

新股簡介

周大福珠寶集團有限公司 (01929)

2011年12月05日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	1,050,000,000
配售部分	997,500,000
(約占發售股份比例)	95%
公開發售部分	52,500,000
(約占發售股份比例)	5%
發售價格：	15.00-21.00
每手股數	200
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	高盛、匯豐、摩根大通、德銀

事項	日期
公開招股時間	12月05日-12月08日
預計定價日	12月09日
公佈申請結果	12月14日
掛牌交易	12月15日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50 倍	7.5%
50-100 倍	10%
100 倍以上	20%

集資用途

(假設以中間價發售)

投入資金	(百分比)
採購原材料及存貨	50.0%
償還關聯方貸款	18.5%
償還銀行貸款	18.0%
裝修新設及現有零售點	5.0%
設置生產設備及深圳辦公樓	5.0%
提供營運資本	3.5%

投資要點

- 公司為中國及港澳地區珠寶供應商，2010年在中國及港澳地區珠寶首飾市場佔有率分別為12.6%及20.1%，以自有品牌【周大福】於中國及港澳地區銷售，截至2011年9月底共有1053個自營零售點及453個加盟店。
- **經營行業：**根據Frost & Sullivan 數據顯示，2010年中國珠寶市場零售總額為3022億港元，06-10年複合增長率達到29.1%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長及市場佔有率：**受益於人口、可支配收益提高及經濟增長，預估10-15年複合增長率將達到38.6%，周大福在中國及港澳地區市場佔有率分別為12.6%及20.1%。預估未來企業持續加快產品組合分銷及銷售途徑擴充，加快市場整合；(2) **擴大零售渠道：**截至2011年9月底集團擁有1506個零售網絡，08-11財年零售點複合增長率為18.3%，2010財年及2011財年公司同店銷售增長率分別為15.6%及33.8%。公司將持續擴大大中華地區的珠寶零售點，11-16年複合增長率為5.3%；(3) **銀行貸款：**截至2011年9月底，賬上有139.82億港元銀行貸款及黃金借貸，上市集資之26.5%（約48.6億港元）將用於償還銀行及關聯方借貸，現有手持現金32.05億港元。因此未來二三線城市零售門店擴張將持續面臨融資需求。
- **估值：**公司預估2012財年淨利將達到63億港元，同比增長56%，按照招股價中位數HK\$18.0（市值為HK\$1800億元），對應2010及2011年市盈率分別為44.6x及28.8x。目前公司估值高於同業，基於行業增長速度、公司品牌、零售網絡擴張及未來融資需求，予以**中性評級**

風險

- 聲譽及品牌信譽受到產品及宣傳影響。

營業紀錄

年度(百萬港元)	2009 財年	2010 財年	2011 財年	1H 2011 財年
收益	18,410.9	22,933.6	35,042.5	23,874.5
毛利	5,326.0	6,555.0	9,927.6	7,140.9
除稅前盈利	2,223.5	2,718.6	4,619.8	3,618.0
淨利潤	1,997.5	2,208.1	4,034.6	3,068.3

同業對比

股份名稱	股價	當前	2010 年	2011 年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
周大福 (1929.HK)	15.0-21.0	4.1-5.8	37.2-52.0	23.8-33.3	1500-2100
六福珠寶 (590.HK)	20.85	4.7	14.2	14.2	1836

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月05日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

