

行業龍頭，建議認購

招股摘要

發行價	15-21 港元
每手股數	200 股
每手金額	4242.34 港元
發行股數	10.5 億股
配售股數	9.975 億股
公開發售股數	0.525 億股
集資總額	157.5-220.5 億港元
保薦人	高盛、滙豐及摩根大通
公開招股日	2011 年 12 月 5 日至 8 日
定價日	2011 年 12 月 9 日
上市日	2011 年 12 月 15 日

上市資料

	發行價為 15 港元	發行價為 21 港元
市值	1,500 億港元	2,100 億港元
預測市盈率	23.80 倍	33.33 倍

*招股書資料

公司背景

周大福(1929)業務始創於 1929 年，最初於中國從事珠寶首飾業務。公司零售歷史悠久，早在 1939 年已在港澳開設首個珠寶零售點。於 1956 年，於港澳地區首推 999.9 黃金首飾，並早在 1998 年進軍內地市場，於中國北京開設中國首個「周大福」品牌珠寶零售點。2010 年，在中國北京開設中國第 1,000 個珠寶零售點。

公司將產品分為四大類別，即(i)珠寶鑲嵌首飾；(ii)鉑金/K 金產品；(iii)黃金產品；及(iv)鐘錶。

資金主要用途 (183.37 億港元)

(以 18 港元計算-從發行 10.5 億股所得)

50%	採購原材料及存貨
18.5%	償還關聯方貸款的餘下部份
18.0%	償還用作派付首次公開發售前股息的資金融資
5.0%	裝修新設及現有的零售點
5.0%	購置生產及研發設備
3.5%	營運資金

周大福 1929.HK

中國珠寶商龍頭

2011 年 12 月 5 日

- **中國珠寶行業未來將高速增长。**根據 Frost & Sullivan 報告顯示，2010 年，中國珠寶市場為全球第二大，零售總額為 3,022 億港元，僅次於美國（2010 年，美國珠寶零售總額逾 6,000 億港元）。預測中國珠寶市場增長步伐大幅超過國內生產總值，2010 年至 2015 年複合年增長率為 38.6%。至 2015 年估計市場達 15,480 億港元，令中國成為全球最大的珠寶市場。
- **行業龍頭。**公司在中國以及港澳地區擁有領先市場佔有率的珠寶商，根據 Frost & Sullivan 報告，於 2010 年在中國及港澳地區的珠寶首飾市場佔有率分別為 12.6% 及 20.1%。
- **信譽卓越的品牌。**公司業務始創於 1929 年，擁有 80 多年之悠久歷史。根據 Bain & Company 於 2010 年 11 月對珠寶品牌進行的獨立市場調查，「周大福」與「Tiffany」及「Cartier」並列為中國「2010 年最有可能被選購的三大品牌」。與此同時，根據 Frost & Sullivan 報告，「周大福」(CHOW TAI FOOK) 品牌於中國及港澳地區珠寶品牌中認知度排名第一。
- **廣泛的零售網路。**於 2011 年 9 月 30 日，公司的珠寶零售點數目為 1,421 個，鐘錶零售點則有 85 個。1,053 個自營零售點中有 862 個以專櫃形式經營。而自營及加盟零售點均策略性地設於人流暢旺的熱門購物區，因而有效地以最大限度提升公司的曝光率及品牌知名度。公司擁有 453 個加盟零售點，由超過 150 名加盟商經營。
- **多元化的主流珠寶產品組合。**製造多種包含鑽石、寶石、鉑金及黃金的經典及時尚珠寶首飾，足以迎合廣大而多元化的客戶群那不斷改變的產品需求與喜好。專注於主流珠寶市場，經過多年的發展，公司於該市場已建立穩定的客源。
- **有效的垂直整合經營業務模式。**公司建立出一套有效的垂直整合經營業務模式，對整個業務作出統一而緊貼的營運監控，範圍涉及原材料採購、設計、生產、市場推廣以及通過龐大的零售網路進行銷售。這整合模式不單可令管理層對公司的產品品質實施嚴密監控，亦能令其對客戶的需求及喜好作出迅速的回應，有效地提高營運效益。
- **經驗豐富的管理團隊。**核心管理團隊對公司擁有相當的忠誠度，為公司其餘成員樹立了良好企業文化及價值觀的榜樣。此歸屬感亦從上到下滲透到其他新加入的及現有的管理人員及雇員，產生了強大的凝聚力與企業價值。
- **行業龍頭，建議認購。**市場預期未來 5 年，中國珠寶行業複合年增長率高達 38.6%，作為行業龍頭，周大福(1929)料將受到資金追捧。估值方面，周大福預測下年度市盈率高達 15-21 倍，遠高於同業的 10-12 倍。雖然估值遠高於同業，惟其規模及利潤率卻遠超同業(見下表)，加上以其高達 2000 億的市值，有機會在短期內被納入多個指數，或令指數基金伺機吸納，建議認購。

