

香港：专营零售

2015年04月16日

投资建议：
持有-落后同业 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**0.0%**

 日期 **2015/04/15**

收盘价	HK\$8.80
十二个月目标价	HK\$8.80
前次目标价	HK\$8.80
香港恒生指数	27,618.8

信息更新：

- ▶ 昨日（4月15日）周大福公布2015财年4季度销售数据，同店销售额同比下滑16%。
- ▶ 2015财年4季度整体销售表现符合本中心预期。

本中心观点：

- ▶ 2015财年4季度周大福同店销售额降幅有企稳的迹象，环比收窄2个百分点。然而，4月至今公司同业的香港业务未出现明显好转。
- ▶ 维持“持有-落后同业”评级。

公司简介： 周大福是中国内地和香港领先的珠宝和钟表零售商。

股价相对香港恒生指数表现



市值	HK\$88,000.0 百万元
六个月平均日成交量	HK\$31.6 百万元
流通在外股数(百万股)	10,000.0
自由流通股数比例	10.7%
大股东；持股比例	周大福控股, 89.3%
净负债比率 (2015F)	3.5%
每股净值 (2015F)	HK\$4.01
市净率 (2015F)	2.20 倍

简明损益表(HK\$百万元)

年初至03月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	77,407	65,115	68,982	76,090
营业利润	9,255	7,555	8,986	10,497
税后净利润*	7,272	5,772	6,857	8,014
每股收益(元)	0.73	0.58	0.69	0.80
每股收益年增长率(%)	32.1	(20.6)	18.8	16.9
每股股利(元)	0.36	0.29	0.34	0.40
市盈率(倍)	12.1	15.2	12.8	11.0
股利收益率(%)	4.1	3.3	3.9	4.6
净资产收益率(%)	20.1	14.4	15.8	16.9

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

周大福珠宝 (1929 HK)

2015 财年 4 季度销售额符合预期

我们维持周大福“持有-落后同业”评级，考虑到4月至今，公司同业六福（590 HK；未评级）的香港销售表现未有明显复苏，我们认为目前无充分证据表明全行业销售有所回升。尽管周大福2015财年4季度同店销售额同比下滑16%，我们暂维持预估值不变，因为本中心2015财年预估净利润较市场预期低6%。周大福股价对应2016财年预期市盈率12.8倍，略高于六福的8.2倍（市场预期），但我们认为周大福应较六福享有估值溢价，因为其业务模式风险更低。

香港/澳门市场拖累2015财年4季度销售表现：该季香港和澳门市场同店销售额同比下滑26%。黄金产品同店销售额同比下滑32%，主要因销量减少。中国市场表现相对较好，同店销售额下滑9%，由于公司推出更多低价产品，中国市场镶嵌式珠宝产品同店销售同比增长3%。

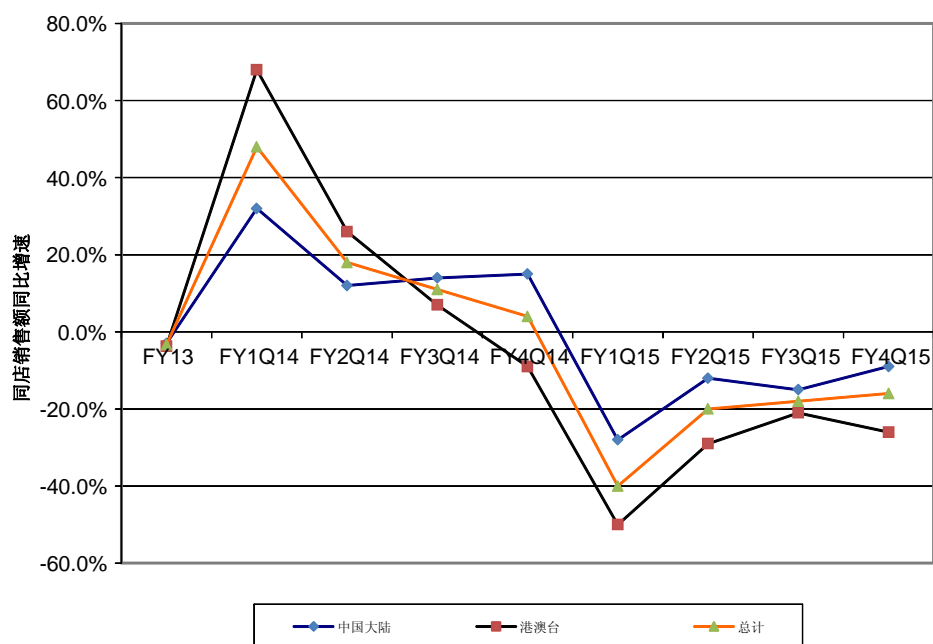
2015 财年 4 季度表现优于同业。周大福的同店销售额数据好于六福（分别同比下滑16%/20%），原因是疲弱的香港和澳门市场占周大福的业务比重较低（2015财年上半年香港和澳门市场占周大福/六福销售额的42%/75%）。春节假期期间，周大福的同店销售额亦高于六福。

