

东方表行(398 HK)

同店加速，租金下调和潜在的股息惊喜

- ❖ 东方表行是香港和中国的大型奢侈钟表品牌零售商。他们共有 63 个销售点，香港 12 个，澳门 1 个，中国 47 个，台湾 3 个，17 财年销售额超过 31 亿港元。
- ❖ 18 财年上半年（截至 17 年 9 月）强劲复苏，受惠于同店销售强劲反弹，毛利率提高以及租金大幅下调。刚公布的 18 财年上半年，净利润增长 960%，达到 4,600 万元，净利润率上升至 3.1%（17 财年上半年为 0.3%）。我们认为主要改善因素是：1) 集团同店销售增长加速，由 17 财年的+2% 上升至 18 财年上半年的+16%（平均售价上涨 13%，销售量上涨 3%），2) 毛利率上涨 160 个基点，因为零售折扣减少，批发销售减少（-18%）和毛利率较高的直接销售增加（+17%），所以毛利率从去年同期的 15.3% 改善至 16.9%，3) 租金下调 180 个基点，在 18 财年上半年，租金成本占销售额的比例降至只有 5.6%（17 财年上半年为 7.4%），这是经过一系列的关店和重整后的成果（在 2016 年 8 月，关闭了尖沙咀加拿分道的 1 个门店，此前租约为每月 100 万港元，另外，在 2017 年 5 月，亦关闭了铜锣湾怡和街的 1 个门店，前租约为每月 100 万港元，还有在 2017 年 7 月，续租了尖沙咀金域假日酒店的一个门店，租金由的每月 260 万港元调整至 200 万）。同对如皇皇钟表（887 HK）其实也受益于同样的趋势。18 财年上半年销售增长下降了 2.4%，的确是较 17 财年的 3.6% 增长减慢，但事实上是不用担心的，因为这是批发销售减少和直接零售销售增加的结果，而因为直接零售的毛利率较高，所以对总体利润来说是正面的。
- ❖ 受益于高端手表的需求回暖，我们对公司 18 和 19 财年的看法审慎乐观。我们对公司抱持谨慎乐观的态度，因为 1) 管理层预期在 18/19 财年的同店销售增长可达到高单位数的水平（16 和 17 财年为-19%/ -2%），主要是由于高端客户需求回升，平均售价上涨，劳力士的很多主力款式都缺货，而价格超过 30 万港元的产品销售量也激增，令核心品牌的平均销售价在 18 财年上半年大幅上涨了 16%，达到 65,570 港元，2) 有 2 个香港门店的租约将在 2019 年到期，其中一个为公司在中环皇后大道中 100 号的旗舰店，现时每月租金为 200 万港元），我们预期租金有可能减少 10 到 30%，因此或许可以额外节省 19 财年的 1,500 万港元的总租金，约为 17 财年销售额的 0.5%。
- ❖ 现价估值吸引，只有 0.5 倍市账率和 11% 的 19 财年股息率。在市账率来看，现价只有 19 财年的 0.5 倍，相比十年平均 0.9 倍，非常吸引，必须注意的是市值里面有约 77% 是净现金，而且也拥有价值 11.51 亿港元的手表库存。加上，我们认为未来全年业绩的派息比率有可能上调至 100%（18 财年上半年只为 25%），因为就算是派 6,700 万元/ 1.14 亿元（我们预测的净利润），亦只为公司手头现金 8.64 亿的 8%/ 13%，对营运完全没有压力，相应 18/19 财年的股息率为 6.6%/ 11.1%。我们预计 18/19 财年净利润增长率为 300%/ 67%，相等于 15 倍/ 9 倍的市盈率，仍然低于 08 到 14 财年的平均市盈率 14 倍。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万港元)	3,109	3,032	3,142
净利润(百万港元)	5	(16)	16
每股收益(港元)	0.0079	(0.0272)	0.0287
每股收益变动(%)	(78.1)	n/a	n/a
市盈率(x)	22.7	n/a	62.4
市帐率(x)	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	0.4	0.2	2.0
权益收益率(%)	0.2	-0.7	0.8
财务杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

数据源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$1.78

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

香港/中国奢侈品行业

市值(百万港元)	1,016
3 月平均流通量(百万港元)	0.77
52 周内股价高/低(港元)	1.866/1.394
总股本(百万)	570.6

数据源：彭博

股东结构

杨明标家族	28.01%
富达国际投资	8.06%
NTAsset (泰国)	5.11%
自由流通	58.82%

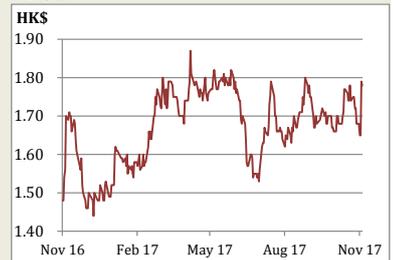
数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.3%	-0.2%
3-月	7.2%	0.5%
6-月	-0.6%	-14.2%

