

東方錶行 (398 HK)

同店加速，租金下調和潛在的股息驚喜

- ❖ 東方錶行是香港和中國的大型奢侈鐘錶品牌零售商。他們共有 63 個銷售點，香港 12 個，澳門 1 個，中國 47 個，台灣 3 個，17 財年銷售額超過 31 億港元。
- ❖ 18 財年上半年（截至 17 年 9 月）強勁復甦，受惠於同店銷售強勁反彈，毛利率提高以及租金大幅下調。剛公佈的 18 財年上半年，淨利潤增長 960%，達到 4,600 萬元，淨利潤率上升至 3.1%（17 財年上半年為 0.3%）。我們認為主要改善因素是：1) 集團同店銷售增長加速，由 17 財年的+2%上升至 18 財年上半年的+16%（平均售價上漲 13%，銷售量上漲 3%），2) 毛利率上漲 160 個基點，因為零售折扣減少，批發銷售減少（-18%）和毛利率較高的直接銷售增加（+17%），所以毛利率從去年同期的 15.3%改善至 16.9%，3) 租金下調 180 個基點，在 18 財年上半年，租金成本佔銷售額的比例降至只有 5.6%（17 財年上半年為 7.4%），這是經過一系列的關店和重整後的成果（在 2016 年 8 月，關閉了尖沙咀加拿分道的 1 個門店，此前租約為每月 100 萬港元，另外，在 2017 年 5 月，亦關閉了銅鑼灣怡和街的 1 個門店，前租約為每月 100 萬港元，還有在 2017 年 7 月，續租了尖沙咀金域假日酒店的一個門店，租金由的每月 260 萬港元調整至 200 萬）。同對如英皇鐘錶（887 HK）其實也受益於同樣的趨勢。18 財年上半年銷售增長下降了 2.4%，的確是較 17 財年的 3.6%增長減慢，但事實上是不用擔心的，因為這是批發銷售減少和直接零售銷售增加的結果，而因為直接零售的毛利率較高，所以對總體利潤來說是正面的。
- ❖ 受益於高端手錶的需求回暖，我們對公司 18 和 19 財年的看法審慎樂觀。我們對公司抱持謹慎樂觀的態度，因為 1) 管理層預期在 18/19 財年的同店銷售增長可達到高單位數的水平（16 和 17 財年為-19%/ -2%），主要是由於高端客戶需求回升，平均售價上漲，勞力士的很多主力款式都缺貨，而價格超過 30 萬港元的產品銷售量也激增，令核心品牌的平均銷售價在 18 財年上半年大幅上漲了 16%，達到 65,570 港元，2) 有 2 個香港門店的租約將在 2019 年到期，其中一個為公司在中環皇后大道中 100 號的旗艦店，現時每月租金為 200 萬港元，我們預期租金有可能減少 10 到 30%，因此或許可以額外節省 19 財年的 1,500 萬港元的總租金，約為 17 財年銷售額的 0.5%。
- ❖ 現價估值吸引，只有 0.5 倍市賬率和 11% 的 19 財年股息率。在市賬率來看，現價只有 19 財年的 0.5 倍，相比十年平均 0.9 倍，非常吸引，必須注意的是市值裏面有約 77% 是淨現金，而且也擁有價值 11.51 億港元的手錶庫存。加上，我們認為未來全年業績的派息比率有可能上調至 100%（18 財年上半年只為 25%），因為就算是派 6,700 萬元/ 1.14 億元（我們預測的淨利潤），亦只為公司手頭現金 8.64 億的 8%/ 13%，對營運完全沒有壓力，相應 18/19 財年的股息率為 6.6%/ 11.1%。我們預計 18/19 財年淨利潤增長率為 300%/ 67%，相等於 15 倍/ 9 倍的市盈率，仍然低於 08 到 14 財年的平均市盈率 14 倍。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬港元)	3,109	3,032	3,142
淨利潤 (百萬港元)	5	(16)	16
每股收益 (港元)	0.0079	(0.0272)	0.0287
每股收益變動 (%)	(78.1)	n/a	n/a
市盈率(x)	22.7	n/a	62.4
市帳率(x)	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	0.4	0.2	2.0
權益收益率 (%)	0.2	-0.7	0.8
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$1.78

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

香港/中國奢侈品行業

市值(百萬港元)	1,016
3 月平均流通量 (百萬港元)	0.77
52 周內股價高/低 (港元)	1.866/1.394
總股本 (百萬)	570.6

資料來源：彭博

股東結構

楊明標家族	28.01%
富達國際投資	8.06%
NTAsset (泰國)	5.11%
自由流通	58.82%

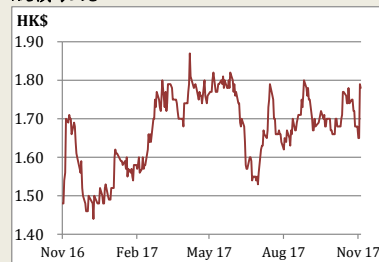
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.3%	-0.2%
3-月	7.2%	0.5%
6-月	-0.6%	-14.2%

