

英皇鐘錶珠寶 (887 HK)

估值吸引，而且下半年前景樂觀

- ❖ 英皇鐘錶珠寶是香港和中國領先的奢侈品零售商。英皇鐘錶珠寶在香港代理分銷 Patek Philippe, 勞力士, 卡地亞, Jaeger-LeCoultre, Breguet 等各種奢侈手錶品牌, 而在中國內地則分銷帝舵, 歐米茄, 雷達, 萬寶龍等品牌, 同時也銷售自主品牌“英皇珠寶”的鑽石, 玉器和金器產品。截至 16 財年, 香港/澳門/其他亞太地區(中國和新加坡)的銷售佔比為 75%/ 6%/ 19%, 並擁有 97 家門店, 銷售額達 36 億港元。
- ❖ 中國遊客在 17 年上半年回歸, 所有區域都有明顯復甦。受惠於中國遊客需求的強勁復甦, 集團 17 財年上半年(14 財年以來首次)錄得盈利, 銷售額亦增長 9.1% (主要來自 8.8% 同店銷售增長, 和 8.5% 平均售價增長), 16 財年下半年的 -2.2%, 及 16 財年上半年的 -30.8% 大幅改善。所有區域均出現反彈, 香港/澳門/其他亞太地區(中國及新加坡)在上半年的銷售增長分別為 + 6.2% / + 3.4% / + 22.3%, 比較上年同期的 -19.1% / -26.5% / -7.8%。
- ❖ 上半年淨利潤率大幅提高 6.2%, 是歸功於 1) 折扣減少和平均售價增長令毛利率擴張, 2) 經營槓桿, 租賃成本持續下降。17 財年上半年淨利潤率從去年同期的 -4.1% 大幅提升至 2.1%, 主要是歸功於 1) 毛利率擴張(勞力士品牌的折扣減少, 消費升級持續, 客人轉向購買平均售價更高的產品,) , 以及 2) 經營槓桿(17 財年上半年租金開支按年減少 11.7%, 僅佔銷售額的 11.7%, 而 16 財年上半年為 14.7%)。
- ❖ 我們預計 17 財年下半年銷售增長會加快, 因為香港銷售貢獻更大。瑞士手錶出口(到亞洲)以及(中國)進口手錶的銷售的趨勢都顯示有明顯加速。奢侈品銷售的回暖在中國來得比(從 16 財年下半年開始)香港早(自 17 財上半年開始), 因此 17 財年的下半年與上半年比較, 我們看到香港(從 0.9% 到 10.2%)在加速, 但中國卻在放緩(從 7.9% 至 4.5%), 而因為集團有超過 70% 的銷售來自香港, 我們預期 2 季度的雙位數增長將可維持至 3 和 4 季度(銷售增長下半年可望達到 15.3%, 上半年為 9.1%)。另一方面, 瑞士手錶出口(向亞洲), 以及中國進口手錶的銷售, 都自 17 財年 2 季度起急速上升, 17 財年首 11 個月累計增速達到 5.0% 和 21.6%, 下半年錄得明顯加速。
- ❖ 17 財年租金開支可能有雙位數的下降, 並在 18 財年保持平穩。集團大部分的門店都位於街邊和遊客區, 因此我們預計集團在 17 財年的租金開支將出現雙位數的下滑(新的三年合約租金可下調約 30%, 而每年續約三分之一左右的門店)。而在 18 財年的增長會較為平穩, 因為 15 財年續約時已就較差的零售環境作出調整。
- ❖ 值現價只有 12 倍的 18 財年預測市盈率, 剔除淨現金後更只淨 6 倍, 估值相當吸引。我們預計 17/18 財年的淨利潤約為 1.47 億港元/2.06 億港元, 意味着 18 財年會增長 40%, 相當於 3.6%/ 4.4% 的淨利潤率(接近 13 財年的 4.4%, 仍遠低於 11 財年的 10.7%)。我們認為現價僅為 18 倍/ 12 倍 17/18 財年預測市盈率, 5 年平均為 15 倍。值得注意的是, 公司手頭淨現金為 14 億港元, 這意味著剔除淨現金後, 僅為 6 倍的 18 財年預測市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬港元)	5,925	4,642	3,642
淨利潤 (百萬港元)	138	(120)	(65)
每股收益 (港元)	0.0201	(0.0174)	(0.0094)
每股收益變動 (%)	(52.4)	n/a	n/a
市盈率(x)	18.9	n/a	n/a
市帳率(x)	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	0.6	0.6	0.6
權益收益率 (%)	3.1	(2.8)	(1.6)
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\$0.380

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)	2,615
3 月平均流通量 (百萬港元)	1.28
52 周內股價高/低 (港元)	0.435/0.270
總股本 (百萬)	6,882.4

資料來源: 彭博

股東結構

楊受成家族	52.75%
Brandes Investment Partners	8.99%
滙豐投資管理	3.54%
自由流通	34.72%

資料來源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.1%	-0.1%
3-月	-7.4%	-15.2%
6-月	15.4%	-3.3%

