【广发海外】周生生（00116.HK）

珠宝零售业务符合预期，经纪业务拖累业绩

公司评级	买入
当前价格	7.82 港元
合理价值	9.2 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-29

核心观点：

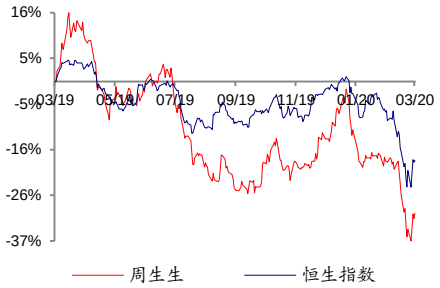
- **下半年珠宝零售业务符合预期：**19 年下半年公司实现营业额 82.0 亿港元，同比下滑 11.4%。其中，港澳地区、中国大陆珠宝零售营业额同比增速分别-29.0%和+3.9%。下半年毛利率为 26.9%，同比提升 2.3 个点，主要是因为珠宝零售业务毛利率的提高。较高的毛利率带动珠宝零售业务的经营利润率较去年同期提高 1.4 个点至 7.0%。下半年公司实现归母净利润 2855 万港元，同比下滑 93%。如果不包括经纪业务的贷款减值拨备 3.7 亿港元，归母净利润与去年同期基本持平。
- **港澳同店销售表现疲软，内地门店扩张符合预期。**下半年港澳同店销售下滑 25%。其中，黄金饰品和镶嵌珠宝的同店销售分别下滑 27%和 40%。这主要是因为去年同期基数较高、访港内地游客人次下滑以及香港局面导致关店天数增加。下半年中国大陆同店销售下滑 4%。其中，黄金饰品的同店销售下滑 3%，主要是因为自去年 6 月开始金价高企。镶嵌珠宝同店销售下滑 5%，较上半年 12%的降幅有所改善。截至 19 年底，公司在中国大陆的门店数量为 606 家，较去年同期增长 20%。
- **疫情对公司业务的影响。**在 20 年前三周公司整体的销售情况向好。受到疫情影响，1,2 月大陆和港澳的同店销售分别下滑 45%和 44%。管理层预计 3 月大陆和香港的销售额将分别下滑 50%和 60%。公司积极采取成本控制措施，包括与业主协商减租、冻结人手及优化员工调配，以及延后资本开支计划（20 年新增门店数量将控制在 30 家）。
- **预计 20-21 年基本每股盈利为 1.08 港元和 1.74 港元。**公司当前股价对应 20 年 P/E 为 7.24x。我们给予公司 20 年合理 P/E 8.5x（历史均值），则计算出合理价值为 9.2 港元，维持买入评级。
- **风险提示。**宏观经济低迷抑制对可选消费的需求；香港局面导致内地游客不及预期；新开门店数量低于预期。

盈利预测：

货币：港元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	16,633	18,806	17,736	15,151	18,973
增长率(%)	3.36%	13.06%	-5.69%	-14.58%	25.22%
EBITDA(百万元)	1,361	1,572	1,208	1,334	1,884
归母净利润(百万元)	876	1,012	644	732	1,180
增长率(%)	18.09%	15.50%	-36.43%	13.73%	61.25%
EPS（元/股）	1.30	1.49	0.95	1.08	1.74
市盈率（P/E）	6.04	5.23	8.23	7.24	4.49
市净率（P/B）	0.39	0.38	0.33	0.32	0.30
EV/EBITDA	5.12	4.43	5.76	5.22	3.69

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：胡翔宇
SAC 执证号：S0260517080001
SFC CE No. BNG229
010-59136632
huxiangyu@gf.com.cn
分析师：陈佳妮
SAC 执证号：S0260519070002
021-60750604
chenjiani@gf.com.cn

请注意，陈佳妮并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发海外】周生生（00116.HK）:业绩好于预期，估值有望修复 2019-04-01

一、珠宝零售业务符合预期，经纪业务拖累业绩

营业额：据公司披露的19年全年业绩公告，19年下半年公司实现营业额82.0亿港元，同比下滑11.4%。分业务看，珠宝零售业务营业额为74.9亿港元，同比下滑11.8%。其中，香港及澳门营业额为28.8亿港元，同比下滑29.0%。中国大陆的营业额为45.3亿港元，同比增长3.9%。贵金属批发业务营业额为6.9亿港元，同比下滑5.9%。证券及期货经纪业务营业额为1186万港元，同比下滑10.0%。

