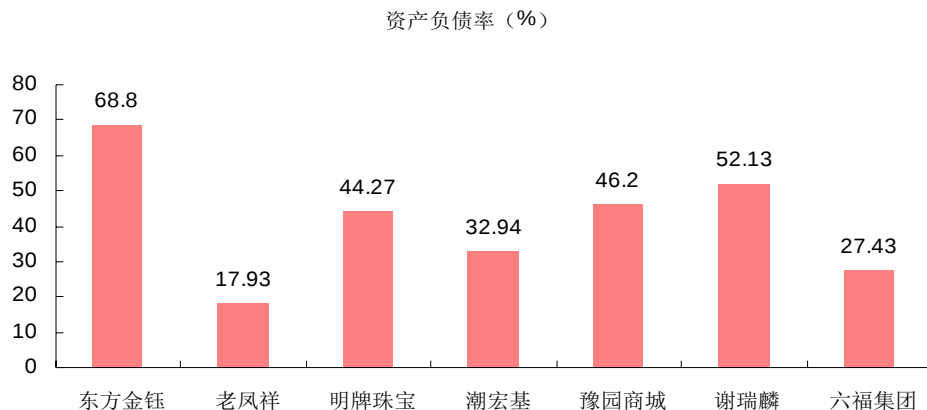
- 同竞争对手相比，潮宏基在高毛利的自营渠道具备先发优势。截至 2010 年，潮宏基两个品牌共拥有自营门店 272 家，仅次于周大福和名牌珠宝，但公司在品牌代理方面较谨慎，数量远低于周大福、老凤祥等竞争对手。周生生和谢瑞麟全部采取自营扩张。

图表 29 潮宏基在高毛利的自营渠道具备先发优势



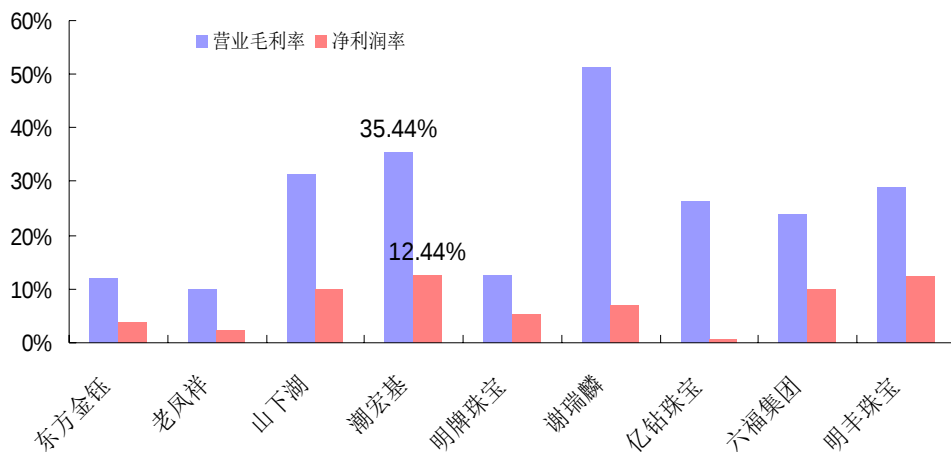
资料来源：公司年报 东方证券研究所

- 公司资产负债率处于行业较低水平，仅高于老凤祥和六福，为未来继续扩张提供有利条件。

图表 30 可比公司资产负债率情况


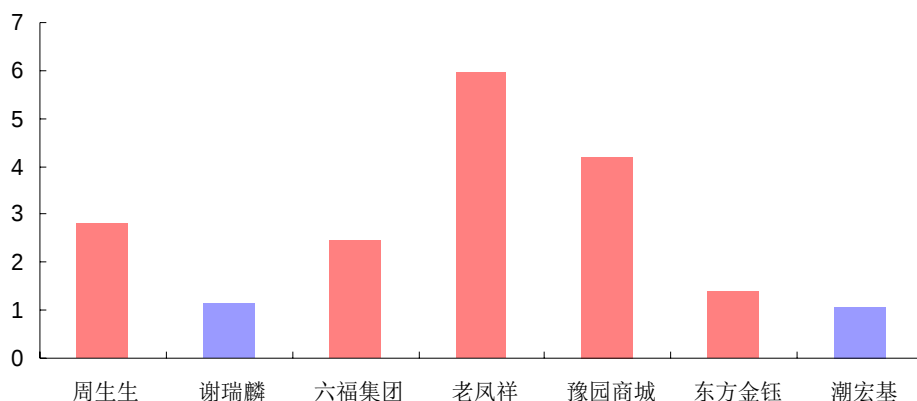
资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

