

周大福 (1929 HK)

持有(下调)

目标价格: 7.56 港元

曹阳

证监会中央编号 BHN783

kiaracao@gfgroup.com.hk

+852 3719 1231

广发证券(香港)经纪有限公司
 香港德辅道中189号
 李宝椿大厦29-30楼

宏观不确定性利空零售气氛，下半年同店销售增速存在下行压力

业务增长动力持续，港澳地区同店销售增速强劲 集团 2018/19 财年上半年收入同比上升 20%，中国内地同店销售增速 4.9%（主要受到黄金产品的带动），港澳地区同店销售增速 24.4%（黄金、K 金和镶嵌珠宝均表现良好，其中黄金产品尤为突出）。黄金销售表现亮眼的主要原因是期内金价低位波动，刺激了消费者对黄金的需求。由于产品组合中毛利率较低的黄金占比上升，集团期内经调整后的毛利率从去年同期的 28.7% 小幅下跌至 28.1%，不过主要经营利润率从去年同期的 9.7% 小幅提升至 10.1%。

零售网络扩张提速，深耕内地三线及以下城市 截至 2018 年 9 月 30 日，集团的多品牌零售网络扩大至 2822 个零售点。2018/19 财年上半年净增加 237 个零售点，其中周大福珠宝零售点净增加 220 个，主要是位于内地三线及以下城市的加盟店，集团上调全年净开店数量至 400 个（此前计划经开店 300 个）。MONOLOGUE 和 SONILOVE 品牌 19 财年计划分别净开店 40 个。港澳地区上半年零售点总数量没有变化，但管理层计划下半年零售点会净增加一个。长期来看，在港澳市场几乎接近饱和的背景下，集团以内地市场为重心的多品牌策略既有利于扩大市场占有率，又降低了客户群体过于单一的风险。因此，我们看好多品牌策略的发展潜力。

宏观不确定性影响消费气氛，下半年同店销售增速下行压力大 中美贸易战、人民币贬值以及股市疲软对市场消费气氛的负面影响逐步体现。管理层表示，同店销售增速方面，十月至今港澳地区较二季度出现放缓，内地市场呈现中高单位数下跌。分月份来看，十一月表现比十月更弱，预期十二月同店销售增速可能持平或出现低单位数下跌。管理层维持对 2018/19 财年全年的同店销售增速指引，即港澳地区高单位数至低双位数增长，内地低单位数增长。我们认为，和内地市场相比，贸易战和人民币贬值等宏观不确定性因素对港澳地区的影响会更加明显，因为 1) 人民币贬值抑制了内地旅客赴港消费的意欲，而内地旅客一直都是港澳零售业的主要推动力；2) 港澳地区去年四季度的基数较高（+17%）。整体来看，2018/19 财年下半年同店销售增速下行压力较大。

股价表现



资料来源: 彭博

下调评级至持有，下调目标价至 7.56 港元 基于以上分析，我们下调 2019 财年港澳地区同店销售增速至 8%（此前预期+10%），维持中国内地同店销售增速 3% 不变，全年收入因此下调至 655 亿港元（此前预期 662 亿港元）。受惠于低金价，上半年黄金销售畅旺，我们认为在强美元的压力下半年金价大幅反弹的可能性不大，因此上调 19 财年黄金收入比重至 63%（此前预期 61%），镶嵌珠宝收入比重下降至 21%（此前预期 22%），产品结构的变化令整体毛利率略微下降 0.4pp 至 27%。基于以上调整，我们调低 2019 财年 EPS 至 0.42 港元，使用 18xPE 估值（考虑到宏观不确定性因素对零售市场的潜在冲击，19 财年估值应该较其历史均值 19x PE 存在一定折让），得到目标价 7.56 港元，下调评级至持有。

主要数据

11月29日收市价(港元)	6.77
已发行股数(百万股)	10,000
主要股东	郑氏家族
市值(十亿港元)	6.77
三个月平均成交量(百万股)	4.6
52周高/低(港元)	11.12/6.45

