投资评级 优于大市 维持

股票数据

08 月 22 日收盘价(元)	15.06
52 周股价波动（元）	14.85-34.96
总股本/流通 A 股（百万股）	340/85
总市值/流通市值（百万元）	5128/1282

相关研究

《经营趋势向好，扩张加速业绩弹性足》2018.06.04

《1Q18 净利增 2%，短期业绩波动不改中长期成长空间》2018.04.26

《收入增 19%净利增 40%延续高成长，2018 年有望加速扩张》2018.03.16

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-21.1	-29.8	-41.1
相对涨幅（%）	-15.8	-21.4	-25.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭
Tel:(021)23219399
Email:wanglt@htsec.com
证书:S0850511040005

分析师:李宏科
Tel:(021)23154125
Email:lhk11523@htsec.com
证书:S0850517040002

联系人:史岳
Email:sy11542@htsec.com

收入微增净利降 8%，关注后续开店进展

投资要点：

莱绅通灵 8 月 23 日发布 2018 半年报。2018 上半年实现营业收入 9.79 亿元，同比增长 0.03%； 利润总额 2.34 亿元，同比下降 7.01%；**归母净利润 1.75 亿元，同比下降 8.36%，扣非净利润 1.58 亿元，同比下降 13.06%。** 摊薄 EPS 为 0.51 元，净资产收益率 7.46%，每股经营性现金流净额 0.52 元。

简评及投资建议。

公司年初主动调整带来的业绩影响仍在持续，其中直营店影响最大，加盟店因多为新进地区弹性略好，估计公司已在品牌塑造、渠道扩张和业绩影响中做适当性平衡。我们认为公司打造国内中高端品牌的愿景，以及围绕其所做的品牌、渠道和组织架构等调整均有力而切实，后续关注：①开店进展（我们预计全年新开超 200 家）；②主动调整影响的持续性。

1.上半年净开 46 家店，收入增 0.03%至 9.8 亿元，综合毛利率增 0.13 个百分点。

（1）1H18 净开店 46 家，加盟开 59 家，直营关 13 家； 一二季度加盟各净开 27、32 家，直营各净关 10、3 家。上半年公司新开门店 90 家，其中直营店新开 8 家、加盟店新开 82 家；关闭门店 44 家家，其中直营关 21 家、加盟关 23 家，截至期末总门店数 758 家，总面积 5.8 万平米，直营 303 家，加盟 455 家，我们预计 2018 全年公司有望新开超 200 家店。

（2）1H18 主营收入降 1.6%，毛利率基本持平，加盟收入增 35%。 其中**直营**收入 6.08 亿元，同比下降 15.02%，我们认为除与关店有关外（1H18 净关 13 家），还与同店下滑有关，我们估计上半年直营同店下降超 10%，测算 1H18 直营单店收入 197 万元，坪效 2.18 万元/平米，较 1H17 也均有 15%以上的下滑，直营毛利率增加 2.96 个百分点至 65.65%；

加盟收入 3.55 亿元，同比增长 35.08%，我们认为主要是外延贡献，我们估计加盟同店 1Q18 降 5%+，2Q18 转正，7 月负小个位数，测算 1H18 加盟单店收入 83 万元基本保持稳定，加盟毛利率增加 2.48 个百分点至 37.09%。

最终主营收入 9.64 亿元，同比下降 1.56%，因毛利率较低的加盟收入占比提升，主营毛利率略降 0.03 个百分点至 55.12%。其他业务占比提升，最终总收入增长 0.03%至 9.8 亿元，综合毛利率增加 0.13 个百分点至 55.28%。