- **盈利能力表现突出。**在可比公司中，毛利率仅次于谢瑞麟，净利润率第一，是唯一净利润率超过 10% 的珠宝首饰企业。

图表 31 潮宏基盈利能力表现突出


资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

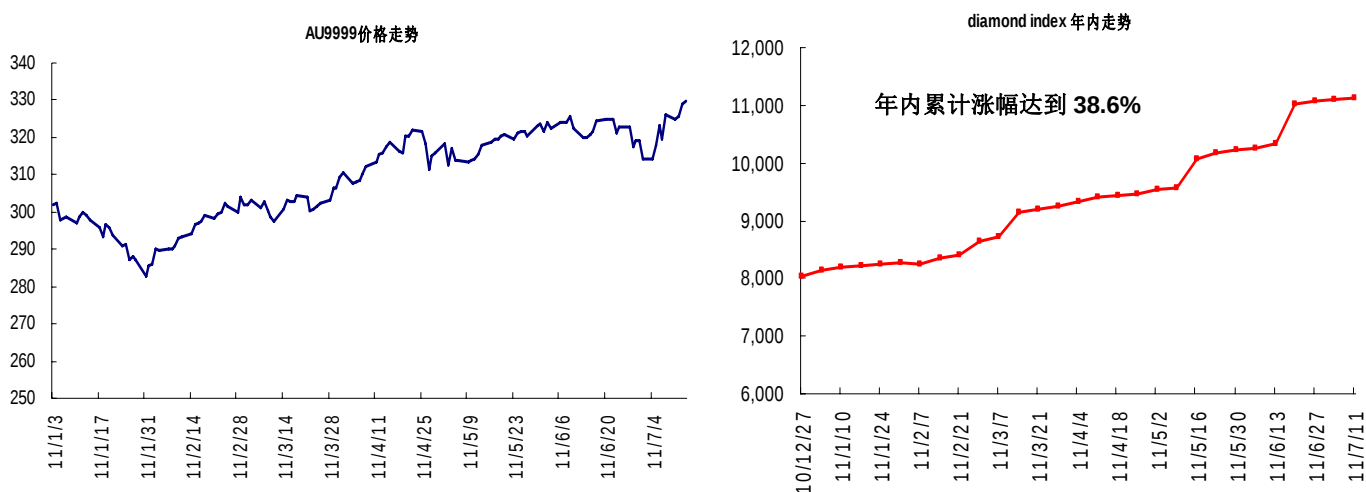
- **存货周转有待改善。**由于以自营零售业务为主，存货周转率与以批发或代理业务为主的老凤祥、六福等企业不具有可比性。从销售模式上较为可比的是谢瑞麟。公司的存货周转率与谢瑞麟基本相当。

图表 32 可比公司存货周转率


资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

4. 短期将受益产品提价

年内，黄金、钻石、铂金价格累计涨幅分别达到 10%，33.49%和 38.6%。足金产品的销售价格随黄金价格波动，基本反映了价格的上涨。但 K 金铂金镶嵌类产品提价存在 3-6 个月的滞后。市场上主流品牌 Tiffany、周大福、周生生等都在 5 月-6 月相继上调了镶嵌饰品的价格，幅度在 15%-30%。潮宏基考虑自身产品竞争力的问题，一直没有大的提价动作。未来公司产品提价预期强烈，毛利率有望提升。我们初步测算表明：如果提价幅度在 10%，15%和 20%，那么对 K 金毛利率的提升分别为 4.72%、6.78%、8.67%。

