

内地明显改善，港澳持续低迷

2015年4月17日

事项:

❖ 周大福 (01929.HK) 公布 4QFY2015 (即 2015 年一季度) 销售数据, 我们对此简评如下:

评论:

- ❖ **4QFY2015 销售总额同比-9%; 整体同店-16%环比略有改善, 镶嵌及足金品类同店降幅均有所收窄。** 4QFY2015 公司销售总额-9% (其中内地/港澳-3%/-21%), 整体同店-16%环比 (3QFY2015: -18%) 略有改善。分品类看, 镶嵌类/足金同店分别-6%/-19% (3QFY2015: -12%/-21%) 降幅均有所收窄。预计 FY2015 全年同店约-24%, 其中镶嵌/足金分别-4%/-32%; 镶嵌占比上升至 27% (FY2014: 约 21%), 足金占比降至 53%左右 (FY2014: 61%)。FY2015 全年净增门店 180 家, 门店总数达 2257 家 (其中约 70%直营)。
- ❖ **4QFY2015 内地同店-9%, 降幅环比明显收窄。** 4QFY2015 中国内地同店-9%, 环比 3QFY2015 (-15%) 明显改善。足金同店-10%, 2013 年抢金潮高基数消退带动降幅环比 3QFY2015 (-15%~-20%) 收窄; 镶嵌类同店+3%保持稳健增长 (3QFY2015: +3%~+5%)。根据国家统计局数据, 3 月内地珠宝行业同比+19.3%景气显著回升, 我们预计 FY2016 公司内地销售有望继续快速改善。
- ❖ **4QFY2015 港澳地区同店-26%延续低迷, 镶嵌类/足金同店分别-17%/-32%。** 港澳地区受自由行政收紧、内地反腐等因素带来客流减少影响延续低迷趋势, 同店-26%环比未见改善 (3QFY2015: -21%)。分品类看, 镶嵌类/足金同店分别-17%/-32%延续双位数下滑。展望 FY2016, 我们预计港澳地区在低基数下同店或将底部趋稳。
- ❖ **前景展望: 预计 FY2016 展店 150~200 家, 内地同店重回中高个位数稳健增长; 港澳地区底部趋稳, 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 FY2016 净增 150~200 家门店, 二三线城市将是未来扩张重点 (FY2015 约 90%新店开设于二三线地区)。在高基数消退及消费升级背景下, 我们预计 FY2016 内地同店将重回中高个位数正增长; 港澳地区有望底部趋稳。周大福携其产业链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 1%~2%)。周大福为迪士尼大中华区唯一珠宝特许经营授权商, 上海迪士尼于 2016 年春开业或将带动公司相关产品快速增长。
- ❖ **风险提示。** 1) 开店进度不达预期; 2) 香港客流下滑超预期; 3) 内地经济下滑超预期。
- ❖ **盈利预测、估值级投资评级。** 考虑港澳地区同店持续大幅下滑, 我们下调公司 FY2015-17 盈利预测至 HK\$0.56/0.63/0.71 (原为 HK\$0.66/0.77/0.89), 分别-23%/+12%/+13%。下调目标价至 HK\$10.00, 对应 FY2016E 16X P/E, 维持“增持”评级。周大福内地销售数据 (K 金镶嵌品类较快增长) 可反映行业情况, A 股持续看好轻奢时尚龙头潮宏基受益消费升级和品牌并购的市值成长空间。

财年 (截止于 3 月)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万港元)	57,434	77,407	65,319	73,412	82,711
增长 (%)	1.5	34.8	-15.6	12.4	12.7
归属净利润 (百万港元)	5,505	7,272	5,629	6,324	7,148
增长 (%)	-13.2	32.1	-22.6	12.4	13.0
EPS (港元)	0.55	0.73	0.56	0.63	0.71
PER (x)	19	14	16	14	12
OCF/Share (港元)	1.00	-0.55	1.20	0.48	0.30
EV/EBITDA(x)	9	7	6	6	5
DPS (港元)	0.16	0.19	0.17	0.19	0.21

资料来源: 中信量化投资分析系统 注: 股价为 2015 年 4 月 15 日收盘价



增持 (维持)

当前价: 8.70 港元

目标价: 10.0 港元

中信证券研究部

周羽

电话: 021-20262125

邮件: yu_zhou@citics.com

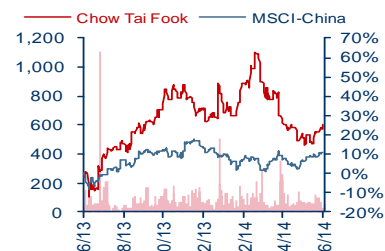
执业证书编号: S1010513070005

联系人: 边潇男

电话: 010-60836722

邮件: bianxiaonan@citics.com

相对指数表现



资料来源: 中信量化投资分析系统

相关研究

1. 《周大福 (1929.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》.2015-11-27
2. 《Chow Tai Fook Jewellery Group Limited (01929.HK)—2014 results meet expectation; Tough SSSG in 1HFY15E》.2014-6-18
3. 《Chow Tai Fook (1929.HK) Initial Coverage Report - Top Jewellery Retailer in Greater China》. 2014-1-22