2. 销管费用率增 3.15 个百分点，主因营销费用增加，财务收益增加 45 万元。 销售费用率增加 2.43 个百分点至 24.71%，其中租赁费用率增加 0.64 个百分点，主因门店扩张提速，业务宣传及促销费率增加 0.97 个百分点，主因营销投入加大；管理费用率增加 0.72 个百分点至 6.55%，主因股权激励费用及咨询服务费增加；财务收益增加 45 万元至 53 万元，主因汇兑收益增加，最终期间费用率增加 3.1 个百分点至 31.2%。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1650.93	1963.56	2103.76	2444.44	2891.48
(+/-)YoY(%)	10.74%	18.94%	7.14%	16.19%	18.29%
净利润(百万元)	221.39	309.79	341.60	444.14	551.76
(+/-)YoY(%)	22.30%	39.93%	10.27%	30.02%	24.23%
全面摊薄 EPS(元)	0.65	0.91	1.00	1.30	1.62
毛利率(%)	54.10%	54.50%	53.99%	54.76%	55.36%
净资产收益率(%)	10.94%	13.56%	13.00%	14.46%	15.23%

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

3. 费用率大幅增加拖累业绩，上半年营业利润下降 7.92%至 2.28 亿元。营业外净收入增加 250 万元，我们估计主要是政府补贴，有效所得税税率增加 1.33 个百分点至 25.3%，少数股东损益由 25 万元降至-32 万元，最终归母净利下降 8.36%至 1.75 亿元，扣非净利下降 13.06%至 1.58 亿元。

4. 持续打造品牌影响力，年内预计 2 部电视剧上映。（1）品牌及产品：王室元素加速落地。①陆续推出王室马车、王后二代、传奇王冠等王室元素产品系列；②比利时王后妹妹伯爵夫人伊丽莎白成为公司国际首席设计师；③门店标识及营销人员制服加入王室元素；④启动大型激励活动，提供消费者柏林红毯电影节旅行等。

（2）营销：持续推进以文娱为核心的营销手段。①影视作品：由娜扎、杨烁等主演的深度品牌植入剧**《归还世界给你》**拟于 2018 年在爱奇艺、优酷等互联网平台及湖南卫视上映；由黄子韬、吴倩等主演的**《夜空中最闪亮的星》**也有望在 2018 年播出。②多维营销：品牌代言人唐嫣拍摄的 TVC 宣传片将以微电影形式播出；同时新增重要城市机场、地铁等枢纽的硬广投放。

5. 股权激励优化机制，测算 2017-19 年扣非净利 CAGR 24%。公司 2017 年 6 月推行股权激励计划，2017 年 7 月和 2018 年 6 月分别完成首次授予和预留部分授予。其中首次授予为 30 名核心骨干，占总股本 0.64%，授予价格 22.73 元/股；预留部分授予董秘、副总裁、运营教练中心总经理、信息中心总经理 4 人 0.25%股份，授予价格 25.89 元/股，解锁条件对应 2019-21 年剔除激励成本摊销后的扣非净利较 2016 年增速分别不低于 100%、125%和 150%，测算 2019-21 年对应 2017 年的净利 CAGR 各为 24%、20%和 18%。测算激励总费用摊销 4078 万元，其中 2018-20 年相对较多各 939、1063 和 936 万元，估计对业绩影响有限。

股权激励绑定了公司核心经营人员与管理人员，有利于激发核心员工经营动力，从期限来看更注重长期，业绩方面 2017-19 扣非净利复合增速达 24%较高，行权价格也具备较高的安全边际。

对公司的观点。（1）主营钻石饰品的中高端珠宝商，定位“王室珠宝，为下一代珍藏”，品牌差异化强。依靠影视剧植入、明星活动、CEO 宣传等多样的品牌公关活动持续提升品牌影响力及知名度，收购拥有 162 年历史的比利时王室珠宝供应商 Leysen 后将进一步延伸高端珠宝产品布局。**（2）关注主动调整带来影响的持续性**，其中直营店影响最大，加盟店因多为新进地区弹性略好，估计公司已在品牌塑造、渠道扩张和业绩影响三者之中做适当平衡，后续关注开店进展。**（3）股权激励保障长期成长，**其中首次+预留授予共 34 人，合计占总股本 0.89%，解锁条件对应 2017-19 年扣非净利 CAGR 约 24%，同时行权价格也具备较高的安全边际。