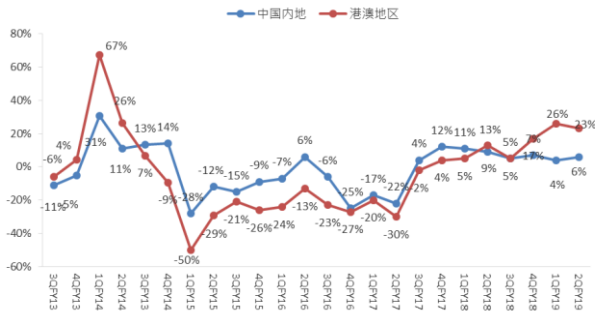
资料来源: 彭博

公司估值

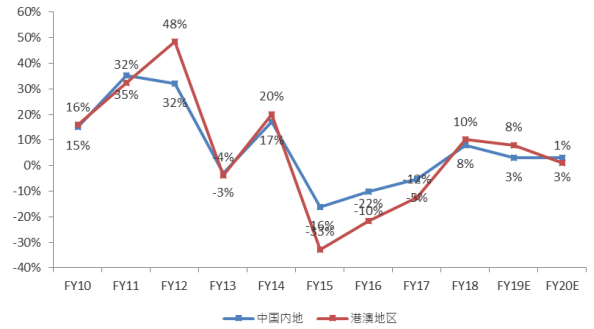
3月31日	收入(百万	净利润(百	每股盈利(港元)	同比(%)	市盈率	股息率(%)	每股净值	市净率	ROE
年结	港元)	万港元)					(港元)		(%)
2016	56,591	2,941	0.294	-46	29.2	9.3	3.5	2.5	7.9
2017	51,246	3,055	0.306	4	28.1	5.9	3.2	2.7	9.2
2018E	59,156	4,095	0.409	34	21.0	6.6	3.3	2.6	12.6
2019E	65,546	4,783	0.417	2	16.2	5.2	3.3	2.0	13.1
2020E	70,253	5,105	0.518	24	13.1	3.6	3.5	1.9	15.1