資料來源: 彭博

股價表現

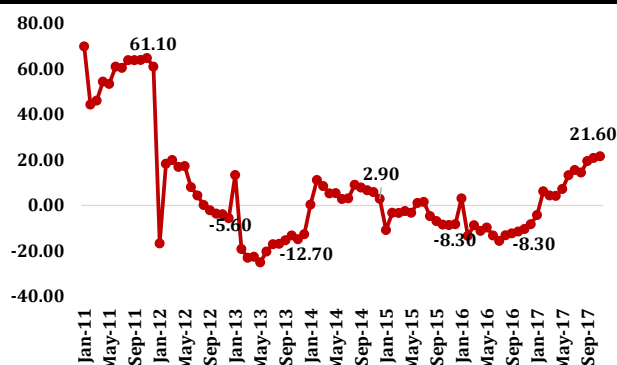


資料來源: 彭博

審計師: 德勤

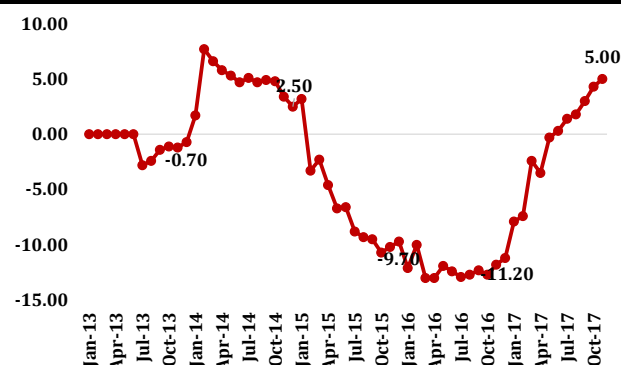
公司網站:
www.emperorwatchjewellery.com

圖 1: 中國進口數量:手錶:累計同比



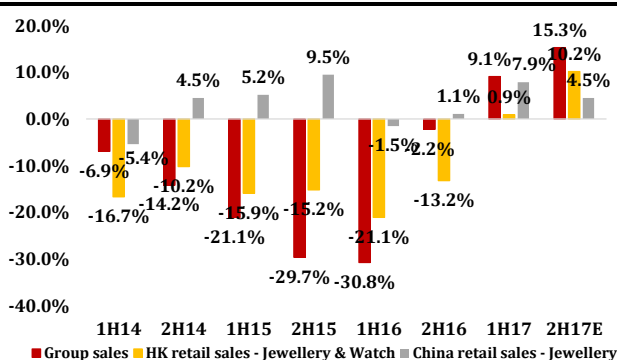
資料來源: 中國海關總署, 招銀國際

圖 2: 瑞士出口金額:手錶:亞洲:累計同比



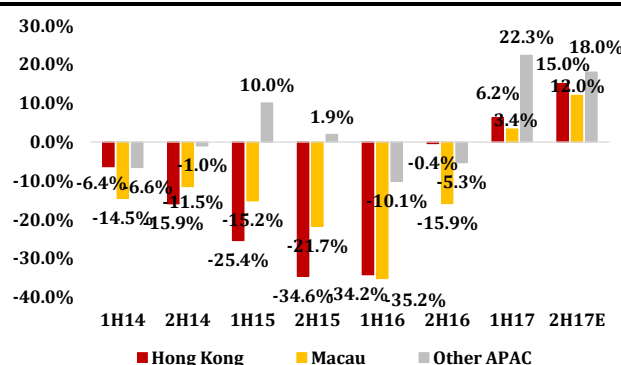
資料來源: 瑞士鐘錶工業聯合會, 招銀國際

圖 3: 銷售增長, 按集團銷售, 香港珠寶鐘錶和中國珠寶劃分



資料來源: 公司資料, 政府統計處, 中國國家統計局, 招銀國際

圖 4: 銷售增長, 按地區劃分, 香港, 澳門, 其他亞太地區 (中國和新加坡)



資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 5: 集團分銷品牌

Hong Kong: 27 Dealerships

Baume & Mercier Mido
 Bedat & Co Omega
 Bell & Ross Officine Panerai
 Blancpain Parmigiani
 Breguet Patek Philippe
 Cartier Piaget
 Certina Rado
 Chopard Rolex
 Franck Muller Tag Heuer
 Girard-Perregaux Tissot
 Hamilton Tudor
 IWC Schaffhausen Vacheron Constantin
 Jaeger-LeCoultre Zenith
 Montblanc

Mainland China: 16 Dealerships

Baume & Mercier (名士)
 BVLGARI (寶格麗)
 Carl F. Bucherer (寶齊萊)
 Chopard (蕭邦)
 Franck Muller (法穆蘭)
 Girard-Perregaux (芝柏表)
 Jaeger-LeCoultre (積家)
 Montblanc (萬寶龍)
 Omega (歐米茄)
 Piaget (伯爵)
 Rado (雷達表)
 Rolex (勞力士)
 Tag Heuer (泰格豪雅)
 Tudor (帝舵表)
 Vacheron Constantin (江詩丹頓)
 Zenith (真力時)

Singapore: 4 Dealerships

Cartier
 Patek Philippe
 Rolex
 Tudor

資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 6: 集團銷售網絡, 截止至 17 年 6 月

As at 30 Jun 2017

	Stores				Floor Area (Net)	
	Single-brand Watch Only	Multi-brand Watch with/without Jewellery	Jewellery Only	Total	Total (sq. ft.)	Average (sq. ft.)
Hong Kong	7	7	7	21	90,180	4,294
Macau	2	2	3	7	7,994	1,142
Mainland China	14	4	40	58	45,160	779
Singapore	4	-	2	6	4,988	831
Total	27	13	52	92	148,322	1,612

資料來源: 公司資料, 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 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。