公司簡介

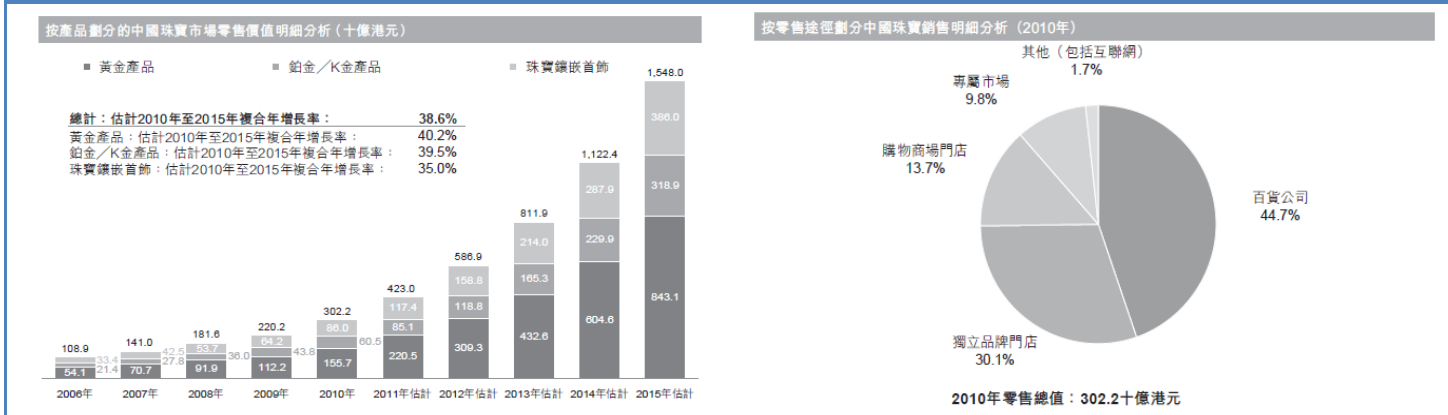
公司為中國及港澳地區珠寶供應商，主要提供主流珠寶及名貴珠寶產品，包括珠寶鑲嵌首飾、鉑金/K金產品、黃金產品及鐘錶。2010年在中國及港澳地區珠寶首飾市場佔有率分別為12.6%及20.1%。公司以自有品牌【周大福】於中國及港澳地區銷售，截至2011年9月底共有1053個自營零售點。

行業概覽

根據Frost & Sullivan數據顯示，受益於人口、可支配收入提高及經濟增長，2010年中國珠寶市場零售總額為3022億港元，06-10年複合增長率達到29.1%，預估10-15年複合增長率將達到38.6%。中國珠寶首飾產品以五種分銷途徑零售：獨立品牌門店、購物商場、百貨、專屬市場及其他（包括互聯網），按零售價格劃分百貨公司佔零售途徑的44.7%。