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 1: 季度同店销售增速

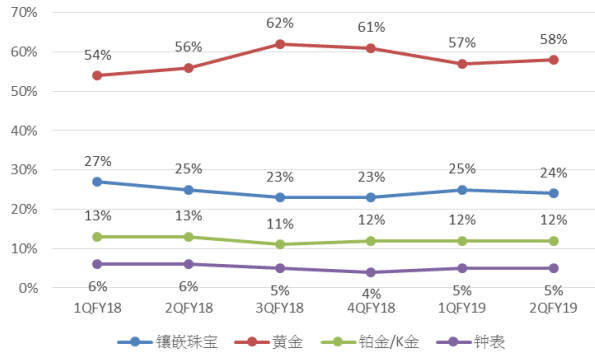


图表 2: 年度同店销售增速

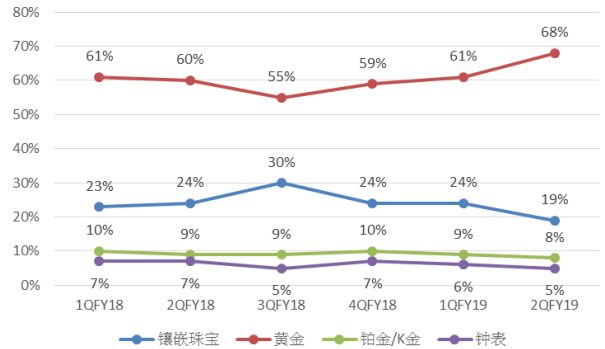


资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 3: 内地市场分品类同店销售表现

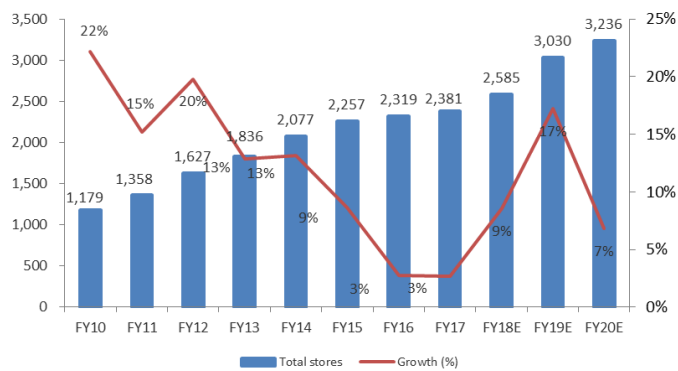


图表 4: 港澳市场分品类同店销售表现



资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 5: 店铺总数量



资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 6:珠宝公司同店销售增速对比

季度	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
平均金价(美元)	1,259	1,335	1,217	1,218	1,259	1,279	1,277	1,329	1,335	1,303
金价同比变化(%)	5%	19%	10%	3%	0%	-4%	5%	9%	5%	5%
人民币兑港元汇率	1.188	1.164	1.136	1.127	1.135	1.172	1.180	1.231	1.231	1.170
同比变化(%)					-4%	1%	4%	9%	8%	0%
周大福(1929 HK)										
中国内地	-17%	-22%	4%	12%	11%	9%	5%	7%	4%	6%
港澳	-20%	-30%	-2%	4%	5%	13%	5%	17%	26%	23%
六福(590 HK)										
中国内地	-24%	-37%	-10%	2%	5%	17%	1%	16%	22%	14%
港澳	-24%	-39%	-11%	1%	3%	18%	1%	18%	26%	17%
周生生(116 HK)										
中国内地	同比下跌 5%	同比下跌10-16%	同比上升4%-9%	同比上升7%-9%	同比上升7%-9%	同比上升4%-6%	持平	同比上升1%-3%	持平	双位数上升
港澳	同比下跌26%	同比下跌34%	同比下跌 7%	同比下跌 2-3%	同比下跌 2-3%	同比上升7%-9%	同比下跌1%-3%	同比上升10%-13%	26%	高双位数上升
零售值增长变动										
周大福(1929 HK)										
中国内地	-13%	-17%	7%	16%	17%	15%	12%	13%	11%	15%
港澳	-22%	-33%	-6%	1%	7%	12%	0%	11%	21%	25%
周大福(1929 HK) (按产品分类)										
黄金产品										
中国内地	-22%	-27%	7%	17%	16%	15%	8%	14%	11%	11%
港澳	-12%	-36%	8%	19%	9%	21%	-1%	18%	31%	41%
珠宝镶嵌首饰										
中国内地	-12%	-17%	-4%	5%	3%	-1%	-1%	-8%	-4%	1%
港澳	-27%	-23%	-17%	-17%	-4%	7%	22%	16%	26%	-2%
六福(590 HK)										
黄金及铂金产品										
中国内地	-26%	-47%	-11%	-1%	5%	21%	-3%	16%	26%	23%
中国内地	-29%	-30%	2%	16%	32%	19%	-2%	-1%	-6%	0%
港澳	-25%	-49%	-12%	-5%	0%	21%	-4%	19%	34%	30%
珠宝镶嵌首饰										
中国内地	-19%	-14%	-4%	11%	9%	16%	10%	18%	18%	5%
中国内地	-8%	-3%	20%	6%	10%	-2%	-7%	-2%	10%	18%
港澳	-20%	-14%	-5%	12%	9%	18%	11%	19%	19%	4%