2015 财年门店净增加步伐慢于预期：周大福2015财年新增的180家门店几乎全部位于中国大陆。门店净增加数不及之前管理层设定的目标200家。鉴于公司同店销售额负增长且高端珠宝需求平平，我们认为审慎扩张是合理的经营战略。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1：周大福同店销售额走势



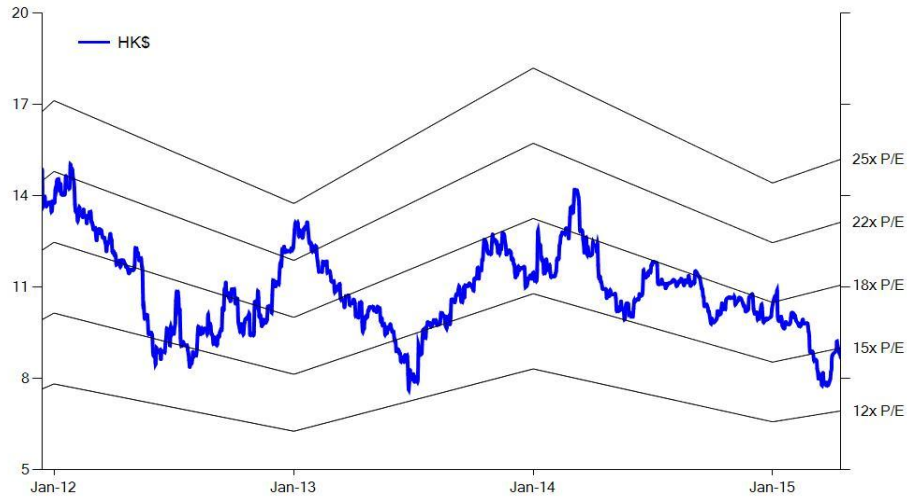
资料来源：公司资料，元大

图 2：2015 财年 4 季度周大福与六福销售额比较

	周大福 (1929 HK)	六福 (590 HK)	备注
中国			
黄金珠宝	-10%	-10%	同期金价同比下降 6%。
镶嵌式珠宝	3%	11%	周大福平均售价较高导致销售表现相对疲弱。
整体	-9%	-5%	六福表现更佳主要因镶嵌式珠宝需求升温。
港澳			
黄金珠宝	-32%	-22%	周大福比较基数不利。
镶嵌式珠宝	-17%	-22%	消费者消费降级对周大福影响更大，因其平均售价较高。
整体	-26%	-22%	周大福销售数据相对欠佳，系因黄金珠宝销售额疲弱。
总计			
黄金珠宝	-19%	-21%	六福的整体表现受到公司港澳市场业务占比较大的不利影响（2015 财年上半年为 75%，而周大福为 42%）。
镶嵌式珠宝	-6%	-20%	原因同上
整体	-16%	-20%	原因同上

资料来源：公司资料，元大

图 3:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 4:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 03 月 (HK\$ 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	8,355	9,993	9,996	10,757	10,562
存货	27,315	42,544	38,084	40,304	44,451
应收帐款及票据	3,000	3,146	1,784	1,890	2,085
其他流动资产	1,107	1,871	1,772	1,869	2,047
流动资产	39,777	57,554	51,636	54,820	59,145
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,155	3,054	5,897	7,197	8,497
什项资产	1,287	1,209	1,209	1,209	1,209
其他资产	3,442	4,263	7,106	8,406	9,706
资产总额	43,219	61,817	58,742	63,226	68,850
应付帐款及票据	249	1,234	508	537	593
短期借款	5,836	17,086	11,440	11,673	12,194
什项负债	2,328	4,187	4,375	4,901	5,630
流动负债	8,413	22,507	16,322	17,111	18,416
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	945	858	903	957	1,022
长期负债	945	858	903	957	1,022
负债总额	9,358	23,365	17,225	18,068	19,438
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
资本公积	9,699	10,041	10,041	10,041	10,041
保留盈余	13,227	17,133	20,019	23,447	27,454
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	32,926	37,173	40,060	43,488	47,495