图表 33 年内黄金、钻石价格走势（单位：元/克）


资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

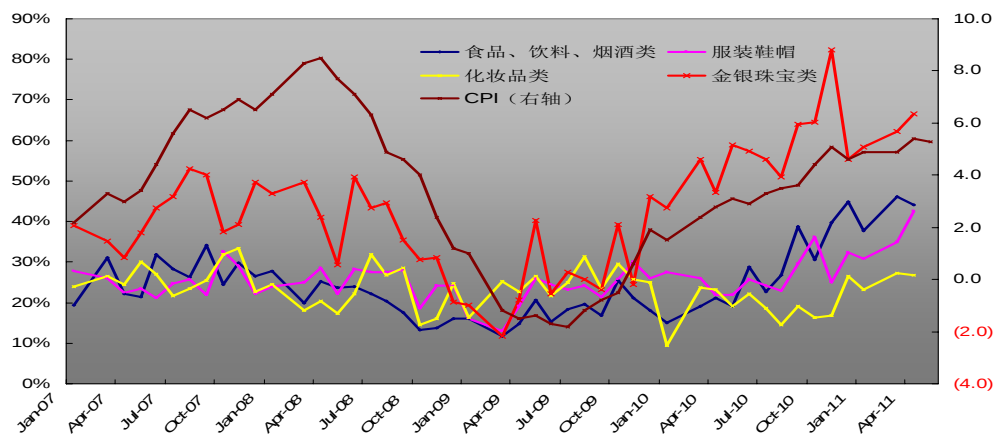
5. 长期坚定成长，摒弃周期

在成熟市场，珠宝作为可选消费被看作周期性行业。一方面是由于消费受到经济周期波动的影响，另一方面在于原材料价格存在周期性波动带来存货风险。我们认为，对潮宏基的投资必须要走出这样一个误区，才能认识到它持续成长的价值。

首先，中国市场目前处在成长期，每年大量的新增消费人群带来的消费弱化了经济周期的影响。

其次，07 年至今金银珠宝消费在所有消费中独树一帜，增速持续高于食品、服装以及化妆品类等个人消费品，即使在 09 年资产价格大幅下降的过程中仍然表现出强劲的增长。此外通过对比发现，相比前一个 CPI 上升期（07 年-08 年中期），在本周期中（起始于 09 年 7 月），金银珠宝消费增速相对 CPI 明显加速，有望在未来摆脱 CPI 走出独立的行情。

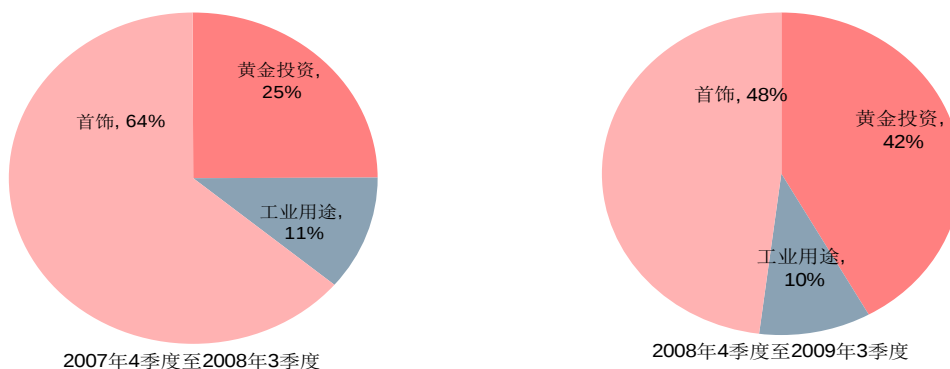
图表 34 金银珠宝零售与 CPI 正相关，但即使在 CPI 下跌时增速依然可观



资料来源：wind 东方证券研究所

最后，黄金价格在过去 10 年一直处在上升通道当中，近期强势突破 1600 美元/盎司，目前上涨预期依然强烈。即使在黄金价格下跌过程中挤出的更多是投资需求，对于用于装饰的首饰需求消费量影响不大，因而 K 金受到影响比较小。

图表 35 黄金价格下跌的过程中挤出的更多是投资需求



资料来源：GFMS WGC

6. 盈利预测

在对公司未来业绩作预测之前，我们认为有必要讨论几个市场普遍关心的问题，一是关于品牌力的问题，二是关于公司存货周转的问题。

作为典型的奢侈可选消费品，珠宝品牌的打造是一个漫长的过程，对比当下主流的珠宝品牌，潮宏基创立的时间最短，仅仅 14 年而已，要求一个十几年的品牌拥有百年品牌的品牌力是不现实的，只能说作为一个创立仅仅 14 年的品牌，我们需要看到其年轻的活力和成长的不易。