数据源：彭博

股价表现

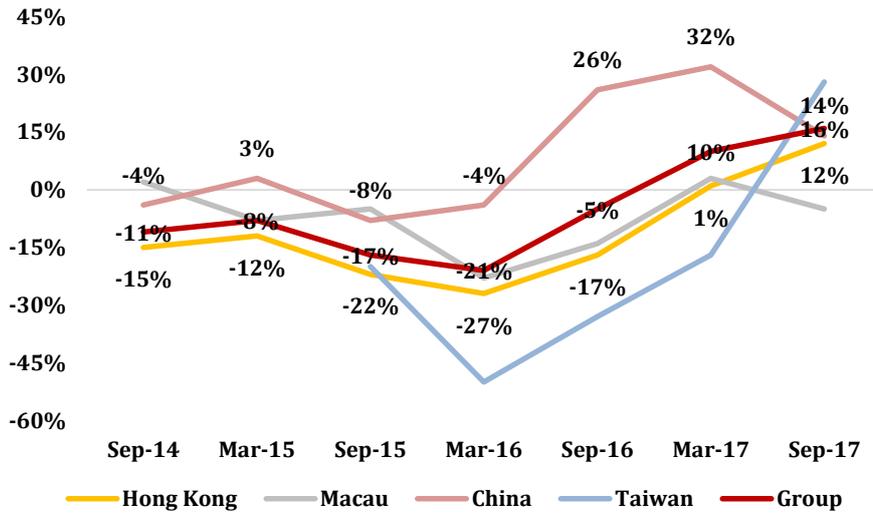


数据源：彭博

审计师：德勤

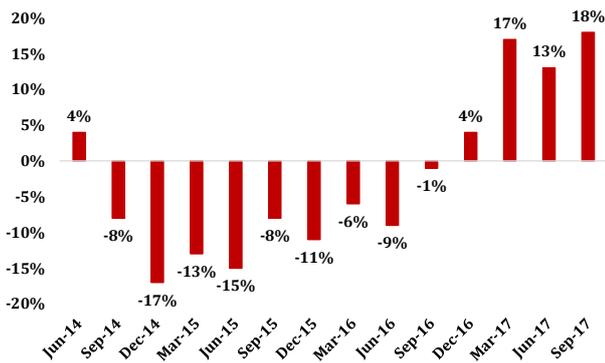
公司网站：www.orientalwatch.com

图 1: 同店销售增长, 按地区划分, 截止至 18 财年上半年 (17 年 9 月结)



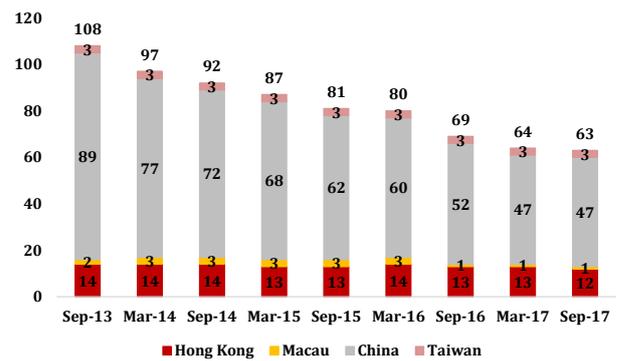
资料来源: 公司资料, 招银国际

图 2: 集团整体的同店增长, 截止至 18 财年上半年



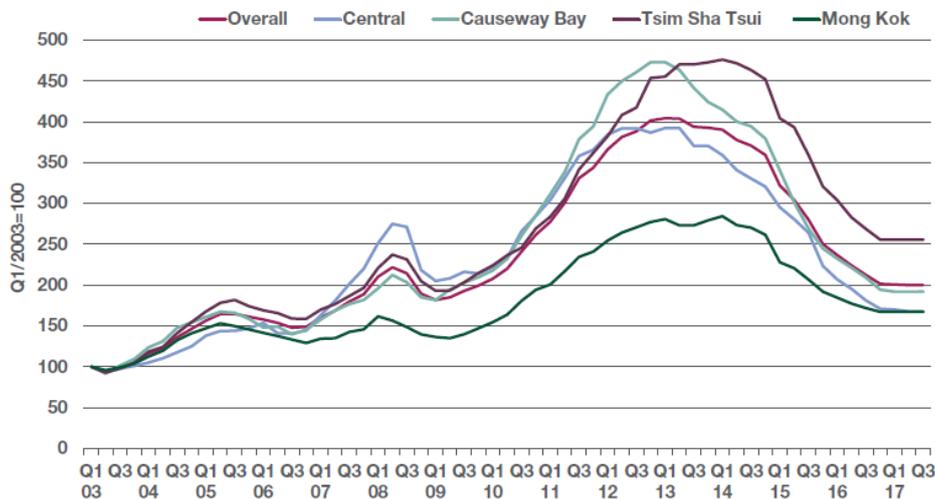
资料来源: 公司资料, 招银国际

图 3: 门店数量, 按地区划分, 截止至 18 财年上半年



资料来源: 公司资料, 招银国际

图 4: 主要街边店租金指数, 按香港地域划分, 截止至 17 年 9 月



资料来源: 第一太平戴维斯, 招银国际

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商投资者

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。