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

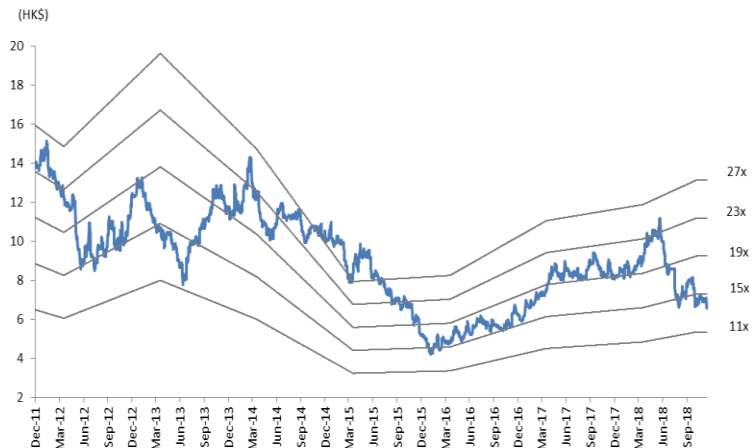
注: 周生生数据为广发证券(香港)估计

图表 7: 主要假设

(百万港元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
收入	56,591	51,246	59,156	65,546	70,253
增长率 (%)	-12.0%	-9.4%	15.4%	10.8%	7.2%
- 港澳及其他地区	22,921	20,226	22,352	23,027	24,464
增长率 (%)	-14.9%	-11.8%	10.5%	3.0%	6.2%
店数增长 (%)	5.3%	-3.6%	0.7%	3.7%	4.3%
同店销售增长 (%)	-21.7%	-12.4%	10.2%	8.0%	1.0%
- 中国内地市场	33,670	31,019	36,805	42,518	45,788
增长率 (%)	-11.0%	-7.9%	18.7%	15.5%	7.7%
店数增长 (%)	2.6%	3.1%	9.0%	18.0%	6.9%
同店销售增长 (%)	-10.3%	-5.2%	8.0%	3.0%	3.0%
毛利	15,641	14,963	16,213	17,695	19,804
毛利率 (%)	27.6%	29.2%	27.4%	27.0%	28.2%
收入占比 (%)					
黄金	55.8%	57.4%	59.4%	63.0%	59.0%
珠宝镶嵌首饰	26.8%	25.4%	23.7%	21.0%	24.7%
铂金/K金产品	12.4%	11.5%	10.9%	11.0%	10.3%
钟表	5.0%	5.7%	6.0%	5.0%	6.0%
销售及行政费用率 (%)	20.5%	20.1%	18.5%	18.2%	18.3%
经营利润	4,028	4,649	5,995	6,199	7,355
增长率 (%)	-41.6%	15.4%	29.0%	3.4%	18.6%
经营利润率 (%)	7.1%	9.1%	10.1%	9.5%	10.5%
净利润	2,941	3,055	4,095	4,173	5,180
增长率 (%)	-46.1%	3.9%	34.0%	1.9%	24.1%
净利润率 (%)	5.2%	6.0%	6.9%	6.3%	7.4%
派息比率 (%)	272%	167%	139%	96%	60%

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 8: P/E 区间



资料来源: 彭博, 广发证券(香港)

图表 9: 财务报表

损益表						资产负债表					
3月31日年结 (百万港元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E	3月31日年结 (百万港元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
收入	56,591	51,246	59,156	65,546	70,253	非流动资产					
销售成本	(40,950)	(36,283)	(42,943)	(47,851)	(50,448)	物业、厂房及设备	4,750	4,666	5,341	5,997	6,621
毛利	15,641	14,963	16,213	17,695	19,804	预付土地租赁款项	212	185	190	162	148
其他收入	306	330	408	453	480	投资物业	273	250	234	219	205
销售及行政管理费用	(11,623)	(10,307)	(10,920)	(11,900)	(12,882)	收购固定资产预付款	133	53	28	28	28
其他利润或亏损	(245)	(286)	342	0	0	联营/合资企业投资	40	0	0	0	0
其他费用	(51)	(51)	(48)	(48)	(48)	应收联营公司款项	83	20	62	62	62
经营利润	4,028	4,649	5,995	6,199	7,355	应收贷款款项	38	66	27	27	27
净财务费用	(88)	(97)	(163)	(251)	(297)	商誉	258	258	258	258	258
其他	0	(164)	0	(360)	0	其他无形资产	408	356	306	306	265
摊分合资公司利润	(4)	(10)	0	0	0	珠宝收藏品	0	967	1,520	1,520	1,520
税前利润	3,936	4,378	5,832	5,588	7,058	递延税项资产	478	313	293	293	293
所得税费用	(957)	(1,227)	(1,629)	(1,481)	(1,842)		6,670	7,133	8,258	8,872	9,427
少数股东权益	(38)	(96)	(108)	(119)	(131)	流动资产					
净利润	2,941	3,055	4,095	3,987	5,084	库存	31,377	29,259	34,929	38,143	39,409
每股盈利 (HK\$)	0.29	0.31	0.41	0.43	0.53	预付款及其他应收账	4,605	5,057	6,410	7,102	7,612
增长率 (%)						应收贷款款项	4	9	28	28	28
收入	(12)	(9)	15	11	7	其他	18	0	0	0	0
净利润	(46)	4	34	4	25	已抵押存款	0	0	0	0	0
每股盈利	(46)	4	34	4	25	定期存款	0	0	0	0	0
						现金及现金等值物	13,001	7,943	7,944	7,333	8,753
							49,005	42,269	49,312	52,607	55,803
利润率及比率 (%)						总资产	55,675	49,402	57,570	61,478	65,230
毛利率	27.6	29.2	27.4	27.0	28.2	流动负债					
经营利润率	7.1	9.1	10.1	9.5	10.5	应付账及其他应付账	4,336	5,693	8,359	10,215	11,472
净利润率	5.2	6.0	6.9	6.3	7.4	附属公司少数股东的应付款项	161	90	101	101	101
有效所得税率	24.3	28.0	27.9	25.2	25.2	税项负债	433	596	1,102	1,102	829
派息比率	272.0	166.9	139.2	95.1	60.0	银行贷款	7,320	6,193	5,823	5,823	5,823
						黄金贷款	6,513	3,216	5,335	6,922	6,921
							18,764	15,788	20,719	24,162	25,145
现金流量表						非流动负债					
3月31日年结 (百万港元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E	银行贷款	600	600	2,100	3,400	3,700
税前利润	3,936	4,378	5,832	5,879	7,312	递延税项负债	318	286	232	232	232
净财务费用	88	97	163	256	306	退休福利承担	243	227	421	421	438
摊分合资公司利润	4	10	0	0	0		1,162	1,112	2,753	4,053	4,370
其他	920	246	53	0	0	股本总额					
折旧及摊销	873	817	835	872	904	股东股本	34,904	31,799	33,423	32,470	34,790
减值损失	0	164	0	0	0	少数股东权益	846	703	674	793	925
营运资金变动	8,946	1,460	(3,018)	(2,050)	(519)		35,750	32,502	34,098	33,263	35,714
已付税费	(870)	(920)	(1,015)	(1,555)	(1,662)	总负债及股本总额	55,675	49,402	57,570	61,478	65,230
经营现金流	13,897	6,252	2,851	3,402	6,340	财务比率					
资本开支	(1,046)	(862)	(1,084)	(1,500)	(1,500)	3月31日年结	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
利息收入	112	122	67	92	108	流动比率	2.6	2.7	2.4	2.2	2.2
出售	20	6	13	0	0	速动比率	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7
收购	0	0	0	0	0	平均库存周转天数	317	305	273	279	281
定期存款变动	0	0	0	0	0	资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
已抵押存款变动	0	0	0	0	0	总资产/总股本	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8
其他	(131)	(414)	(573)	0	0	净负债比率(Rmb m)	4.0	6.4	15.6	26.5	21.5
投资现金流	(1,045)	(1,147)	(1,577)	(1,408)	(1,392)	平均股本回报率(%)	7.9	9.2	12.6	13.0	15.9
银行贷款变动	1,192	(1,112)	1,102	1,300	300	平均资产回报率(%)	5.0	5.8	7.7	7.2	8.4
黄金贷款变动	(2,161)	(3,023)	1,805	1,586	(1)						
已付股息	(6,582)	(5,148)	(4,260)	(4,883)	(3,635)						
已付利息	(257)	(251)	(245)	(348)	(413)						
其他	(200)	(238)	(156)	0	0						
融资现金流	(8,008)	(9,771)	(1,753)	(2,345)	(3,749)						
现金净流入/流出	4,845	(4,667)	(479)	(351)	1,198						
汇兑变动	(321)	(392)	480	0	0						