圖：2006-2015年按產品劃分中國珠寶市場（十億港元）

圖：2010年按銷售途徑劃分中國珠寶商銷售

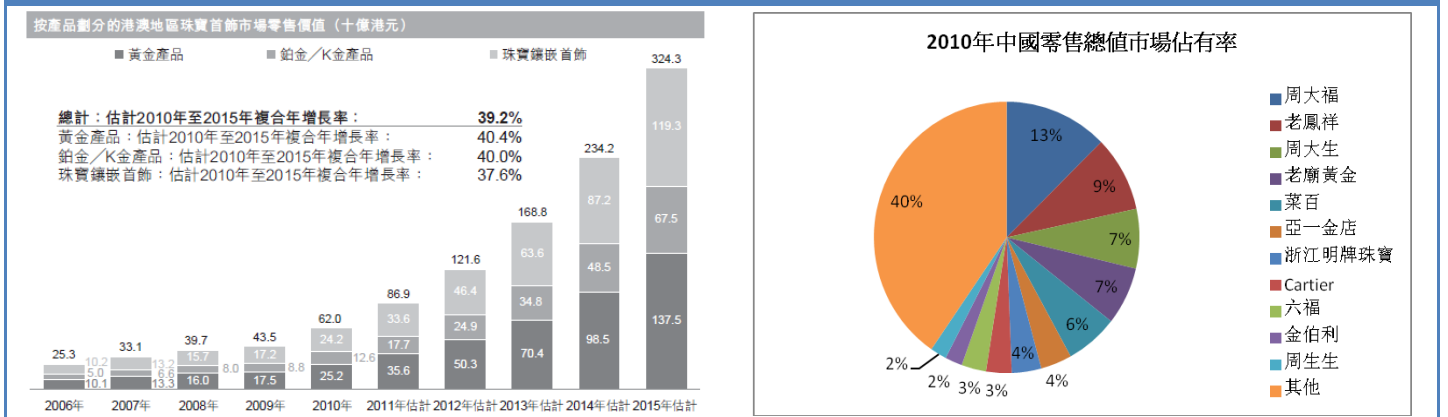


港澳地區珠寶首飾行業增長主要依賴於本地消費需求及中國遊客數目增長，2010年港澳地區珠寶首飾零售總值達到620億元，06-10年複合增長率達到25.1%，Frost & Sullivan預估10-15年港澳地區珠寶首飾零售總額複合增長率將達到39.2%。

珠寶首飾行業相對集中，2010年中國10大企業市場佔有率為57.5%，港澳地區市場佔有率為51.7%。根據Frost & Sullivan統計，周大福在中國及港澳地區市場佔有率分別為12.6%及20.1%。預估未來企業持續加快產品組合分銷及銷售途徑擴充，加快市場整合。

圖：2006-2015年按產品劃分港澳珠寶市場（十億港元）

圖：2010年中國珠寶首飾零售市場佔有率

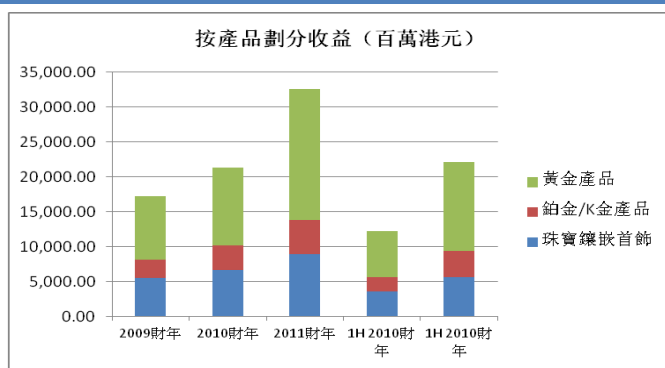


本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司在這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

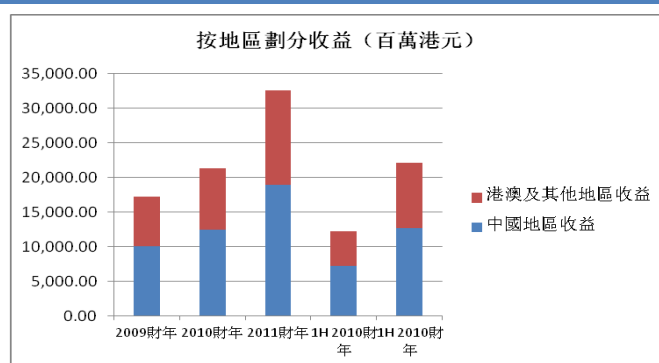
公司的盈利模式：

1. **主營業務收益：**公司作為中國及港澳地區珠寶首飾品牌企業，專注提供主流珠寶及名貴珠寶，包括珠寶鑲嵌首飾、鉑金/K金產品、黃金產品及鐘錶，截至2011年9月底收益分別佔25.6%、16.8%及57.6%。而來自中國地區及港澳地區的收益分別佔57.6%及42.4%。