毛利率：19年下半年，公司的毛利率为26.9%，同比提升2.3个点。这主要是因为珠宝零售业务毛利率的提高。19年6月至19年12月金价从每盎司1300美元提高至1500美元，带动黄金产品毛利率的扩张。受益于毛利率的提升，19年下半年珠宝零售业务的经营利润率较去年同期提高1.4个点至7.0%。

归母净利润：19年下半年，公司的经营利润率为1.6%，低于去年同期的5.8%。这首先是因为销售及分销费用率和行政费用率分别同比提高1.8个点和0.8个点。此外，公司对证券及期货经纪业务计提贷款减值3.7亿港元，导致其他收益大幅下滑。19年下半年，公司实现归母净利润2855万港元，同比下滑93%。如果不包括贷款减值拨备，归母净利润为4.01亿元，与去年同期基本持平。

表1：公司半年度财务数据

	单位	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	YoY
营业额	**百万港元**	**8,012**	**8,621**	**9,558**	**9,248**	**9,540**	**8,196**	**-11.4%**
珠宝零售	百万港元	7,005	7,511	8,646	8,484	8,773	7,486	-11.8%
贵金属批发	百万港元	960	1,073	870	732	746	689	-5.9%
证券及期货经纪	百万港元	14	20	21	13	12	12	-10.0%
其他	百万港元	33	17	20	19	9	9	-53.3%
毛利	**百万港元**	**1,958**	**2,032**	**2,360**	**2,271**	**2,574**	**2,203**	**-3.0%**
销售及分销费用	百万港元	-1,236	-1,334	-1,374	-1,401	-1,399	-1,386	-1.1%
行政费用	百万港元	-254	-290	-299	-315	-339	-347	10.2%
经营利润	百万港元	550	504	797	535	838	135	-74.8%
归母净利润	**百万港元**	**392**	**484**	**606**	**406**	**615**	**29**	**-93.0%**
毛利率		24.4%	23.6%	24.7%	24.6%	27.0%	26.9%	
销售及分销费用率		15.4%	15.5%	14.4%	15.1%	14.7%	16.9%	
行政费用率		3.2%	3.4%	3.1%	3.4%	3.6%	4.2%	
经营利润率		6.9%	5.8%	8.3%	5.8%	8.8%	1.6%	
珠宝零售经营利润率		7.1%	5.4%	8.5%	5.6%	8.7%	7.0%	

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、港澳同店销售表现疲软，内地门店扩张符合预期

香港及澳门同店销售：19年下半年，香港及澳门同店销售下滑25%。其中，黄金饰品和镶嵌珠宝的同店销售分别下滑27%和40%。这主要是因为：（1）18年下半年的基数较高，18年3季度的同店销售增长33%；（2）受到香港局面和人民币转弱的影响，访港内地游客人次大幅下滑，而在19年上半年内地游客的营业额占到香港及澳门地区的45%；（3）香港局面导致关店的天数增加，这对香港本地市场销售也存在负面影响。

香港及澳门门店情况：截至19年底，公司在香港及澳门的门店数量为70家，较去年同期净增长3家。其中，19年公司新开周生生门店5家，主要面向本地市场客群。同时，公司关闭了3家主要位于游客区的周生生门店。19年续约门店的租金调整在-45%至+9%之间，店铺租金开支同比减少9%。

中国内地同店销售：19年下半年，中国大陆同店销售下滑4%。其中，黄金饰品的同店销售下滑3%，而在上半年同店销售增长8%。这是因为自去年6月开始金价高企，可能延迟了部分消费需求。下半年镶嵌珠宝同店销售下滑5%，较上半年12%的降幅有所改善。这主要是因为：（1）公司不断增加产品的多样性，引入个性化设计提升客户体验；（2）下半年金价的上涨使得镶嵌首饰相对更具有吸引力；（3）受到香港局面的影响，原先计划来香港的客户转而在内地购买珠宝，下半年公司在内地南部地区的珠宝销售大幅增加。

中国内地门店情况：截至19年底，公司在中国大陆的门店数量为606家，较去年同期增长20%，其中周生生、Mintygreen和Emphasis的净开店数量分别为92家、2家和6家。在120家新开门店中69家位于购物中心。

表2：公司同店销售增长数据

	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2018	2019
香港及澳门	**22%**		**2%**	**-25%**	**18%**	**-12%**
黄金饰品			-4%	-27%		-16%
镶嵌珠宝	33%		-2%	-40%	21%	-21%
中国内地	**2%**		**1%**	**-4%**	**3%**	**-1%**
黄金饰品	7%		8%	-3%	8%	3%
镶嵌珠宝	-8%		-12%	-5%	-7%	-9%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、疫情对公司业务的影响

