



景气改善+金价上行，推荐珠宝龙头

中信证券研究部

2015年1月16日

赵雪芹

电话：021-20262131

邮件：zxq@citics.com

执业证书编号：S1010510120001

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

执业证书编号：S1010513070005

联系人：边潇男

电话：010-60836722

邮件：bianxiaonan@citics.com

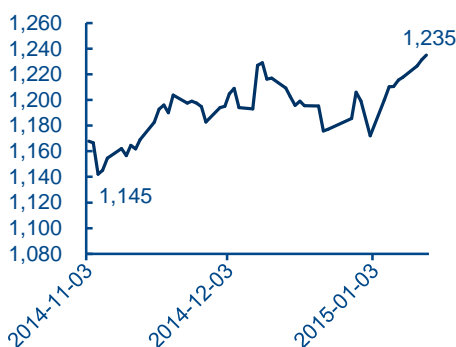
事项：

受海外避险情绪升温影响，国际现货黄金 1 月 15 日晚大涨 2% 至 1250 美元附近。我们认为金价反弹或构成对珠宝股股价催化，现重申对珠宝龙头推荐逻辑。

评论：

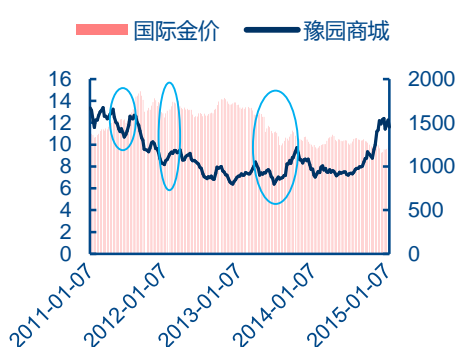
中信证券研究部有色金属组判断金价进入持续反弹周期，预计 15Q1 末将上行至约 1400 美元/盎司。金价快速上涨或对黄金珠宝股价形成催化。受避险情绪影响，国际 COMEX 黄金价格自 2014 年 11 月以来从低位 1132 美元/盎司持续上涨至 1250 美元水平。中信证券研究部有色金属组预计 15Q1 在美元加息预期减弱、避险情绪继续上升背景下，金价将继续上行至 1400 美元附近。从历史数据看，豫园商城等黄金珠宝股股价与金价相关性较强，金价本轮快速上涨有望对股价形成催化。

图 1：2014 年 11 月以来金价持续上行（美元）



资料来源：伦敦金属交易所，中信证券研究部

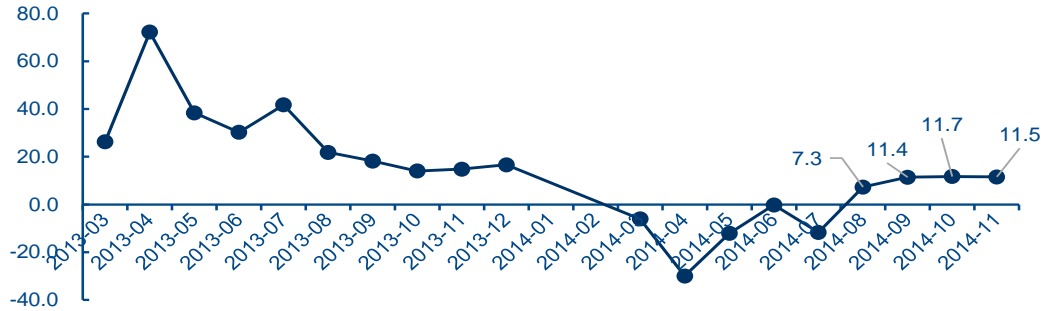
图 2：豫园商城股价与金价相关性较强



资料来源：Wind，中信证券研究部

从基本面看，14Q4 珠宝行业景气显著改善，龙头品牌销售良好。随“抢金潮”高基数减弱，2014 年四季度行业景气明显改善。我们预计 2014Q4 珠宝行业收入同比+11%~+12%，增速环比 14Q3 (+2.5%) 明显加快。潮宏基等珠宝龙头 14Q4 销售良好（预计潮宏基 14Q4 收入增长 25%~30%）。15Q1 节前旺季到来，行业销售有望继续提升。

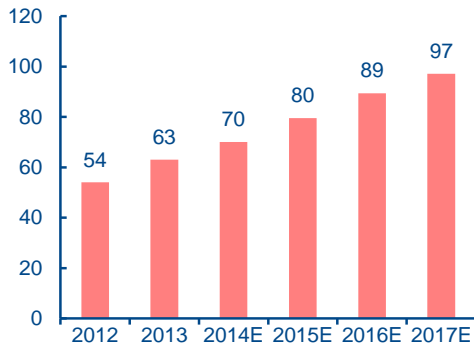
图 3：限额以上金银珠宝零售额增速（当月同比）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

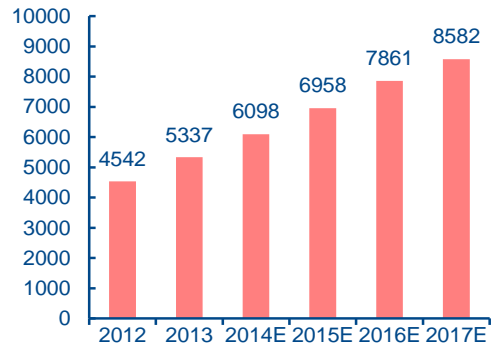
中长期看好中国珠宝行业成长空间，2015 年行业销售有望重回较快增长。2014 年中国大陆人均珠宝消费仅为 70 美元，远低于美国/中国台湾（183/154 美元）。收入增长、消费升级趋势下未来成长空间巨大。我们预计 2015-17 年行业规模将以 14% 增速较快增长，其中消费属性更强的 K 金镶嵌类增速料达 20% CAGR 高于行业。随“抢金潮”高基数渐消，2015 年行业销售有望重回较快增长。目前市场集中度 CR10=24.2% 但区域分化较大，品牌、设计、渠道优势强的珠宝龙头或将并购整合行业。

图 4：2013-2017 人均珠宝消费预测（美元/年）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部预测

图 5：2013-2017 珠宝市场规模（人民币亿元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部预测

风险因素：

经济下行超预期导致需求低迷。

投资策略：推荐豫园商城、老凤祥、潮宏基

我们中长期看好品牌、设计、渠道优势强的行业龙头成长前景。节前旺季到来行业收入有望持续改善，金价快速上行催化股价。

投资策略：推荐黄金珠宝龙头**豫园商城**（持股招金矿业 25.7% 股权，金价上行助力增厚投资收益）、**老凤祥**；以及收入持续较快成长、有望以品牌并购打开成长空间的**潮宏基**。

表 1：推荐公司盈利预测与估值简表

名称	公司代码	股价	EPS				PE				评级	目标价
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E		
老凤祥	600612.SH	33.85	1.70	1.65	2.09	2.48	20	20	16	14	买入	29.7
豫园商城	600655.SH	11.75	0.68	0.60	0.68	0.78	17	20	17	15	暂无	暂无
潮宏基	002345.SZ	9.00	0.21	0.29	0.43	0.56	43	31	21	16	买入	12.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；豫园商城 EPS 为 Wind 一致预期。注：股价为 2015 年 1 月 15 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。