更新盈利预测和估值。预计 2018-20 年净利润各 3.42 亿、4.44 亿、5.51 亿元，同比增长 10.27%、30.02%、24.23%，EPS 各 1.00 元、1.30 元和 1.62 元；8 月 22 日收盘 15.06 元股价对应 PE 各 15.0 倍、11.5 倍、9.3 倍。参照可比公司估值，考虑公司在国内高端钻石领域的稀缺性，给予 2018 年 20-25 倍 PE 估值，对应合理价值区间 20.07-25.08 元，给予“优于大市”评级。

风险因素：行业需求疲软；品牌影响力下降；渠道拓展的不确定性等。

表 1 2018 上半年分业态主营业务收入和毛利率分析

	收入（万元）	收入增速（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）
直营	60834	-15.02	65.65	2.96
加盟	35520	35.08	37.09	2.48
主营业务合计	96354	-1.56	55.12	-0.03
其他业务	1550	-	65.23	10.08
总收入/综合毛利率	97904	0.03	55.28	0.13

资料来源：公司 2018 年半年度经营数据公告，海通证券研究所

表 2 2018 上半年门店情况（家）

	门店数			净开店		
	2017	1Q18	2Q18	1Q18	2Q18	1H18
直营	316	306	303	-10	-3	-13
加盟	396	423	455	27	32	59
合计	**712**	**729**	**758**	**17**	**29**	**46**

资料来源：公司 2018 年一季度经营数据公告，2018 年半年度经营数据公告，海通证券研究所

表 3 公司直营和加盟拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	1H2017	1H2018
直营（含专厅）							
收入（万元）	100206	112870	117496	121388	135893	71582	60834
同比增速（%）		*12.6*	*4.1*	*3.3*	*11.9*		*-15.0*
期末门店数（个）	200	244	255	292	316	296	303
净增门店数（个）	**2**	**44**	**11**	**34**	**24**	**4**	**-13**
平均单店面积（平米）		100	97	95	91	93	90
平均单店收入（万元/个）	504	508	471	441	447	243	197
坪效（万元/平米）			4.78	4.61	4.81	2.59	2.18
加盟							
收入（万元）	15367	29587	29965	41974	58162	26295	35520
同比增速（%）		*92.5*	*1.3*	*40.1*	*38.6*	*31.1*	*35.1*
期末门店数（个）	102	163	203	286	396	322	455
净增门店数（个）	**14**	**61**	**40**	**83**	**110**	**36**	**59**
平均单店收入（万元/个）		223	164	172	171	86	83

资料来源：公司 2018 年半年度经营数据公告，海通证券研究所

表 4 公司 2018 上半年费用率细项拆分

		费用（万元）				费用率（%）		
		1H2017	1H2018	增减额	增速（%）	1H2017	1H2018	变动（百分点）
销售费用	工资薪酬	8866	9159	293	3.30	9.06	9.36	0.30
	租赁费	5444	6069	625	11.48	5.56	6.20	0.64
	业务宣传及促销费	1982	2934	953	48.07	2.02	3.00	0.97
	长期待摊费用摊销	1347	1520	173	12.81	1.38	1.55	0.18
	商场费用	1551	1498	-54	-3.47	1.59	1.53	-0.06
	广告费	811	970	159	19.63	0.83	0.99	0.16
	其他	1806	2040	234	12.94	1.85	2.08	0.24
	合计	21807	24189	2382	10.92	22.28	24.71	2.43
管理费用	工资薪酬	3328	3508	180	5.41	3.40	3.58	0.18
	差旅及交通费	417	448	31	7.51	0.43	0.46	0.03
	咨询服务费	236	448	212	89.84	0.24	0.46	0.22
	无形资产及长期待摊费用	343	364	21	6.16	0.35	0.37	0.02
	折旧费	368	352	-16	-4.39	0.38	0.36	-0.02
	租赁费	248	206	-42	-16.84	0.25	0.21	-0.04
	其他	767	1086	318	41.50	0.78	1.11	0.32
	合计	5706	6411	705	12.35	5.83	6.55	0.72
财务费用	利息支出	21	31	10	46.93	0.02	0.03	0.01
	利息收入	-93	-112	-19	20.06	-0.10	-0.11	-0.02
	汇兑损益	59	-100	-159	-270.75	0.06	-0.10	-0.16
	现金折扣	-107	-6	101	-94.16	-0.11	-0.01	0.10
	其他	113	135	22	19.96	0.12	0.14	0.02
	合计	-8	-53	-45	555.33	-0.01	-0.05	-0.05
期间费用		**27505**	**30548**	**3042**	**11.06**	**28.10**	**31.20**	**3.10**