林偉俊

CE No.: AQQ595

電話: (852) 2530 8355

電郵: raygen.lam@ebscn.hk

公司綜合收益表

人民幣百萬元	截止 3 月 31 日止年度			截止 9 月 30 日止 6 個月	
	2009	2010	2011	2010	2011
銷售淨額	18,410.9	22,933.6	35,042.5	13,315.0	23,874.5
增長	不適用	24.6%	52.8%	不適用	79.3%
銷售成本	(13,084.9)	(16,378.6)	(25,114.9)	(9,613.8)	(16,733.6)
毛利	5,326.0	6,555.0	9,927.6	3,701.2	7,140.9
增長	不適用	23.1%	51.5%	不適用	92.9%
毛利率	28.9%	28.6%	28.3%	27.8%	29.9%
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
分銷及銷售開支	(2,434.7)	(3,197.9)	(4,401.9)	(1,756.2)	(2,864.4)
行政開支	(508.8)	(643.1)	(911.4)	(432.6)	(709.6)
經營溢利	2,543.0	2,889.0	4,848.8	1,612.9	3,770.9
增長	不適用	13.6%	67.8%	不適用	133.8%
經營溢利率	13.8%	12.6%	13.8%	12.1%	15.8%
財政成本	(157.1)	(62.0)	(102.2)	(29.6)	(116.7)
其他開支	(163.7)	(116.9)	(122.1)	(21.3)	(36.2)
分占聯營公司之業績	1.3	8.5	(4.7)	-	-
稅前溢利	2,223.5	2,718.6	4,619.8	1,562.0	3,618.0
稅項	(309.1)	(511.8)	(947.3)	(338.8)	(797.1)
純利	1,914.4	2,206.8	3,672.5	1,223.2	2,820.9
增長	不適用	15.3%	66.4%	不適用	130.6%
純利率	10.4%	9.6%	10.5%	9.2%	11.8%
非控股權益	(17.7)	(68.2)	(134.9)	(47.7)	(129.4)
股東應占收益	1,896.7	2,138.6	3,537.6	1,175.5	2,691.5

資料來源: 公司招股檔, 光大市場策略

風險因素

- 依賴「周大福」(CHOW TAI FOOK)品牌的實力, 倘若品牌形象下滑, 可對公司的銷售、盈利能力及增長策略的執行構成不利影響。
- 公司產品所用的原材料的價格波動或供應短缺或對公司的業務、經營業績或財務狀況構成重大不利影響。
- 倘若無法有效回應市場趨勢及客戶喜好的轉變, 公司的市場佔有率及經營業績可受不利影響。

估值比較

股票代號	公司	股價	市值(億港元)	預測市盈率		純利率(%)
				FY+1E	FY+2E	2010
1929	周大福	15.0-21.0	1,500-2,100	23.8-33.3	15.0-21.0	10.5
590	六福集團	33.85	182.8	14.1	12.2	10.7
116	周生生	20.85	141.1	13.1	10.6	6.5
887	英皇鐘錶珠寶	1.10	73.9	13.0	9.9	3.1

2011年12月5日收市價

周大福(1929)及六福(590)年結日為3月31日

資料來源: 公司招股檔, 彭博, 光大市場策略

中國光大證券國際有限公司評級

買入	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 15%以上
增持	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 5%至 15%
持有	未來六個月的投資收益率與相關行業指數變動幅度相差-5%至 5%
減持	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 5%至 15%
沽出	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 15%以上

披露事項

在評論中，本公司並無擁有相當於所分析上市公司 1%或以上市值的財務權益(包括持股)，與有關上市公司並無投資銀行關係，亦無進行有關股份的莊家活動。本公司員工均非該上市公司的雇員。上述分析員並無於本報告所載的上市公司中擁有財務權益。

免責聲明

本報告由中國光大證券國際有限公司市場策略部所提供。本報告之內容不是為任何投資者的投資目標、需要及財政狀況而編寫。本報告內所載之資料乃得自可靠之來源，惟並不保證此等資料之完整及可靠性，亦不存有招攬任何人參與證券或期貨等衍生產品買賣的企圖。本報告內之意見可隨時更改而毋須事先通知任何人。中國光大證券國際有限公司並不會對任何人士因使用本報告而引起之直接或間接之損失負責。

中國光大證券國際有限公司不排除其員工及有關公司的員工對有關報告內容提及的投資工具及產品有其個人投資興趣。

本報告乃屬於中國中國光大證券國際有限公司之財產，未經本公司事前書面同意，任何人士或機構均不得複製、分發、傳閱、廣播或作任何商業用途。

本公司乃受香港證券及期貨監察委員會所監管，並受香港證券及期貨條例及有關附屬條例約束。

地址：香港夏慤道 16 號遠東金融中心 36 樓

聯絡電話：2537 6689