利润表						资产负债表					
(百万港元)						(百万港元)					
科目	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016E	FY2017E	科目	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016E	FY2017E
收入	57434	77407	65319	73412	82711	现金	8,305	9,967	11,891	13,744	15,412
营业成本	(41151)	(56255)	(45070)	(50654)	(57070)	存货	27,315	42,544	34,614	36,650	41,000
毛利额	16283	21152	20249	22758	25640	应收款	3,973	4,873	4,572	5,139	5,790
其他业务收入	(1)	(38)	(196)	(220)	(248)	其他流动资产	185	171	194	188	210
销售+管理费用	(9181)	(12207)	(13007)	(14748)	(16647)	流动资产	39,777	57,554	51,272	55,722	62,412
营业利润	7358	9170	7382	8210	9267	固定资产	2,155	3,054	3,234	3,590	3,607
财务费用	(330)	(223)	(256)	(186)	(191)	长期股权投资	37	47	37	41	44
税前利润	7095	9163	7253	8150	9211	无形资产	0	0	0	0	0
所得税	(1417)	(1714)	(1451)	(1630)	(1842)	其他非流动资产	1,250	1,161	1,286	1,238	1,135
净利润	5678	7449	5803	6520	7369	非流动资产	3,442	4,263	4,558	4,869	4,787
归属净利润	5505	7272	5629	6324	7148	总资产	43,219	61,817	55,830	60,590	67,198
少数股东损益	173	177	174	196	221	短期借款及借入	5,836	17,086	9,505	9,137	9,961
0	0	0	0	0	0	应付款	2,105	4,357	2,254	2,533	2,854
EBITDA	7865	9806	8133	8712	9903	其他流动负债	472	1,064	479	538	608
EBIT	7358	9170	7382	8210	9267	流动负债	8,413	22,507	12,237	12,207	13,422
EPS-basic	0.55	0.73	0.56	0.63	0.71	长期借款	0	0	0	0	0
						其他长期负债	945	858	855	852	849
						长期负债	945	858	855	852	849
						总负债	9,358	23,365	13,092	13,059	14,271
						总资本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
						资本公积	22,926	27,173	31,284	35,883	41,057
						母公司股东权益	32,926	37,173	41,284	45,883	51,057
						少数股东权益	935	1,279	1,453	1,649	1,870
						股东权益和负债总额	43,219	61,817	55,830	60,590	67,198

现金流量表						主要财务指标					
(百万港元)											
科目	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016E	FY2017E	科目	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016E	FY2017E
税前利润	7,095	9,163	7,253	8,150	9,211	增速 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借入公允价值变动损益	(225)	0	127	151	(295)	收入	1.5	34.8	-15.6	12.4	12.7
折旧摊销	507	637	751	503	636	营业利润	-13.4	24.6	-19.5	11.2	12.9
营运资本变动	3,794	(13,286)	5,542	(2,265)	(4,610)	净利润	-13.2	32.1	-22.6	12.4	13.0
其他调整	(1,141)	(2,031)	(1,630)	(1,736)	(1,942)	利润率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动现金流	10,030	(5,518)	12,043	4,803	3,000	毛利率	28.4	27.7	29.0	29.2	29.1
资本开支	(1,215)	(1,010)	(940)	(850)	(630)	EBIT Margin	12.8	11.8	11.3	11.2	0.0
联营企业收益	10	0	0	0	0	EBITDA Margin	13.7	12.7	12.5	11.9	12.0
出售资产利得	19	0	0	0	0	净利润率	9.6	9.4	8.6	8.6	8.6
其他调整	73	126	(208)	(41)	(39)	收益率 (%)					
投资活动现金流	(1,113)	(884)	(1,148)	(891)	(669)	ROE	16.7	19.6	13.6	13.8	14.0
发行股份	0	0	0	0	0	ROA	13.14	12.05	10.39	10.76	10.97
银行借款	(8,722)	0	(7,708)	(519)	1,119	其他 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(1,710)	(1,900)	(1,689)	(1,897)	(2,144)	负债率	NC	19.2	NC	NC	NC
其他调整	(191)	223	256	186	191	有效税率	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
融资活动现金流	(10,623)	(1,677)	(9,141)	(2,230)	(834)	股息支付率	29.1	26.1	30.0	30.0	30.0
净现金变动	(1,683)	(7,789)	1,925	1,853	1,668						

资料来源：中信量化投资分析系统

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：(i) 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。(ii) 本期报告涉及股票潮宏基（代码：002345），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。本期研究报告系公司研究员根据潮宏基公开信息所做的独立判断。

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。