圖：2009-2011年按產品類別劃分收入（百萬港元）

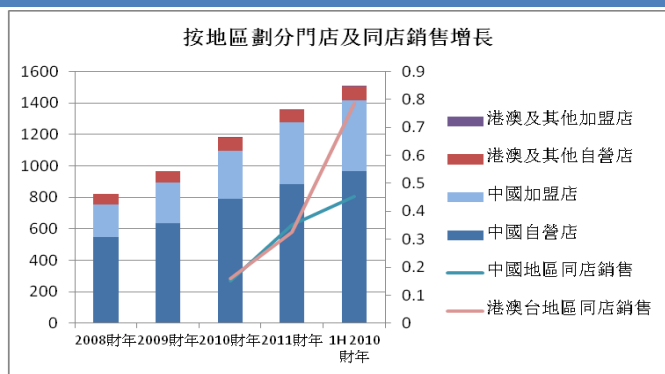


圖：2009-2011年按地區劃分收益（百萬港元）

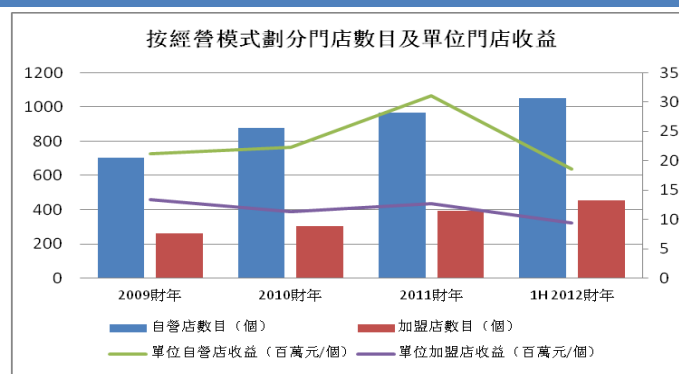


2. **銷售渠道及網絡：**截至2011年9月底集團擁有1506個零售網絡，其中珠寶零售1421個，鐘錶零售85個，08-11財年（截至3月31號止）零售點複合增長率為18.3%，截至2011年9月底中國及港澳其他地區自營店為1053個，加盟網點為453個。2010財年及2011財年公司同店銷售增長率分別為15.6%及33.8%。公司將持續擴大中華地區的珠寶零售點，目標於2016年擁有超過2000家珠寶零售點。
3. **經營模式：**集團零售點包含自營店（全資或合資）及加盟店，截至2011年9月底自營店為1053個，加盟網點為453個。（1）自營店：中國約21%的自營珠寶零售點通過合資實現，合資協議一般為10-30年，集團控制合資零售點之管理運營，盈利按照本公司所持股份攤分。（2）加盟店：截至2011年9月底，公司共擁有150名加盟商，初步加盟協議為2年，加盟獨家銷售公司產品，並自行支付租金、水電及門店管理費。

圖：2008-2010年按地區劃分門店及同店增長



圖：2009-2011財年按經營模式劃分門店數目及單位收益



4. **原材料採購及生產：**公司60%的鑽石向交易商及批發商採購，其他40%由鑽石毛坯經公司三家鑽石切割打磨工廠進行切割及打磨，公司與Rio Tinto及DTC訂立採購協議，截至2013及2012年底分別供應規定規格和總額上限的鑽石毛坯。寶石則向50多名彩色寶石供應商、切割商及礦主購買。重金屬則向香港從事貴金屬業務的公司及上海黃金交易所採購。截至2011年9月底，集團共擁有12家工廠，自行生產約80%的珠寶鑲嵌首飾。08-11年前五大供應商採購分別佔總採購額的51.6%、50.8%、50.3%及50.9%。
5. **存貨：**截至2011年9月底存貨金額提高至288.8億元，同比增長69%，公司表示由於零售點的急劇擴張，公司囤積了更多的黃金、珠寶、白金等，同時國際黃金價格大幅上漲也使

