

周大福 (1929 HK)

2020 财年指引超预期

概要。2019 财年业绩略高于市场一致预期，4 月及 5 月同店销售稳健。2020 财年管理层指引超乎市场预期。在高股息收益率支持下，估值具有吸引力。

- **2019 财年业绩稳健。**净利润增长 21% 至 45.77 亿港元，较彭博预测高出 3%。收入增长 13% 至 666.61 亿港元，较彭博预测高出 2%。毛利率扩大 0.5 个百分点至 27.9%，较彭博预测高出 0.3 个百分点。2019 财年每股股息增加 30% 至 0.35 港元（派息率为 76%）。周大福同时宣布派发特别股息 0.3 港元。
- **多品牌战略奏效。**我们认为多品牌战略有两个优势：（1）改善毛利率。虽然黄金产品的零售销售值占比上升 1.7 个百分点至 61.1%，但受惠于高利润产品组合有所改善，毛利率上升 0.1 个百分点至 27.9%。T Mark 分别占中国及港澳钻石产品零售销售值的 19% 及 26%。HUA 系列贡献了黄金产品 13% 的零售销售值。管理层计划在 2020 财年将 CTF•HUA 系列扩展至玉石产品；（2）增加市场份额。在引入高端商店品牌（Artrium, Jewelria 和 T Mark）之后，品牌形象得以提升，管理层不担心渠道下沉会损害品牌形象，因而乐于加快提高 CTF 珠宝品牌在低线城市的渗透率，与本地品牌竞争。
- **进一步渗透低线城市。**截至 2019 年 3 月 31 日，中国 2,803 个周大福珠宝零售点中（同比增长 21%），1,048 个位于三线或以下城市。与截至 2018 年 12 月 31 日周大生（002867 CH）的 3,073 家特许经营店相比（主要位于三线或以下城市），我们认为周大福在低线城市仍有较大的扩展空间。管理层目标是在 2020 年开张 500 家新店，以特许经营店为主。
- **2020 财年指引。**（1）4 月及 5 月同店销售增长稳健：中国/港澳市场出现低双位数增长/中单位数跌幅；（2）2020 财年指引超乎市场预期：中国市场中双位数/中单位数收入/同店销售增长导致低双位数收入增长，以及港澳市场低单位数收入/同店销售增长；（3）由于高端产品组合有所改善，销售及行政费用率稳定，毛利率略为扩张，因而轻微提升了经营利率。
- **估值。**市场对公司 2020 财年收入增长的一致预测同比增长 6%，低于管理层低双位数的指引。公司 2020 年预测市盈率为 13.6 倍，低于历史平均水平一个标准差（15.4 倍），接近今年一月 12.7 倍市盈率的低位。周大福的历史收益率为 9.6%，而目前 2020 财年预测收益率为 5.1%（假设经常派息比率 70%），股价尚有上行空间。我们认为股价在很大程度上已反映中美贸易因素，估计 2020 财年指引将为股价提供支持。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19A
营业收入(百万港元)	51,246	59,156	66,661
净利润(百万港元)	3,055	4,095	4,577
每股盈利(港元)	0.306	0.409	0.458
同比增长(%)	4	34	12
市盈率(倍)	22.1	16.5	14.8
市帐率(倍)	2.1	2.0	2.2
股息率(%)	7.5	8.4	9.6
权益收益率(%)	9.2	12.6	14.3
净负债率(%)	6	16	33

资料来源：公司数据

未评级

当前股价

HK\$6.76

中国珠宝行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	67,600
3 月平均流通量(百万港元)	36.1
52 周内股价高/低(港元)	10.99/6.03
总股本(百万)	10,000

资料来源：彭博

股东结构

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

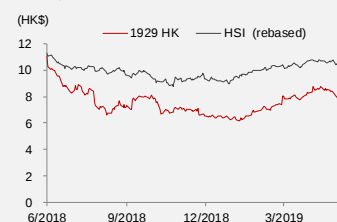
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-20.4%	-11.0%
3-月	-10.4%	-3.5%
6-月	-0.6%	-0.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。