疫情发生以前门店销售向好：在20年前三周，公司整体的销售情况向好。农历新年以前国内销售强劲，香港局面的逐步缓和也使得市场环境持续改善。

疫情对1季度经营的负面影响：在2月前两周，中国大陆有最多77%的门店暂停营业。

1,2月份中国大陆和港澳地区的同店销售分别下滑45%和44%。在3月底，位于大陆的门店已经有超过95%恢复营业，但是缩短了营业时间。位于香港及澳门的大部分门店维持营业，但是也缩短了营业时间。据业绩电话会议，管理层预计3月份大陆和香港的销售额将分别下滑50%和60%。

公司积极采取成本控制措施：第一，公司积极与业主协商减租，并且获得2,3月份较大幅度的减租。据业绩电话会议，管理层表示在2月份有77%左右的业主同意减租，减租幅度在0-50%之间，平均减租幅度在22-23%。此外，在20年公司位于香港的门店将有1/3到期，租金将有较大的调整空间。第二，目前公司已经冻结了人手，将会优化员工调配，同时销售人员的工资中30-40%与销售额挂钩。第三，公司将延后新店开业和现有店铺的装修计划。在20年公司新开门店数量将控制在30家，较17-19年63家、105家和120家的新开店数量有所下滑。

四、盈利预测与投资评级

香港及澳门营业额：我们预计公司20-21年香港及澳门珠宝零售营业额分别为港币52.8亿和65.4亿元。其中，20年珠宝零售营业额下滑18.0%，主要是因为疫情对港澳内地游客人次及港澳本地市场消费均产生负面影响。我们认为疫情对1季度同店销售的负面影响将超过45%。但是由于中国疫情已经得到控制，我们认为2季度销售将环比有所复苏，3季度将有望恢复至去年同期的水平。21年珠宝零售营业额同比增长24%，主要是因为20年的低基数，以及旅游区和本地市场需求恢复增长。我们预计20-21年公司其他业务营业额分别为港币13.3亿和13.3亿元。

中国内地营业额：我们预计公司20-21年中国内地珠宝零售营业额分别为港币84.3亿和109.6亿元。其中，20年营业额下滑13.0%，主要是因为同店销售受到疫情影响下滑15%，但是部分被门店数量增长所抵消。我们预计1季度同店销售下滑超过40%，2季度开始将环比复苏，3季度将恢复至去年同期的水平。由于港澳地区会受到游客入境措施的影响，因此我们认为内地市场的复苏节奏将快于港澳地区。21年内地营业额有望增长30.0%，主要是因为同店销售增长23%，以及门店数量扩张速度恢复至正常水平。

毛利率：我们预计公司20-21年的毛利率为27.0%和27.6%。虽然20年会受到疫情的负面影响，但是我们认为公司的毛利率有望持平。这主要是因为内地业务占比不断提高，而内地珠宝零售业务的毛利率高于港澳地区。这可能是因为周生生在内地市场拥有更高的品牌溢价。同时，由于目前金价处于高位，将有利于黄金饰品毛利率的扩张。

经营开支：我们预计公司20-21年的销售及分销费用率分别为16.4%和15.7%，行政费用率分别为4.2%和3.9%。其中，20年的销售费用率和行政费用率有所提升是因为，虽然公司在疫情期间会采取有力的成本控制措施，但是营业额的下降会导致经营杠杆的降低，以及成本控制措施可能滞后于营业额的下滑。我们认为随着21年公司业务恢复正常，销售费用率和行政费用率有望同比下降。

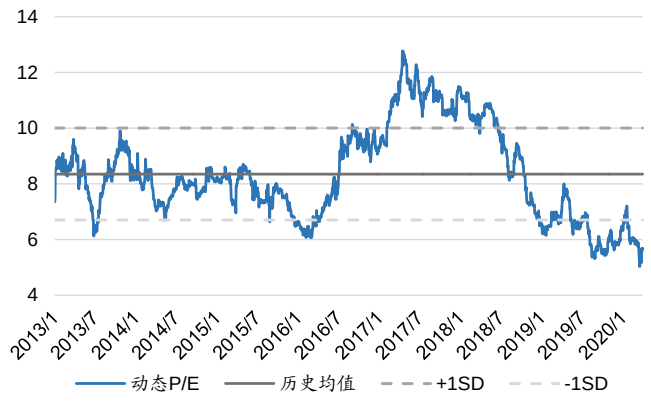
投资建议：基于上述假设，我们预计20-21年公司的归母净利润分别为港币7.3亿和11.8亿元，同比增长13.7%和61.3%。每股基本盈利为1.08港元和1.74港元。我们给认为公司20年合理P/E 8.5x（历史均值），则计算出合理价值为9.2港元，维持买入评级。