资料来源：公司 2018 年中报，海通证券研究所

表 5 莱绅通灵单季度合并损益表分析（1Q2017-2Q2018）

	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	1H2017	1H2018
营业总收入（万元）	54303	43574	47586	50893	51930	45974	97877	97904

同比增长（%）	*22.26*	*9.09*	*24.74*	*19.50*	*-4.37*	*5.51*	*16.03*	*0.03*
营业总成本（万元）	40237	33673	40376	43892	37812	38932	73910	76744
营业成本（万元）	23925	19975	21959	23478	22359	21425	43901	43784
毛利率（%）	*55.94*	*54.16*	*53.85*	*53.87*	*56.94*	*53.40*	*55.15*	*55.28*
营业税金及附加（万元）	1355	1271	1348	1288	1448	1288	2626	2736
营业税金及附加/营业收入（%）	*2.50*	*2.92*	*2.83*	*2.53*	*2.79*	*2.80*	*2.68*	*2.79*
销售费用（万元）	11937	9870	12779	14212	11172	13018	21807	24189
销售费用/营业收入（%）	*21.98*	*22.65*	*26.86*	*27.93*	*21.51*	*28.31*	*22.28*	*24.71*
管理费用（万元）	2901	2805	4373	4799	3118	3293	5706	6411
管理费用/营业收入（%）	*5.34*	*6.44*	*9.19*	*9.43*	*6.00*	*7.16*	*5.83*	*6.55*
财务费用（万元）	-43	35	-83	78	-17	-36	-8	-53
财务费用/营业收入（%）	*-0.08*	*0.08*	*-0.18*	*0.15*	*-0.03*	*-0.08*	*-0.01*	*-0.05*
资产减值损失（万元）	161	-284	-1	37	-267	-56	-123	-323
其他经营收益（万元）	398	490	217	1028	598	1123	888	1721
营业利润（万元）	14464	10392	7427	7970	14697	8148	24856	22844
同比增长（%）	*28.61*	*30.47*	*73.60*	*24.53*	*1.64*	*-21.27*	*29.38*	*-7.92*
营业外收入（万元）	297	34	57	691	315	238	331	553
营业外支出（万元）	55	20	107	-24	21	26	75	46
利润总额（万元）	14707	10406	7377	8685	14991	8360	25113	23351
同比增长（%）	*30.45*	*30.73*	*72.54*	*34.47*	*1.93*	*-19.66*	*30.57*	*-7.01*
所得税（万元）	3692	2326	1885	2323	3793	2115	6018	5908
有效所得税率（%）	*25.11*	*22.35*	*25.55*	*26.75*	*25.30*	*25.30*	*23.97*	*25.30*
净利润（万元）	11014	8080	5492	6362	11198	6245	19094	17443
同比增长（%）	*30.50*	*35.62*	*80.12*	*37.38*	*1.67*	*-22.71*	*32.62*	*-8.65*
净利润率（%）	*20.28*	*18.54*	*11.54*	*12.50*	*21.56*	*13.58*	*19.51*	*17.82*
少数股东损益（万元）	0	25	-44	47	-17	-15	25	-32
归属于母公司股东净利润（万元）	11014	8055	5536	6315	11215	6260	19069	17475
同比增长（%）	*30.46*	*34.73*	*80.97*	*35.56*	*1.82*	*-22.28*	*32.23*	*-8.36*
扣非后归属净利润（万元）	*10503*	*7707*	*5411*	*5047*	*10560*	*5273*	*18210*	*15833*
同比增长（%）	*24.70*	*28.82*	*76.75*	*8.89*	*0.54*	*-31.59*	*26.42*	*-13.06*
基本每股收益（元）	0.453	0.331	0.163	0.186	0.329	0.184	0.780	0.513

