

## 六福 (590HK)

### NDR 会议纪要，估值从风险回报基准上变得吸引

- ❖ **一、二月同店销售没有明显复苏** 我们昨天举办了投资者交流会。管理层预期一、二月港澳地区及中国大陆同店销售有低双位数下跌。港澳地区一、二月表现与去年十一、十二月差不多，中国大陆一、二月表现略好于去年十一、十二月(约中双位数下跌)。品牌店同店销售较自营店高出中单位数，电商渠道收入增长仍在 30%以上。考虑到去年港澳地区同店销售基数明显提高(4QFY18: +18% vs 3QFY18: +1%)，我们认为一、二月港澳地区同店销售不是很差。根据我们的渠道调查，周大福(1929.HK, 未评级)一至二月中港澳地区及中国大陆同店销售有单位数增长，表现续优于六福。
- ❖ **镶嵌珠宝同店销售表现续优于黄金产品** 港澳地区一、二月同店销售下跌是价量齐跌，而镶嵌珠宝及黄金产品同店销售表现差不多；中国大陆方面，尽管镶嵌珠宝同店销售下跌，表现仍优于黄金产品。
- ❖ **FY19E 展望** 管理层维持 FY19E 港澳地区及中国大陆同店销售分别为中单位数增长及中单位数下跌的指引。展望 1QFY20E，由于基数更高，管理层认为较难预测同店销售走势。对于 2HFY19E 毛利率趋势，管理层认为会同比上升，原因是高毛利率的镶嵌珠宝销售占比有所提升，以及镶嵌珠宝批发业务毛利率复苏。我们认为 2HFY19E 金价持续上涨以及中国大陆市场黄金产品同店销售下跌带来较低的周转率，公司的黄金产品销售可产生持货利润。此外，管理层认为 FY19E 经营利润率可以维持稳定。
- ❖ **中国大陆市场的渠道扩张步伐仍然强劲** 管理层预期未来开店集中于低线城市扩张，公司 FY20E 于中国大陆市场增加不少于一百家分店，主要来自品牌店的扩张。
- ❖ **续租租金可望于 FY20E 下跌** 由于旅游区街铺续租租金下跌，FY19E 整体港澳地区续租租金下跌超过两成。由于旺角、铜锣湾等街铺续租租金下跌，管理层预期 FY20E 整体续租租金有单位数下跌。
- ❖ **我们的观点** 根据彭博的预测，我们相信 FY19E 市场对收入预测或有 3%的下行风险，公司现时估值为 FY19E 10.0 倍市盈率，或 9.8 倍一年预期市盈率，低于历史平均的 11.1 倍。我们认为中美贸易摩擦有所缓解以及股市反弹，将会提振消费情绪，并逐渐反映于同店销售趋势。此外，人民币兑港元汇率年初至今已上涨 3%，如果现价能维持至 2QFY20E(2019 年七至九月)，人民币汇率将扭转跌势并同比上升 2%。尽管港澳地区同店销售基数于下季度将会更高(1QFY19: +26%)，我们相信 1QFY20E 不会太差。由于同店销售基数于下季度见顶后会一直回落至 3QFY20E(3QFY19: -9%)，而股价一般较同店销售更早到达底部，我们认为股价或已于 2018 年 12 月出现底部(8.3 倍一年预期市盈率)，而从风险回报基准上，六福的估值已变得吸引。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A
营业收入(百万港元)	15,923	14,031	12,807	14,578
净利润(百万港元)	1,615	959	1,017	1,369
每股盈利(港元)	2.74	1.63	1.73	2.33
每股盈利变动(%)	(13.4)	(40.6)	6.3	34.7
市帐率(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
权益收益率(%)	20.0	11.1	11.6	14.5
净资产负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及彭博预测

### 未评级

当前股价 HK\$25.50

#### 叶建中, CFA

电话: (852) 3900 0838

邮件: albertyip@cmbi.com.hk

#### 珠宝行业

市值(百万港元)	13,093
3 月平均流通量(百万港元)	23.0
52 周内股价高/低(港元)	37.75/20.90
总股本(百万)	587

资料来源：彭博

#### 股东结构

黄伟常	42.41%
-----	--------

资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.1%	9.1%
3-月	2.6%	-9.1%
6-月	-3.8%	-8.5%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

核数师：罗兵咸永道

公司网站：www.lukfook.com

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。