表3：公司盈利预测关键假设

	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
香港及澳门营业额	**百万港元**	**8,508**	**9,364**	**7,912**	**6,607**	**7,871**
yoy		-1.7%	10.1%	-15.5%	-16.5%	19.1%
珠宝零售	百万港元	6,391	7,688	6,434	5,276	6,542
yoy		-3.3%	20.3%	-16.3%	-18.0%	24.0%
同店销售		-2%	18%	-12%	-18%	24%
门店数量	家	66	67	70	70	70
贵金属批发	百万港元	2,033	1,603	1,436	1,292	1,292
yoy		6.6%	-21.2%	-10.4%	-10.0%	0.0%
证券及期货经纪	百万港元	34	35	24	20	18
yoy		31.0%	0.5%	-30.1%	-15.0%	-10.0%
投资	百万港元	50	39	18	18	18
yoy		-56.0%	-22.1%	-53.6%	0.0%	0.0%
中国内地营业额	**百万港元**	**8,032**	**9,329**	**9,689**	**8,430**	**10,959**
yoy		9.4%	16.1%	3.9%	-13.0%	30.0%
同店销售		5%	3%	-1%	-15%	23%
门店数量	家	422	506	606	636	736
营业额	**百万港元**	**16,633**	**18,806**	**17,736**	**15,151**	**18,973**
yoy		3.4%	13.1%	-5.7%	-14.6%	25.2%
毛利	**百万港元**	**3,991**	**4,631**	**4,777**	**4,097**	**5,229**
毛利率		24.0%	24.6%	26.9%	27.0%	27.6%
销售及分销费用	百万港元	2,570	2,775	2,785	2,485	2,979
销售及分销费用率		15.5%	14.8%	15.7%	16.4%	15.7%
行政费用	百万港元	544	614	686	636	734
行政费用率		3.3%	3.3%	3.9%	4.2%	3.9%
归母净利润	**百万港元**	**876**	**1,012**	**644**	**732**	**1,180**
yoy		18.1%	15.5%	-36.4%	13.7%	61.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图1：公司动态P/E



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表4：可比公司估值表（2020/3/27）

股票简称	股票代码	单位	市值（亿元）	收盘价(元)	EPS（元）			P/E		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
周大福	01929.HK	港元	557	5.57	0.46	0.36	0.47	12.17	15.48	11.77
周大生	002867.SZ	人民币	135	18.53	1.35	1.56	1.90	13.73	11.88	9.75
老凤祥	600612.SH	人民币	166	39.67	2.69	2.94	3.45	14.75	13.49	11.50
周生生	00116.HK	港元	53	7.82	0.95	1.08	1.74	8.23	7.24	4.49
六福集团	00590.HK	港元	94	16.08	2.54	2.14	2.39	6.33	7.51	6.73

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心；六福集团的盈利预测为彭博一致预测，其余公司为广发盈利预测；周大福及六福集团的会计年结日为 3 月 31 日，其余公司为 12 月 31 日。

五、风险提示

宏观经济低迷抑制对可选消费的需求；香港局面导致内地游客不及预期；新开门店数量低于预期。

资产负债表 单位：百万港元

至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
流动资产	**11,434**	**11,562**	**12,353**	**12,605**	**13,546**
货币资金	1,200	1,303	1,028	1,348	1,513
应收及预付	2,212	2,347	1,935	1,653	2,070
存货	7,490	7,451	8,933	9,212	9,479
其他流动资产	533	462	457	392	484
非流动资产	**2,236**	**2,276**	**3,883**	**3,794**	**3,964**
长期股权投资	32	-	-	-	-
固定资产	742	834	1,014	925	1,095
无形资产	32	31	1,271	1,271	1,271
其他长期资产	1,429	1,411	1,598	1,598	1,598
资产总计	**13,670**	**13,838**	**16,236**	**16,399**	**17,510**
流动负债	**2,877**	**2,911**	**4,155**	**3,878**	**4,282**
短期借款	1,618	1,678	2,250	2,250	2,250
应付及预收	696	603	619	528	657
其他流动负债	562	630	1,285	1,099	1,374
非流动负债	**668**	**508**	**1,449**	**1,449**	**1,449**
长期借款	454	258	440	440	440
其他非流动负债	215	250	1,009	1,009	1,009
负债合计	**3,545**	**3,419**	**5,604**	**5,327**	**5,731**
股本	169	169	169	169	169
储备	9,855	10,463	10,463	10,902	11,610
其他	101	-213	-	-	-
归属母公司股东权益	10,125	10,419	10,632	11,072	11,780
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债和股东权益	**13,670**	**13,838**	**16,236**	**16,399**	**17,510**