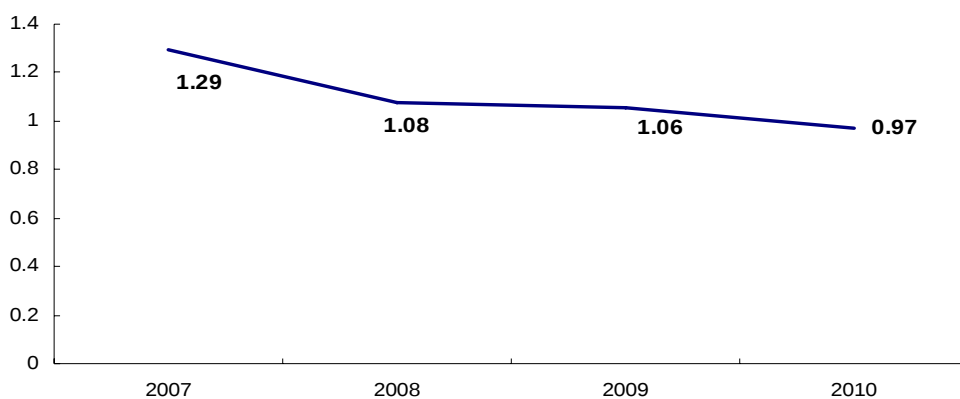
图表 36 世界及国内知名珠宝历史

品牌	品牌创立时间	品牌	品牌创立时间
Tiffany	1837 年	周生生	1934 年
老凤祥	1848 年	谢瑞麟	1971 年
Cartier	1847 年	明牌	1987 年
Bulgari	1884 年	六福	1991 年
周大福	1929 年	潮宏基	1997 年

资料来源：东方证券研究所

公司存货周转率近年来持续下降，引起投资者担忧。主要是担心终端销售不畅导致存货积压。我们认为这个风险实际上较小。首先，珠宝行业的存货具有可快速变现的特性，且公司毛利率高，存货价值低于成本的可能性较小。其次，公司近年增加的存货很大一部分是黄金和钻石（在产成品中列示）。不仅没有跌价，反而一直享受存货重估的升值。**2010 年年末公司库存中有大量的黄金和钻石，目前账面浮盈已经接近 2 亿。**未来黄金和钻石价格大幅下挫的可能性较小，

图表 37 公司存货周转率近年来持续下降



资料来源：公司公告 东方证券研究所

基于以上分析，我们认为公司在未来 3 年仍将保持高速增长。预计 2011-2013 年实现营业收入 12.22、17.34 和 23.13 亿元，同比分别增长 47.29% 41.86% 33.38%。我们的盈利预测主要基于以下假设：

1、假设 2011-2013 年分别新开自营店 60、45 和 60 家，品牌代理门店 20、15 和 20 家。

2、假设 2011-2013 年自营店同店增长率分别为 23.9%、21.5%和 18%（06-10 年平均为 18%）。品牌代理业务不考虑同店增长。

图表 38 公司分渠道收入预测（万元）

指标	渠道	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
新增门店	自营门店	15	55	60	50	60
	品牌代理门店	11	11	20	15	20
销售收入	自营	44,793	68,276	105,216	153,500	208,733
	营业收入增长率	38.0%	52.4%	54.1%	45.9%	36.0%
	品牌代理	10,297	14,345	16,636	19,636	22,363
	非品牌批发	1,767	338	338	200	100

资料来源：公司年报 东方证券研究所

3、分产品来看，K 金业务收入增长与零售渠道收入增长同步，09 年、10 年毛利率提升至 53%和 51%（考虑钻石及黄金年内涨价幅度较大，产品下半年可能提价，周大福、老凤祥等提价幅度在 15%-30%）。铂金只会进入部分渠道，增速低于渠道增速。K 金产品下半年提价，提价幅度 15%

图表 39 公司分产品盈利预测（万元）

产品系列	指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
K 金首饰	销售收入（万元）	36,444	47,528	70,096	99,597	132,939
	营业收入增长率	15.9%	30.4%	47.5%	42.1%	33.5%
	销售成本	19,329	24,548	32,945	48,803	66,469
	毛利率	47.0%	48.3%	53.0%	51.0%	50.0%
足金首饰	销售收入（万元）		25,829	40,003	58,375	77,981
	营业收入增长率		-	54.9%	45.9%	33.6%
	销售成本		22,327	34,002	49,619	66,284
	毛利率		13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
铂金首饰	销售收入（万元）	8,575	9,457	11,657	14,061	16,367
	营业收入增长率	32.4%	10.3%	23.3%	20.6%	16.4%
	销售成本	5,761	6,631	8,160	9,843	11,457
	毛利率	32.8%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他饰品	销售收入（万元）	11,837	145	434	1,303	3,908
	营业收入增长率	70.9%	119.4%	200.0%	200.0%	200.0%
	销售成本	10,020	73	219	656	1,954
	毛利率	15.3%	13.8%	49.7%	49.7%	50.0%

