

六福 (590HK)

1HFY19 業績超預期但 3QFY19 同店銷售令人失望

- ❖ **1HFY19 業績超預期** 淨利潤同比上升 28%至 6.65 億港元，較彭博預測高出 10%，原因是收入及其他收益強于預期，但部份利好被低于預期的毛利率所抵銷。
- ❖ **收入較彭博預測高出 7%** 收入同比增長 25%。港澳及海外市場在同店銷售增長 21%及店數增長 11%下，零售收入增長 28%。中國大陸市場零售收入增長 25%，原因是電商渠道收入增長了 87%，該渠道已占零售收入 22%。中國大陸批發收入增長 48%，原因是品牌店數增長 13%。
- ❖ **毛利率出乎意料同比下跌 2.5 個百分點至 23.7%** 由于金價下跌，黃金產品毛利率下跌 2.8 個百分點。受到批發業務毛利率下跌影響，鑲嵌珠寶產品毛利率同比下跌 4.6 個百分點至 30.2%，原因是(1)goldstyle 產品銷售占比上升，其毛利率低于鑽石，(2)鑽石產品批發價于 2HFY18 有所下調。管理層預期 2HFY19 鑲嵌珠寶產品毛利率環比可上升 1-2 個百分點，原因是鑽石產品批發價已于 2QFY19 上調。
- ❖ **派息比率將于 FY19 全年業績時確定** 公司宣布分派每股 0.55 港元中期息，總金額跟 FY18 中期息相同(包含每股 0.2 港元特股股息)。如扣除特別股息，派息比率從 1HFY18 的 39.5%上升至 1HFY19 的 48.5%。管理層將于 FY19 全年業績時確定未來派息比率。
- ❖ **3QFY19 目前為止的同店銷售令人失望** 于十月份及十一月份首三周，港澳地區市場及中國大陸市場同店銷售分別有單位數及雙位數下跌，港澳地區市場同店銷售于十月份首兩周呈雙位數增長後，自十月份的下半部份起出現下跌。儘管管理層維持 FY19 港澳地區市場及中國大陸市場同店銷售分別有雙位數及單位數增長的指引，我們認為由于 4QFY19 港澳地區同店銷售面對更高基數，FY19 的同店銷售指引有下行風險。此外，管理層指出黃金產品及鑲嵌珠寶產品的同店銷售趨勢于港澳地區市場及中國大陸市場均相近，意味中國大陸市場 1HFY19 鑲嵌珠寶產品由 goldstyle 產品所驅動的同店銷售增長動力(1HFY19 雙位數增長)，已于 3QFY19 消失。
- ❖ **我們的觀點** 我們已于 11 月 15 日報告提示同業的同店銷售于十月份出現減速。基于(1)港澳地區市場 4QFY19 及 1QFY20 同店銷售面對的基數將會更高；(2)如果現時人民幣兌港元匯價及金價水平維持至 4QFY19，兩者將同比下跌高單位數，我們認為 FY19 同店銷售指引有下行風險。基于彭博預測及 1HFY19 業績，2HFY19 公司收入預測為同比上升 2%，我們估計可能是下跌 2%。儘管 1HFY19 業績超預期，我們認為今天股價或會下跌。六福目前估值為 9.7 倍預期 FY19 市盈率，估值或會下跌至 9 倍，相當于歷史平均減一個標準偏差。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
營業收入(百萬港元)	15,923	14,031	12,807	14,578
淨利潤(百萬港元)	1,615	959	1,017	1,369
每股盈利(港元)	2.74	1.63	1.73	2.33
每股盈利變動(%)	(13.4)	(40.6)	6.3	34.7
市帳率(倍)	1.8	1.7	1.7	1.5
市盈率(倍)	9.3	15.6	14.7	10.9
股息率(%)	4.3	4.3	4.3	4.3
權益收益率(%)	20.0	11.1	11.6	14.5
淨資產負債率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及彭博預測

未評級

當前股價 HK\$25.10

葉建中, CFA

電話：(852) 3900 0838

郵件：albertyip@cmbi.com.hk

珠寶行業

市值(百萬港元)	14,736
3 月平均流通量(百萬港元)	14.9
52 周內股價高/低(港元)	37.75 / 23.65
總股本(百萬)	587

資料來源：彭博

股東結構

黃偉常	42.41%
-----	--------

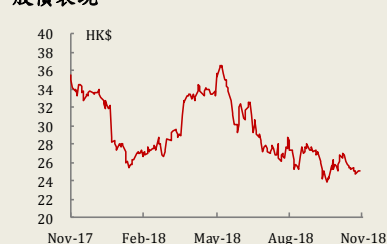
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.9%	-10.9%
3-月	-8.9%	-3.0%
6-月	-25.3%	-12.0%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵鹹永道

公司網站：www.lukfook.com

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

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 及 46 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。而過去的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，并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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。