

## 持有

2015年3月24日

### 高端产品疲弱拖累销售，中端维持平稳增速，维持持有评级

- **14年销售额同比增 10.4%，净利润同比增 25.9%**：公司14年的销售额同比增 10.4%至 147.6 亿元人民币。期内，公司整体的毛利率同比提升 1.4 个百分点至 28.6%；若剔除丰溢毛利贡献，公司毛利率则同比跌 0.7 个百分点至 22.8%，主要受制于高档表大力促销影响。股东应占溢利同比增 25.9%至 5 亿元人民币。
- **期内回顾**：1) 期内，中国大陆的整体同店销售微跌 0.8%，其中高端及中端产品的同店增速分别为-6.5%（高端产品的同店增速较上半年的-1.1%进一步恶化）及 2.2%；香港地区受“占中”影响及整体奢侈品销售疲软的拖累，期内销售额同比下滑 17.7%至 26 亿元。2) “丰溢”于期内的销售额同比增 55%至 15.8 亿元人民币，占整体销售额的 10.7%，主要是旗下“百货”比重的减少（原有占比 15%），提升珠宝产品的销售比重推动销售单价的提升，另一方面其毛利率亦受惠于产品结构的变化提升 4.6 个百分点至 76.6%，唯销售开支较高，主要是由于香港游客团的竞争激烈，导致导游佣金提成攀升，拖累集团整体的经营利润率水平。3) 集团整体存货周转天数较去年年底增加 10 天至 227 天，主要受香港库存周转放缓的拖累（较去年年底增加 60 天至 270 天），而中国地区仍维持 150 天库存周转，公司已对高端产品的补货机制进行相应调整。
- **15年展望**：1) 中国的销售增速仍将来自中端产品的带动，目前中端产品的销售仍有增长，而高端产品预计将持续乏力，今年维持 30-40 间门店的新增目标；香港高端市场的恢复仍需时日，因此料香港市场仍将拖累集团增速。2) “丰溢”1、2 月的销售理想，同时毛利率持续受惠于产品结构的调整（珠宝及自有品牌手表的比重增加）而进一步提升，我们预计集团毛利率仍有提升空间，但费用开支亦有相当压力，拖累利润率水平。3) 公司逐步提升售后服务、自由品牌及配套延伸产品的比重，于三年内将现有占销售比重的 3%提升至 8%-10%，料将对集整体的利润率水平有正面影响。
- **目标价 1.4 港元，维持持有评级**：钟表销售的恢复仍需时日，中端产品的平稳增速难抵高端产品的持续疲弱。我们以 15 年 10 倍市盈率给予公司目标价 1.4 港元，目标价较前日收市价有 0.7%的上升空间，维持持有评级。

**程成**
**852-25321960**
**Tracy.cheng@firstshanghai.com.hk**

### 主要数据

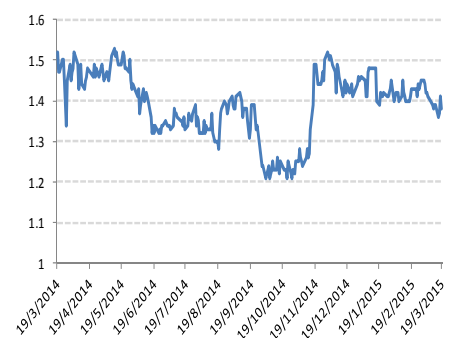
行业	钟表珠宝
股价	1.39 港元
目标价	1.4 港元 (+0.7%)
股票代码	3389
已发行股本	47.84 亿股
市值	66.5 亿港元
52 周高/低	1.62/1.18 港元
每股净现值	1.25 元人民币
主要股东	Best Growth (32.06%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013年实际	2014年实际	2015年预测	2016年预测	2017年预测
营业额(人民币百万)	13,375	14,764	16,381	18,319	20,567
变动	10.4%	10.4%	10.9%	11.8%	12.3%
净利润(人民币百万)	400	504	505	570	652
实际净利润(人民币百万)	514	483	505	570	652
每股盈利(人民币元)	0.08	0.11	0.11	0.12	0.14
变动	-52.9%	26.1%	0.2%	12.8%	14.5%
实际每股盈利(人民币元)	0.11	0.10	0.11	0.12	0.14
变动	-34.2%	-5.9%	4.6%	12.8%	14.5%
市盈率(倍)	14	11	11	10	8
每股股息(人民币元)	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04
息率(%)	2.21	2.83	2.80	3.16	3.61

