

周大福 (1929 HK)

2020 財年指引超預期

概要。2019 財年業績略高於市場一致預期，4 月及 5 月同店銷售穩健。2020 財年管理層指引超乎市場預期。在高股息收益率支持下，估值具有吸引力。

- **2019 財年業績穩健。**淨利潤增長 21% 至 45.77 億港元，較彭博預測高出 3%。收入增長 13% 至 666.61 億港元，較彭博預測高出 2%。毛利率擴大 0.5 個百分點至 27.9%，較彭博預測高出 0.3 個百分點。2019 財年每股股息增加 30% 至 0.35 港元（派息率為 76%）。周大福同時宣布派發特別股息 0.3 港元。
- **多品牌戰略奏效。**我們認為多品牌戰略有兩個優勢：（1）改善毛利率。雖然黃金產品的零售銷售值佔比上升 1.7 個百分點至 61.1%，但受惠於高利潤產品組合有所改善，毛利率上升 0.1 個百分點至 27.9%。T Mark 分別佔中國及香港鑽石產品零售銷售值的 19% 及 26%。HUA 系列貢獻了黃金產品 13% 的零售銷售值。管理層計劃在 2020 財年將 CTF•HUA 系列擴展至玉石產品；（2）增加市場份額。在引入高端商店品牌（Artrium, Jewelria 和 T Mark）之後，品牌形象得以提升，管理層不擔心渠道下沉會損害品牌形象，因而樂於加快提高 CTF 珠寶品牌在低線城市的滲透率，與本地品牌競爭。
- **進一步滲透低線城市。**截至 2019 年 3 月 31 日，中國 2,803 個周大福珠寶零售點中（同比增長 21%），1,048 個位於三線或以下城市。與截至 2018 年 12 月 31 日周大生（002867 CH）的 3,073 家特許經營店相比（主要位於三線或以下城市），我們認為周大福在低線城市仍有較大的擴展空間。管理層目標是在 2020 年開張 500 家新店，以特許經營店為主。
- **2020 財年指引。**（1）4 月及 5 月同店銷售增長穩健：中國/港澳市場出現低雙位數增長/中單位數跌幅；（2）2020 財年指引超乎市場預期：中國市場中雙位數/中單位數收入/同店銷售增長導致低雙位數收入增長，以及港澳市場低單位數收入/同店銷售增長；（3）由於高端產品組合有所改善，銷售及行政費用率穩定，毛利率略為擴張，因而輕微提升了經營利率。
- **估值。**市場對公司 2020 財年收入增長的一致預測同比增長 6%，低於管理層低雙位數的指引。公司 2020 年預測市盈率為 13.6 倍，低於歷史平均水平一個標準差（15.4 倍），接近今年一月 12.7 倍市盈率的低位。周大福的歷史收益率為 9.6%，而目前 2020 財年預測收益率為 5.1%（假設經常派息比率 70%），股價尚有上行空間。我們認為股價在很大程度上已反映中美貿易因素，估計 2020 財年指引將為股價提供支持。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19A
營業收入(百萬港元)	51,246	59,156	66,661
淨利潤(百萬港元)	3,055	4,095	4,577
每股盈利(港元)	0.306	0.409	0.458
同比增長(%)	4	34	12
市盈率(倍)	22.1	16.5	14.8
市帳率(倍)	2.1	2.0	2.2
股息率(%)	7.5	8.4	9.6
權益收益率(%)	9.2	12.6	14.3
淨負債率(%)	6	16	33

資料來源：公司數據

未評級

當前股價

HK\$6.76

中國珠寶行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyp@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	67,600
3 月平均流通量(百萬港元)	36.1
52 周內股價高/低(港元)	10.99/6.03
總股本(百萬)	10,000

資料來源：彭博

股東結構

周大福（控股）有限公司	89.3%
-------------	-------

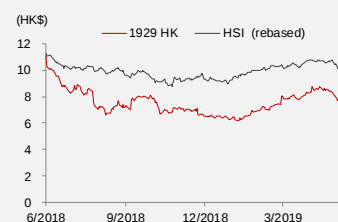
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-20.4%	-11.0%
3-月	-10.4%	-3.5%
6-月	-0.6%	-0.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。