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

评级定义

基准指数: 香港恒生指数

时间范围: 12个月

公司评级	
买入	预期公司股价表现强于基准指数 15%以上
增持	预期公司股价表现强于基准指数 5-15%
持有	预期公司股价表现相对基准指数的变动幅度介于-5%和+5%之间
减持	预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业评级	
正面	预期行业将跑赢基准指数 10%以上
中性	预期行业相对基准指数的变动幅度介于-10%和+10%之间
谨慎	预期行业将跑输基准指数 10%或以上

分析师承诺

主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与，现在不与，未来也将不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

权益披露

- (1) 广发证券（香港）经纪有限公司（“广发证券（香港）”）自营交易部及/或其关联公司并没有持有本研究报告所述公司之股份。
- (2) 广发证券（香港）及/或其关联公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- (3) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

免责声明

本研究报告由广发证券（香港）分发。本研究报告仅供参考之用，并不构成证券出售要约或证券买卖的邀请。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告所评论的证券可能在某些地方不能出售。本研究报告绝无意图让居住在法律或政策不允许本研究报告流通或者分发的司法权区的人士阅读。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性。广发证券（香港）不对因使用本研究报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。投资涉及风险，证券的价值及收益可能会波动，过去的表现不能代表未来的业绩。本研究报告所评论的证券或表达的意见未必适合个别人士之投资目标、财政状况或个人需要，客户不应以本研究报告取代其独立判断或仅根据本研究报告做出决策。如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券（香港）可发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本研究报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券（香港）或者附属机构的。本研究报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本研究报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部可能会做出与本研究报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。广发证券（香港）或其关联方或其各自的董事、高级人员、分析员及雇员可能持有本研究报告所评论之任何证券的权益。读者在阅读本研究报告时应留意有关权益披露（如有披露）。

版权所有：广发证券（香港）经纪有限公司

未经广发证券（香港）经纪有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29-30 楼

电话: +852 3719 1111 Fax: +852 2907 6176 网站: <http://www.gfgroup.com.hk>