资料来源：公司 1Q2017-1H2018 定期报告，WIND，海通证券研究所

表 6 莱绅通灵合并损益表及预测（20180822）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入（百万元）	1650.93	1963.56	2103.76	2444.44	2891.48
同比增长（%）	*10.74*	*18.94*	*7.14*	*16.19*	*18.29*
营业总成本					
营业成本（百万元）	757.82	893.38	967.86	1105.95	1290.67
毛利率（%）	54.10	54.50	53.99	54.76	55.36
营业税金及附加（百万元）	42.21	52.62	54.70	58.18	65.93
营业税金及附加/营业收入（%）	2.56	2.68	2.60	2.38	2.28
销售费用（百万元）	407.59	487.99	525.60	592.30	696.38
销售费用率（%）	24.69	24.85	24.98	24.23	24.08
管理费用（百万元）	131.41	148.78	157.53	167.23	182.10
管理费用率（%）	7.96	7.58	7.49	6.84	6.30
财务费用（百万元）	9.36	-0.14	-2.17	-3.79	-3.10
财务费用率（%）	0.57	-0.01	-0.10	-0.16	-0.11
资产减值损失（百万元）	3.35	-0.86	1.68	0.21	0.27
投资收益（百万元）	0.00	21.34	40.36	49.87	55.66
营业利润（百万元）	299.19	403.13	438.92	574.23	714.90
同比增长（%）	26.07	34.74	8.88	30.83	24.50
营业外收入（百万元）	2.30	10.79	18.14	15.21	16.98
营业外支出（百万元）	1.81	1.57	2.50	1.50	2.00
利润总额（百万元）	299.68	412.34	454.56	587.94	729.88
同比增长（%）	24.31	37.59	10.24	29.34	24.14
所得税费用（百万元）	78.90	102.27	113.64	144.04	178.82
有效所得税率（%）	26.33	24.80	25.00	24.50	24.50
净利润（百万元）	220.78	310.07	340.92	443.89	551.06
少数股东损益（百万元）	-0.61	0.28	-0.68	-0.25	-0.70
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	221.39	309.79	341.60	444.14	551.76
同比增长（%）	22.30	39.93	10.27	30.02	24.23
净利润率（%）	13.41	15.78	16.24	18.17	19.08
摊薄每股收益（元）	0.650	0.910	1.003	1.304	1.621

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 7 可比公司估值情况（倍，20180822）

简称	周大福	明牌珠宝	周大生	潮宏基
PE（2018E）	15	24	18	16
PS（2018E）	1.09	0.69	2.72	1.65

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）				
每股收益	0.91	1.00	1.30	1.62
每股净资产	6.71	7.72	9.02	10.64
每股经营现金流	0.47	0.70	0.59	0.94
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000
价值评估（倍）				
P/E	16.55	15.01	11.54	9.29
P/B	2.24	1.95	1.67	1.42
P/S	2.61	2.44	2.10	1.77
EV/EBITDA	11.81	11.61	8.35	6.10
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
盈利能力指标（%）				
毛利率	54.50%	53.99%	54.76%	55.36%
净利润率	15.79%	16.21%	18.16%	19.06%
净资产收益率	13.56%	13.00%	14.46%	15.23%
资产回报率	10.94%	10.39%	11.74%	12.32%
投资回报率	13.15%	13.39%	16.29%	19.24%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	18.94%	7.14%	16.19%	18.29%
EBIT 增长率	22.09%	4.54%	30.83%	26.04%
净利润增长率	40.44%	9.95%	30.21%	24.14%
偿债能力指标				
资产负债率	19.2%	20.1%	18.8%	19.1%
流动比率	4.89	4.72	5.10	5.07
速动比率	2.05	2.06	2.32	2.44
现金比率	4.00	—	—	—
经营效率指标				
应收帐款周转天数	29.14	29.25	29.19	29.22
存货周转天数	570.93	634.00	624.00	610.00
总资产周转率	0.74	0.69	0.69	0.70
固定资产周转率	24.64	29.05	39.72	57.95

