六福 (590HK)

NDR 會議紀要，估值從風險回報基準上變得吸引

- **一、二月同店銷售沒有明顯復甦** 我們昨天舉辦了投資者交流會。管理層預期一、二月港澳地區及中國大陸同店銷售有低雙位數下跌。港澳地區一、二月表現與去年十一、十二月差不多，中國大陸一、二月表現略好於去年十一、十二月(約中雙位數下跌)。品牌店同店銷售較自營店高出中單位數，電商渠道收入增長仍在 30%以上。考慮到去年港澳地區同店銷售基數明顯提高(4QFY18: +18% vs 3QFY18: +1%)，我們認為一、二月港澳地區同店銷售不是很差。根據我們的渠道調查，周大福(1929.HK，未評級)一至二月中港澳地區及中國大陸同店銷售有單位數增長，表現續優於六福。
- **鑲嵌珠寶同店銷售表現續優於黃金產品** 港澳地區一、二月同店銷售下跌是價量齊跌，而鑲嵌珠寶及黃金產品同店銷售表現差不多；中國大陸方面，儘管鑲嵌珠寶同店銷售下跌，表現仍優於黃金產品。
- **FY19E 展望** 管理層維持 FY19E 港澳地區及中國大陸同店銷售分別為中單位數增長及中單位數下跌的指引。展望 1QFY20E，由於基數更高，管理層認為較難預測同店銷售走勢。對於 2HFY19E 毛利率趨勢，管理層認為會同比上升，原因是高毛利率的鑲嵌珠寶銷售佔比有所提升，以及鑲嵌珠寶批發業務毛利率復甦。我們認為 2HF19E 金價持續上漲以及中國大陸市場黃金產品同店銷售下跌帶來較低的周轉率，公司的黃金產品銷售可產生持貨利潤。此外，管理層認為 FY19E 經營利潤率可以維持穩定。
- **中國大陸市場的渠道擴張步伐仍然強勁** 管理層預期未來開店集中於低線城市擴張，公司 FY20E 於中國大陸市場增加不少於一百家分店，主要來自品牌店的擴張。
- **續租租金可望於 FY20E 下跌** 由於旅遊區街舖續租租金下跌，FY19E 整體港澳地區續租租金下跌超過兩成。由於旺角、銅鑼灣等街舖續租租金下跌，管理層預期 FY20E 整體續租租金有單位數下跌。
- **我們的觀點** 根據彭博的預測，我們相信 FY19E 市場對收入預測或有 3%的下行風險，公司現時估值為 FY19E 10.0 倍市盈率，或 9.8 倍一年預期市盈率，低於歷史平均的 11.1 倍。我們認為中美貿易磨擦有所緩解以及股市反彈，將會提振消費情緒，並逐漸反映於同店銷售趨勢。此外，人民幣兌港元匯率年初至今已上漲 3%，如果現價能維持至 2QFY20E(2019 年七至九月)，人民幣匯率將扭轉跌勢並同比上升 2%。儘管港澳地區同店銷售基數於下季度將會更高(1QFY19: +26%)，我們相信 1QFY20E 不會太差。由於同店銷售基數於下季度見頂後會一直回落至 3QFY20E(3QFY19: -9%)，而股價一般較同店銷售更早到達底部，我們認為股價或已於 2018 年 12 月出現底部(8.3 倍一年預期市盈率)，而從風險回報基準上，六福的估值已變得吸引。

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	15.7	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$25.50

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)	13,093
3 月平均流通量 (百萬港元)	23.0
52 周內股價高/低 (港元)	37.75/20.90
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	14.1%	9.1%
3-月	2.6%	-9.1%
6-月	-3.8%	-8.5%

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

核數師：羅兵咸永道
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 : 招銀國際並未給予投資評級

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，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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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。