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日						人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
<b>经常性营业收入</b>	13,375	14,764	16,381	18,319	20,567	<b>盈利能力</b>					
毛利	3,644	4,225	4,753	5,342	6,045	毛利率(%)	27.2%	28.6%	29.0%	29.2%	29.4%
其他收入	34	127	115	128	144	EBIT利润率(%)	7.2%	7.0%	6.7%	6.5%	6.4%
销售费用	-2,376	-2,926	-3,358	-3,810	-4,340	EBITDA利润率(%)	8.3%	8.0%	7.6%	7.3%	7.2%
管理费用	-327	-395	-410	-476	-535	净利润率(%)	3.0%	3.4%	3.1%	3.1%	3.2%
其他收入/(支出)	-5.6	2.4	0.0	0.0	0.0	<b>营运表现</b>					
<b>营业利润</b>	969	1,033	1,100	1,183	1,314	实际税率(%)	30.4%	27.7%	28.0%	28.0%	28.0%
财务开支	-291	-226	-287	-266	-264	库存天数	223	224	220	217	215
联营公司	-4.6	-0.1	-1.5	-1.7	-1.8	应付账款天数	85	80	83	83	83
<b>税前盈利</b>	673	807	812	916	1,048	应收账款天数	37	37	35	33	33
所得税	-204	-224	-227	-256	-294	销售及管理费用占比(%)	20.2%	22.5%	23.0%	23.4%	23.7%
少数股东应占利润	-68	-79	-79	-90	-102	股息支付率(%)	30.0%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>净利润</b>	400	504	505	570	652	<b>财务状况</b>					
<b>实际净利润</b>	514	483	505	570	652	负债/权益	1.19	1.04	1.02	0.89	0.94
折旧及摊销	138	153	146	156	167	总收入/资产	1.04	1.15	1.18	1.29	1.29
<b>EBITDA</b>	1,107	1,186	1,246	1,340	1,481	总资产/股本	2.29	2.15	2.14	2.04	2.12
<b>增长</b>						盈利对利息倍数	1.4	2.2	1.8	2.1	2.5
总收入(%)	10.4%	10.4%	10.9%	11.8%	12.3%						
EBIT(%)	-33.9%	6.6%	6.5%	7.6%	11.1%						
EBITDA(%)	-29.9%	7.2%	5.0%	7.5%	10.6%						
净利润(%)	-53.2%	25.9%	0.2%	12.8%	14.5%						
实际净利润(%)	-34.6%	-6.0%	4.6%	12.8%	14.5%						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日						人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测		2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	2,186	1,968	2,276	1,641	2,270	<b>税前利润</b>	673	807	812	916	1,048
应收账款	1,367	1,616	1,504	1,826	1,913	折旧及摊销	138	153	146	156	167
存货	6,329	6,613	7,396	8,052	9,084	营运资金变化	-481	-651	133	-1,169	-224
其他流动资产	100	113	113	113	113	其他	285	129	181	201	227
<b>总流动资产</b>	9,981	10,310	11,289	11,633	13,380	所得税	-204	-224	-227	-256	-294
<b>非流动资产</b>						<b>营运现金流</b>	411	214	1,044	-153	924
固定资产	1,695	1,446	1,456	1,456	1,445	资本开支	-120	-130	-150	-150	-150
无形资产	950	889	900	910	921	收购业务及附属公司	-303	0	0	0	0
可供出售之投资	0	0	0	0	0	其他投资活动	-48	45	30	39	50
共同控制公司	138	55	55	55	55	<b>投资活动现金流</b>	-471	-85	-120	-111	-100
其他	68	144	144	144	144	贷款变化	-311	-329	-386	-200	0
<b>总资产</b>	12,833	12,844	13,845	14,198	15,945	发行股票净额	0	0	0	0	0
<b>短期负债</b>						股息	-238	-153	-152	-171	-196
短期银行借款	1,355	992	800	800	800	其他融资活动	-46	-16	-78	0	0
应付帐款	2,359	2,240	3,045	2,853	3,748	<b>融资活动现金流</b>	-595	-499	-616	-371	-196
其他应付款	19	26	26	26	26	<b>现金变化</b>	-655	-370	308	-635	629
其他短期资产	0	173	95	95	95	汇率影响	-29	0	0	0	0
<b>总短期负债</b>	3,732	3,431	3,966	3,774	4,668	期初持有现金	2,870	2,186	1,968	2,276	1,641
长期银行贷款	461	495	300	100	100	期末持有现金	2,186	1,968	2,276	1,641	2,270
其他长期负债	2,456	2,290	2,301	2,301	2,301						
<b>总负债</b>	6,649	6,215	6,566	6,175	7,069						
少数股东权益	585	646	725	815	917						
<b>股东权益</b>	5,599	5,983	6,462	6,951	7,510						
<b>负债权益合计</b>	12,833	12,844	13,845	14,198	15,945						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。