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	309.48	340.92	443.89	551.06
少数股东损益	0.00	-0.68	-0.25	-0.70
非现金支出	43.48	11.11	14.79	13.30
非经营收益	-30.62	-55.28	-63.40	-70.45
营运资金变动	-160.88	-56.87	-195.40	-173.31
经营活动现金流	161.47	239.19	199.64	319.89
资产	-40.33	9.73	10.79	12.86
投资	-757.34	0.00	0.00	0.00
其他	15.16	-40.36	-49.87	-55.66
投资活动现金流	-782.52	-30.63	-39.08	-42.80
债权募资	34.29	-36.12	0.00	0.00
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-85.78	-0.72	-0.18	-0.19
融资活动现金流	-51.49	-36.83	-0.18	-0.19

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**1963.56**	**2103.76**	**2444.44**	**2891.48**
营业成本	893.38	967.86	1105.95	1290.67
毛利率%	54.50%	53.99%	54.76%	55.36%
营业税金及附加	52.62	54.70	58.18	65.93
营业税金率%	2.68%	2.60%	2.38%	2.28%
营业费用	487.99	525.60	592.30	696.38
营业费用率%	24.85%	24.98%	24.23%	24.08%
管理费用	148.78	157.53	167.23	182.10
管理费用率%	7.58%	7.49%	6.84%	6.30%
EBIT	380.79	398.07	520.77	656.40
财务费用	-0.14	-2.17	-3.79	-3.10
财务费用率%	-0.01%	-0.10%	-0.16%	-0.11%
资产减值损失	-0.86	1.68	0.21	0.27
投资收益	21.34	40.36	49.87	55.66
营业利润	**403.13**	**438.92**	**574.23**	**714.90**
营业外收支	9.21	15.64	13.71	14.98
利润总额	**412.34**	**454.56**	**587.94**	**729.88**
EBITDA	425.13	407.50	535.36	669.44
所得税	102.27	113.64	144.04	178.82
有效所得税率%	24.80%	25.00%	24.50%	24.50%
少数股东损益	0.28	-0.68	-0.25	-0.70
归属母公司所有者净利润	309.79	341.60	444.14	551.76

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	144.33	397.47	657.83	1046.75
应收款项	176.65	168.57	195.51	231.48
存货	1469.02	1682.85	1892.62	2159.17
其它流动资产	761.95	761.95	761.95	761.95
流动资产合计	2615.70	3077.29	3582.98	4287.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	77.63	76.63	74.63	71.63
在建工程	0.47	0.71	1.06	1.36
无形资产	24.74	26.64	20.04	16.26
非流动资产合计	215.21	211.68	200.01	189.10
资产总计	2830.90	3288.97	3782.99	4477.05
短期借款	36.12	0.00	0.00	0.00
应付账款	191.62	325.09	326.68	407.38
预收账款	30.50	28.00	35.25	40.09
其它流动负债	0.04	0.04	0.04	0.04
流动负债合计	535.45	652.60	702.74	845.74
长期借款	2.35	2.35	2.35	2.35
其它长期负债	6.99	6.99	6.99	6.99
非流动负债合计	9.35	9.35	9.35	9.35
负债总计	**544.80**	**661.95**	**712.08**	**855.08**
实收资本	340.47	340.47	340.47	340.47
普通股股东权益	2285.45	2627.05	3071.19	3622.95
少数股东权益	**0.65**	**-0.03**	**-0.28**	**-0.98**
负债和所有者权益合计	**2830.90**	**3288.97**	**3782.99**	**4477.05**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 22 日
资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭　　批发和零售贸易行业
李宏科　　批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　小商品城,欧亚集团,江苏国泰,鄂武商 A,当代明诚,拉芳家化,锦江股份,莱绅通灵,美高梅中国,首旅酒店,凯撒旅游,永辉超市,百联股份,中百集团,步步高,众信旅游,中国国旅,周大生,青岛金王,大东方,王府井,峨眉山 A,老凤祥,合肥百货,家家悦,红旗连锁,中青旅,利群股份,天虹股份,苏宁易购

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。