利润表 单位：百万港元

至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	**16,633**	**18,806**	**17,736**	**15,151**	**18,973**
营业成本	12,643	14,175	12,959	11,054	13,744
其他收入	180	116	119	119	119
销售费用	2,570	2,775	2,785	2,485	2,979
管理费用	544	614	686	636	734
其他费用	-	-	452	-	-
财务费用	31	37	89	92	92
权益性投资损益	5	0	-	-	-
其他非经营性损益	108	1	-0	-	-
利润总额	**1,137**	**1,323**	**883**	**1,003**	**1,543**
所得税	261	310	240	271	363
净利润	876	1,012	644	732	1,180
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	876	1,012	644	732	1,180
EBITDA	1,361	1,572	1,208	1,334	1,884
EPS（元）	1.30	1.49	0.95	1.08	1.74

现金流量表 单位：百万港元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**105**	**931**	**573**	**854**	**1,149**
净利润	876	1,012	644	732	1,180
折旧摊销	192	213	236	240	250
营运资金变动	-922	-369	-396	-209	-372
其它	-42	75	90	92	92
投资活动现金流	**-50**	**-251**	**-648**	**-150**	**-420**
资本支出	-213	-342	-1,420	-150	-420
投资变动	114	59	2	-	-
其他	49	32	770	-	-
筹资活动现金流	**-195**	**-536**	**-199**	**-385**	**-564**
债券融资	127	-127	183	-	-
股权融资	-	8	-	-	-
其他	-322	-417	-382	-385	-564
现金净增加额	**-83**	**103**	**-274**	**320**	**165**
期初现金余额	**1,283**	**1,200**	**1,303**	**1,028**	**1,348**
期末现金余额	**1,200**	**1,303**	**1,028**	**1,348**	**1,513**

主要财务比率 单位：百万港元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	3.4%	13.1%	-5.7%	-14.6%	25.2%
营业利润增长	4.2%	28.6%	-28.4%	12.5%	49.4%
归母净利润增长	18.1%	15.5%	-36.4%	13.7%	61.3%
获利能力					
毛利率	24.0%	24.6%	26.9%	27.0%	27.6%
净利率	5.3%	5.4%	3.6%	4.8%	6.2%
ROE	8.7%	9.7%	6.1%	6.6%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	24.7%	34.5%	32.5%	32.7%
流动比率	3.97	3.97	2.97	3.25	3.16
速动比率	1.37	1.41	0.82	0.87	0.95
应收账款周转率	7.52	8.01	9.17	9.17	9.17
存货周转率	1.69	1.90	1.45	1.20	1.45
每股指标（港元）					
每股收益	1.30	1.49	0.95	1.08	1.74
每股净资产	20.18	20.43	23.97	24.21	25.85
估值比率					
P/E	6.04	5.23	8.23	7.24	4.49
P/B	0.39	0.38	0.33	0.32	0.30
EV/EBITDA	5.12	4.43	5.76	5.22	3.69

广发海外研究小组简介

欧 亚 菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015 年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。

廖 凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016 年新财富策略研究领域第 4 名，2017 年新财富策略研究领域入围。7 年策略及中小市值研究经验。2019 年财新•机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。

张 静 静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019 年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。

蒲 得 宇：海外电子行业首席分析师，15-18 年 Asiamoney 最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，CFA。

胡 翔 宇：海外大消费行业首席分析师，2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018 年机构投资者•财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。

杨 琳 琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名、第 4 名、第 2 名（团队）。2019 年财新•机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。

刘 芷 君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。2019 新财富最佳机械团队第一名、2017 年新财富最佳机械分析团队第三名、2016 年新财富机械分析团队第二名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。

邓 崇 静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师 2019 年第一名团队成员，水晶球 2019 年第一名团队成员，2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

刘 峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

陈 蒋 辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士， 2017 年加入广发证券。

周 绮 恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4 年台湾地区 TMT 行业研究及投资银行经验，2018 年加入广发证券。

张 晓 飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

马 步 云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

陈 佳 妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

罗 捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

朱 国 源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

蔡 俊 韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019 年进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（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。