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 03 月 (HK\$ 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	5,505	7,272	5,772	6,857	8,014
折旧及摊提	508	666	799	959	1,150
本期营运资金变动	3,499	(13,295)	5,382	(1,866)	(3,736)
其他营业资产	(1,405)	(1,546)	(1,444)	(1,757)	(2,060)
营运活动之现金流量	8,108	(6,904)	10,510	4,192	3,368
资本支出	(1,084)	(1,356)	(3,750)	(1,300)	(1,365)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	(29)	(371)	100	104	106
投资活动之现金流量	(1,113)	(1,727)	(3,650)	(1,196)	(1,259)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	(8,017)	5,297	0	0	0
其他调整数	(2,606)	2,924	(8,360)	(3,943)	(4,238)
融资活动之现金流量	(10,623)	8,221	(8,360)	(3,943)	(4,238)
本期产生现金流量	(3,627)	(410)	(1,500)	(948)	(2,128)
自由现金流量	6,995	(8,631)	6,860	2,995	2,110

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 03 月 (HK\$ 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	57,434	77,407	65,115	68,982	76,090
销货成本	(41,151)	(56,255)	(46,336)	(49,037)	(54,083)
营业毛利	16,283	21,152	18,780	19,945	22,007
营业费用	(9,182)	(12,245)	(11,625)	(11,407)	(12,012)
营业利润	7,317	9,255	7,555	8,986	10,497
利息收入	108	134	100	104	106
利息费用	(330)	(223)	(186)	(192)	(204)
利息收入净额	(222)	(89)	(87)	(88)	(98)
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	0	(3)	(6)	(7)	(7)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	7,095	9,163	7,462	8,892	10,392
所得税费用	(1,417)	(1,714)	(1,511)	(1,823)	(2,130)
税后净利润	5,505	7,272	5,772	6,857	8,014
税前息前折旧摊销前净利	7,825	9,921	8,353	9,945	11,647
每股收益 (HK\$)	0.55	0.73	0.58	0.69	0.80
每股收益 - 调整员工分 红 (HK\$)	0.55	0.73	0.58	0.69	0.80

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 03 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	1.5	34.8	(15.9)	5.9	10.3
营业利润	(13.1)	26.5	(18.4)	19.0	16.8
税前息前折旧摊销前净	(11.3)	26.8	(15.8)	19.1	17.1
税后净利润	(13.2)	32.1	(20.6)	18.8	16.9
每股收益	(19.60)	32.09	(20.62)	18.78	16.88
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	28.4	27.3	28.8	28.9	28.9
营业利润率	12.7	12.0	11.6	13.0	13.8
税前息前 折旧摊销前净利率	13.6	12.8	12.8	14.4	15.3
税后净利润率	9.6	9.4	8.9	9.9	10.5
资产报酬率	12.5	14.2	9.9	11.6	12.5
净资产收益率	17.4	20.1	14.4	15.8	16.9
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	17.2	44.4	27.6	25.8	24.7
净现金(负债)权益比(%)	7.4	(18.5)	(3.5)	(2.1)	(3.3)
利息保障倍数 (倍)	22.5	42.1	41.1	47.4	51.9
利息及短期债	1.2	0.5	0.7	0.8	0.9
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	24.6	N.A.	56.4	21.9	16.5
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	1.3	N.A.	0.9	0.4	0.3
流动比率 (倍)	4.7	2.6	3.2	3.2	3.2
速动比率 (倍)	1.5	0.7	0.8	0.8	0.8
净负债 (HK\$ 百万元)	(2,519)	7,093	1,444	916	1,632
每股净值 (HK\$)	3.29	3.72	4.01	4.35	4.75
评价指标 (倍)					
市盈率	16.0	12.1	15.2	12.8	11.0
股价自由现金流量比	12.6	(10.2)	12.8	29.4	41.7
市净率	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9
股价税前息前折旧摊销 前净利比	11.2	8.9	10.5	8.8	7.6
股价营收比	1.5	1.1	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构的看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

周大福珠宝 (1929 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/11/12	9.98	13.50	13.50	买入	朱家杰
2	2013/01/11	12.84	13.90	13.90	持有-超越同业	朱家杰
3	2013/03/05	11.00	13.90	13.90	买入	朱家杰
4	2013/04/23	10.14	12.50	12.50	买入	朱家杰
5	2013/06/18	8.66	10.50	10.50	买入	朱家杰
6	2013/10/30	12.60	14.00	14.00	买入	朱家杰
7	2014/04/09	12.54	14.30	14.30	买入	朱家杰
8	2014/06/17	11.02	12.90	12.90	买入	朱家杰
9	2014/09/18	10.84	12.90	12.90	买入	朱家杰
10	2014/11/26	10.42	12.40	12.40	买入	朱家杰
11	2015/01/09	11.00	10.50	10.50	持有-落后同业	朱家杰
12	2015/02/27	9.52	8.80	8.80	持有-落后同业	朱家杰

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	194	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	53	13%
卖出	9	2%
评估中	45	11%
限制评级	5	1%
总计:	415	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。
限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