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

珠寶商存貨價值提高。

認購建議：

- 行業增長及市場佔有率：**受益於人口、可支配收入提高及經濟增長，2010年中國珠寶市場零售總額為3022億港元，06-10年複合增長率達到29.1%，預估10-15年複合增長率將達到38.6%。根據Frost & Sullivan統計，周大福在中國及港澳地區市場佔有率分別為12.6%及20.1%。預估未來企業持續加快產品組合分銷及銷售途徑擴充，加快市場整合。
- 零售網絡擴張：**截至2011年9月底集團擁有1506個零售網絡，08-11財年（截至3月31號止）零售點複合增長率為18.3%。2010財年及2011財年公司同店銷售增長率分別為15.6%及33.8%。公司將持續擴大中華地區的珠寶零售點，目標於2016年擁有超過2000家珠寶零售點，年複合增長率為5.3%。港澳地區珠寶首飾零售網絡鋪設已經趨近於飽和，新店鋪設主要趨向於中國二三線城市。
- 銀行貸款：**截至2011年9月底，公司賬上共有139.82億港元銀行貸款及黃金借貸，而應付關聯公司款項為84.58億港元。上市集資之26.5%（約48.6億港元）將用於償還銀行及關聯方借貸，現有手持現金32.05億港元。因此未來二三線城市零售門店擴張將持續面臨融資需求。

估值：

公司預估2012財年淨利將達到63億港元，同比增長56%，按照招股價中位數HK\$18.0（市值為HK\$1800億元）對應2010及2011年市盈率分別為44.6x及28.8x。目前公司估值高於同業，基於行業增長速度、公司品牌、零售網絡擴張及未來融資需求，予以**中性評級**。

同業對比：

公司名稱	股票代碼	現價	市值		P/E(x)			P/B(x)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A	
周大福	1929 HK EQUITY	15.0-21.0	150,000-210,000	37.2-52.0	23.8-33.3	NA	4.1-5.8	
六福集團	590 HK EQUITY	33.85	18,364	14.3	14.2	12.2	4.7	
周生生	116 HK EQUITY	20.85	14,114	14.8	13.0	10.6	2.4	
英皇鐘錶	887 HK EQUITY	1.1	7,390	23.4	12.6	9.6	2.1	
東方表行	398 HK EQUITY	4.38	2,486	11.0	8.0	6.9	1.3	
謝瑞麟	417 HK EQUITY	5.75	1,209	6.6	N/A	N/A	1.4	
平均				14.0	12.0	9.8	2.4	

綜合盈利表:

(百萬港元)	2009 財年	2010 財年	2011 財年	1H 2010 財年	1H 2010 財年
營業額	18,410.90	22,933.60	35,042.50	13,315.00	23,874.50
銷售成本	-13,084.90	-16,378.60	-25,114.90	-9,613.80	-16,733.60
毛利	5,326.00	6,555.00	9,927.60	3,701.20	7,140.90
毛利率	28.93%	28.58%	28.33%	27.80%	29.91%
其他收入	160.9	176.1	194.6	89.6	124.9
其他(虧損)收益	-0.4	-1.1	39.9	10.9	79.1
銷售及分銷成本	-2,434.70	-3,197.90	-4,401.90	-1,756.20	-2,864.40
行政開支	-508.8	-643.1	-911.4	-432.6	-709.6
其他開支	-163.7	-116.9	-122.1	-21.3	-36.2
融資成本	-157.1	-62	-102.2	-29.6	-116.7
分佔聯營公司之業績	1.3	8.5	-4.7		
除稅前盈利	2,223.50	2,718.60	4,619.80	1,562.00	3,618.00
稅項	-309.1	-511.8	-947.3	-338.8	-797.1
年度/期間盈利	1,914.40	2,206.80	3,672.50	1,223.20	2,820.90
其他全面收益-換算產生匯率差額	80.8	1.3	360	131	243.8
其他全面收益-分佔聯營公司換算儲備	2.3		2.1	1	3.6
其他全面收益總和	83.1	1.3	362.1	132	247.4
年度/期間總全面收益	1,997.50	2,208.10	4,034.60	1,355.20	3,068.30
淨利率	10.85%	9.63%	11.51%	10.18%	12.85%

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。