资料来源：公司年报 东方证券研究所

7. 投资建议

基于以上分析，我们认为公司正处在一个高速发展的行业，龙头企业未来将分享的将是行业版图扩张和自身份额提升的双重增长。作为一个高附加值、高单价产品的行业，消费者对品牌对细节的诉求会极高。这一客观现实决定了未来真正能够发展壮大的珠宝企业，必定是那些从一开始就有着明确品牌定位、倚重设计，并以此长期作为企业基本经营思想的珠宝企业。潮宏基就是其中的一个典型代表，具备脱颖而出的潜质。短期内扩张过于稳健可能会影响业绩的爆发，但无碍长期价值的体现。公司上市之初提出多品牌战略，此后一直没有具体的行动，如若近期有所突破，将对股价带来较大的正面催化。

不考虑多品牌战略实施影响，我们预测公司未来 5-10 年有望保持 30% 以上的复合增长。预测 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 0.85 元、1.07 元、1.35 元，预计未来三年 EPS 复合增长率为 33%，给予 2012 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 32 元，首次给予公司增持评级。

图表 40 A 股可比公司估值水平对比

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
			TTM	11E	12E	TTM	11E	12E		
豫园商城	180.96	180.96	0.49	0.57	0.68	25.53	22.13	18.51	3.82	1.50
老凤祥	150.96	65.23	0.87	1.01	1.36	39.78	34.40	25.50	8.37	1.05
明牌珠宝	73.75	14.75	-	1.20	1.58	39.92	25.57	19.48	9.75	1.83
潮宏基	50.99	33.03	0.63	0.79	1.12	45.15	35.78	25.27	3.72	6.14

注：盈利预测均采用市场一致预期

资料来源：wind 东方证券研究所

8. 风险提示

- 1、黄金、铂金、钻石等原材料价格大幅波动。
- 2、存货持续上升，对现金流造成压力。
- 3、大小非解禁：公司首发时东冠集团等 4 家公司合计持有 3859.5 万股限售股，已经于 2011 年 1 月 28 日解禁，未来存在减持的可能。

附表 1：财务报表预测与比率分析
利润表(百万元)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	569	830	1,222	1,734	2,313
营业成本	351	536	754	1,090	1,462
毛利率	38.2%	35.4%	38.4%	37.2%	36.8%
营业税金及附加	1	2	6	9	12
营业费用	99	151	238	342	461
营业费用率	17.34%	18.22%	19.45%	19.70%	19.92%
管理费用	18	33	45	61	74
管理费用率	3.16%	3.96%	3.70%	3.50%	3.20%
财务费用	4	-11	-8	-2	8
财务费用率	0.69%	-1.30%	-0.64%	-0.14%	0.35%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	96	119	187	236	296
营业利润率	16.90%	14.34%	15.33%	13.60%	12.80%
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	97	122	189	238	298
所得税	9	14	28	36	45
所得税率	9.5%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	4	5	7	9	10
归属母公司 股东净利润	85	103	153	193	243
净利率	14.87%	12.44%	12.55%	11.12%	10.52%
EPS（元）	0.47	0.57	0.85	1.07	1.35

现金流量表（百万元）

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	88	108	153	193	243
少数股东损益	4	5	7	9	10
折旧和摊销	20	27	28	36	41
营运资金变动	-72	-378	-70	-320	-353

