

周大福 (01929.HK) FY2015 中报点评



同店大幅放缓符合预期， 产业链控制力持续增强

中信证券研究部

2014 年 11 月 27 日

赵雪芹

电话: 021-20262131

邮件: zxq@citics.com

SAC 执业证书编号: S1010510120001

周羽

电话: 021-20262125

邮件: yu_zhou@citics.com

SAC 执业证书编号: S1010513070005

联系人: 边潇男

电话: 010-60836722

邮件: bianxiaonan@citics.com

投资评级

增持

(维持)

当前价: 10.4 港元

目标价: 11.0 港元

事项:

11 月 25 日周大福 (01929.HK) 披露 1H FY2015 (2014 年 4-9 月) 业绩。对此我们点评如下。

评论:

1H FY2015 (2014 年 4 月-9 月) 公司收入/股东应占净利分别为 293/27 亿港元, 分别同比-22.4%/-23.3%, EPS0.27 港元符合预期。2013 年抢金潮高基数下报告期公司同店-31.2% (其中内地/港澳: -20.4%/-40.9%), 是导致收入/业绩大幅下滑的主因。分品类看, 足金/镶嵌类同店-46.8%/+1.1%, 我们判断内地镶嵌品类受益 K 金占比提升趋势, 同店实现高个位数增长。报告期公司共净增新店 114 个 (其中内地 97 个), 门店总数达 2191 个, 其中直营店占比 67%。公司于 2014 年 8 月收购美国奢侈钻饰品牌 Hearts On Fire (523 家门店网络), 但报告期内对合并收入贡献甚微。

品类优化带动经调整的毛利率同比+3.3pcts 至 30.1%; 费用刚性上涨导致调整 EBIT 比率-2.0pcts; 但中国内地盈利能力明显改善。报告期内地镶嵌类高个位数同店增长带动该品类占比提升至 28.3% (1H FY2014: 17.6%), 足金占比降至 49.6% (1H FY2014: 65.2%)。品类优化带动经调整后的毛利率 (剔除未变现对冲损益) 同比+3.3pcts 至 30.1%。报告期内公司销售、分销及行政开支同比+3.7%, 收入下滑背景下期间费用率同比+5.0pcts 至 19.8%; 其中港澳商铺租金快速上涨/弱市营销投入增加导致租金/广告费用同比+30.9%/+24.1%。经调整的息税前利润 (EBIT) 率同比-2.0pcts 至 10.4%, 收入放缓、租金费用刚性上涨导致公司经营利润率显著下滑。但分区域看, 内地受益镶嵌类良好销售及专柜扣点弹性属性, 经营利润率同比+1.3pcts 明显改善。

销售下滑带动存货周转天数放缓至 373 天, 报告期经营现金流入 61.3 亿港元保持相对健康水平。存货管理机制改革提升渠道控制力, 为全面转型 OTO 奠定供应链基础。1H FY2015 足金销售大幅下滑背景下存货周转天数同比放缓 167 天至 373 天; 但公司通过有效库存管理仍实现 61.3 亿港元经营性净现金流入。公司本次宣布将优化存货管理机制, 保留对加盟渠道存货的所有权, 在终端门店完成销售后方确认批发收入 (此前为向加盟商发货时确认收入及存货所有权转移)。公司预计 FY2017 年底前全部加盟商将实行新存货机制。因批发收入确认时点延后, 测算减少过渡期 (FY2015-FY2017) 收入 60-70 亿港元。我们认为新存货模式虽短期带来批发渠道收入较大下滑, 但将中长期加强公司对加盟渠道控制力, 实现自营/加盟渠道一体化, 为全面转型 OTO 奠定供应链基础。

前景展望：预计 2HFY2015 展店约 100 家，同店降幅收窄至个位数，全渠道 OTO 快速推进、迪士尼效应提升中长期增长前景。我们预计公司下半年净增约 100 家门店，二三线城市将是未来扩张重点（1HFY2015 约 90% 新店开设于二三线地区）。随年底消费旺季到来，我们预计 2HFY2015 内地同店将转为低个位数正增长；港澳地区则受示威活动影响同店或将维持负双位数下滑。报告期公司线上零售额同比+47.6%，日均 UV 同比+39.1% 保持较快增长；周大福携其产业链强控制力及门店规模优势，预计 OTO 模式将助力电商收入占比快速提升（目前约 1%）。周大福为迪士尼大中华区唯一珠宝特许经营商，上海迪士尼于 2015 年底开业或将带动公司相关产品快速增长。

风险因素：

1) 开店进度不达预期；2) 金价大幅波动；3) 经济下滑超预期。

盈利预测、估值与投资评级：

公司 1HFY2015 同店大幅放缓符合预期，考虑 2HFY2015 港澳同店或受示威活动影响维持双位数下滑，且 FY2015-FY2017 中国内地批发收入在新存货管理模式延后确认影响（测算批发收入约减少 60-70 亿港元），我们下调 FY2015-17EPS 预测至 HK\$0.66/0.77/0.89（原为 HK\$0.76/0.91/1.01），2015-17 财年复合增速 16%。下调半年期目标价至 HK\$11.00（原为 HK\$13.00），对应 FY2015E 17X P/E，维持“增持”评级。

盈利预测简表

财年（截止于 3 月）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万港元）	57,434	77,407	70,755	80,915	92,169
增长(%)	1.5	34.8	-8.6	14.4	13.9
归属净利润（百万港元）	5,505	7,272	6,568	7,672	8,885
增长(%)	-13.2	32.1	-9.7	16.8	15.8
EPS (港元)	0.55	0.73	0.66	0.77	0.89
PER (x)	19	14	16	14	12
OCF/Share (HK\$)	1.00	-0.55	1.29	0.62	0.48
EV/EBITDA(x)	9	7	8	7	6
DPS (HK\$)	0.16	0.19	0.20	0.23	0.27

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 11 月 25 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
股票评级	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。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）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。**香港特区：**对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 无需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务未收到任何补偿或委托；(iii) 无雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

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》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。

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。

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 2014 版权所有。保留一切权利。