資料來源：彭博

股價表現

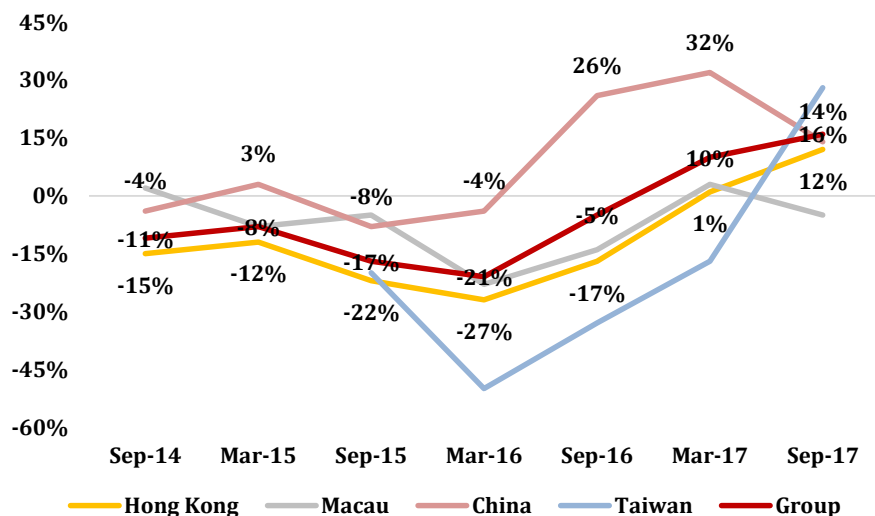


資料來源：彭博

審計師：德勤

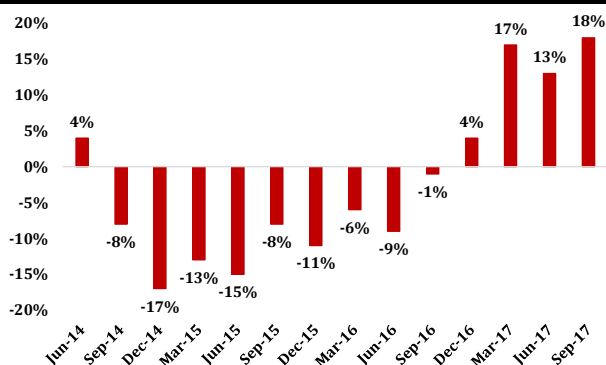
公司網站：www.orientalwatch.com

圖 1: 同店銷售增長, 按地區劃分, 截止至 18 財年上半年 (17 年 9 月結)



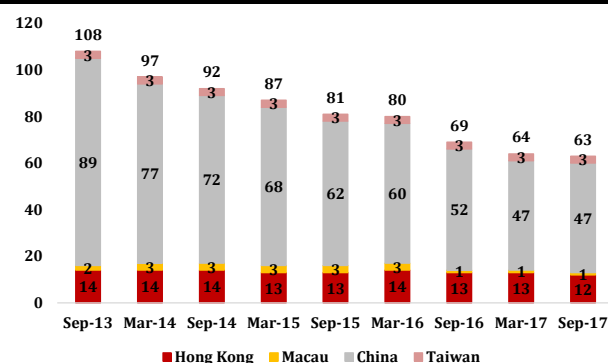
資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 2: 集團整體的同店增長, 截止至 18 財年上半年



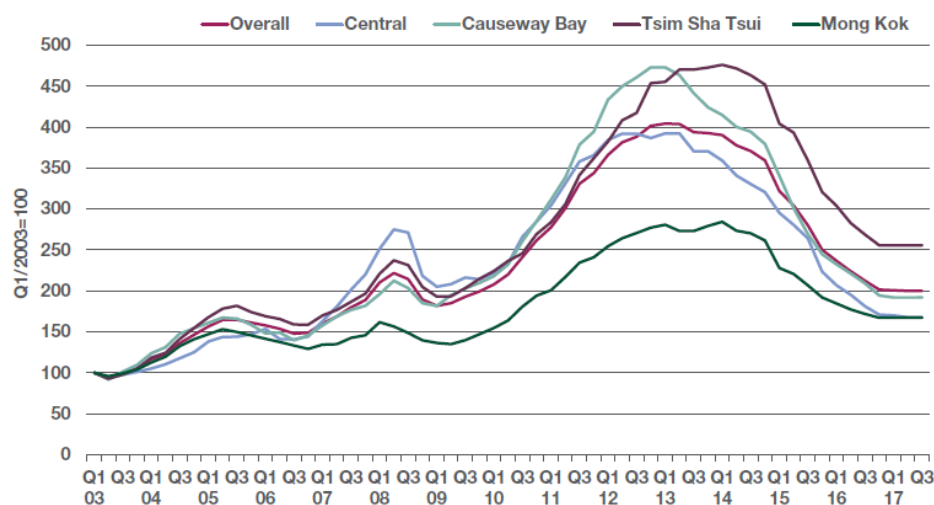
資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 3: 門店數量, 按地區劃分, 截止至 18 財年上半年



資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 4: 主要街邊店租金指數, 按香港地域劃分, 截止至 17 年 9 月



資料來源: 第一太平戴維斯, 招銀國際

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 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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 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。