资产负债表(百万元)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	53	475	305	87	116
存货	369	731	852	1,219	1,560
应收账款	23	49	66	89	127
其他流动资产	10	26	21	19	62
流动资产	455	1,281	1,244	1,413	1,864
固定资产	22	26	189	278	314
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	10	12	13	15	18
其他长期资产	28	132	152	160	171
非流动资产	60	169	354	453	502
资产总计	515	1,450	1,598	1,866	2,366
短期借款	50	0	0	56	306
应付账款	45	97	137	198	265
其他流动负债	50	6	30	37	39
流动负债	144	103	166	291	611
长期负债	21	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	21	0	0	0	0
负债合计	165	103	166	291	611
股本	180	180	180	180	180
资本公积	58	941	941	941	941
留存收益	189	208	285	420	590
少数股东权益	14	19	26	35	45
股东权益合计	350	1,347	1,431	1,575	1,756
负债股东权益 总计	515	1,450	1,598	1,866	2,366

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
------	------	------	-------	-------	-------

增长率(%)

营业收入	26.75	45.98	47.29	41.86	33.38
营业利润	69.95	23.83	57.47	25.81	25.55

其他	0	-4	-8	-2	8	净利润	64.65	22.19	48.52	25.74	26.14
经营现金流	40	-242	111	-84	-50	利润率(%)					
资本支出	0	0	-212	-135	-90	毛利率	38.25	35.44	38.35	37.16	36.78
投资收益	0	0	0	0	0	EBIT Margin	17.59	13.08	14.70	13.47	13.16
资产处置	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	21.10	16.30	16.97	15.54	14.93
其他	-18	-131	0	0	0	净利率	14.87	12.44	12.55	11.12	10.52
投资现金流	-18	-131	-212	-135	-90	回报率(%)					
发行股票	0	0	0	0	0	净资产收益率	24.14	12.17	11.04	12.83	14.61
负债变化	0	0	0	56	250	总资产收益率	16.84	10.68	10.22	11.34	11.72
股息支出	0	0	0	0	0	其他(%)					
其他	0	795	-69	-56	-81	资产负债率	32.07	7.11	10.42	15.58	25.80
融资现金流	0	795	-69	0	169	所得税率	9.50	11.17	15.00	15.00	15.00
现金及现金等价物	21	422	-170	-219	29	股利支付率	0.71	0.61	0.50	0.30	0.30

资料来源: wind 东方证券研究所

附表 2: 竞争对手概况 (P/S,P/E,P/B 均为 2011 年预计)

市场	股票名称	财报币别	财报截止月	收入增长率	毛利率	净利润率	P/S	P/E	P/B
大陆	东方金钰(600086)	人民币	Dec-10	41.39%	11.92%	3.66%	4.3	118.3	12.2
大陆	老凤祥(600612)	人民币	Dec-10	27.25%	10.01%	2.27%	1.1	34.4	8.4
大陆	豫园商城(600655)	人民币	Dec-10	46.50%	14.24%	5.60%	1.5	22.1	3.8
大陆	山下湖(002173)	人民币	Dec-10	2.82%	31.22%	9.85%	5.0	50.2	3.3
大陆	潮宏基(002345)	人民币	Dec-10	45.98%	35.44%	12.44%	6.1	35.8	3.7
大陆	明牌珠宝(002574)	人民币	Dec-10	22.13%	12.46%	5.38%	1.8	25.6	9.8
香港	周生生(0116)	港币	Dec-10	23.69%	19.67%	6.47%	1.6	17.2	4.1
香港	谢瑞麟(0417)	港币	Feb-11	24.78%	51.35%	7.00%	0.6	9.1	2.0
香港	六福集团(0590)	港币	Mar-10	36.05%	24.01%	9.87%	3.9	20.7	12.6
香港	雅天妮(0789)	港币	Mar-10	-35.10%	48.01%	-27.44%	0.9	(3.3)	0.7
香港	英皇钟表珠宝(0887)	港币	Dec-10	52.44%	25.58%	3.07%	1.8	15.6	3.3
美国	Tiffany & Co.(TIF)	美元	Jan-11	13.84%	59.10%	11.90%	3.3	22.0	4.6
美国	JADE	美元	Dec-10	27.03%	39.00%	9.24%	0.7	8.3	1.0
美国	SIG	美元	Jan-11	4.98%	36.16%	5.83%	1.1	18.5	1.9
日本	Tsutsumi (7937)	日元	Mar-10	-6.69%	51.90%	5.61%	1.5	26.6	0.5
日本	Nagahori(8139)	日元	Mar-10	-1.69%	39.15%	0.49%	0.2	36.4	0.2
日本	Sekido(9878)	日元	Feb-11	4.90%	24.01%	0.07%	0.1	70.3	0.2

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。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。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn