

英皇钟表珠宝 (887 HK)

估值吸引，而且下半年前景乐观

- ❖ 英皇钟表珠宝是香港和中国领先的奢侈品零售商。英皇钟表珠宝在香港代理分销 Patek Philippe, 劳力士, 卡地亚, Jaeger-LeCoultre, Breguet 等各种奢侈手表品牌, 而在中国内地则分销帝舵, 欧米茄, 雷达, 万宝龙等品牌, 同时也销售自主品牌“英皇珠宝”的钻石, 玉器和金器产品。截至 16 财年, 香港/澳门/其他亚太地区 (中国和新加坡) 的销售占比为 75%/ 6%/ 19%, 并拥有 97 家门店, 销售额达 36 亿港元。
- ❖ 中国游客在 17 年上半年回归, 所有区域都有明显复苏。受惠于中国游客需求的强劲复苏, 集团 17 财年上半年 (14 财年以来首次) 录得盈利, 销售额亦增长 9.1% (主要来自 8.8% 同店销售增长, 和 8.5% 平均售价增长), 16 财年下半年 -2.2%, 及 16 财年上半年的 -30.8% 大幅改善。所有区域均出现反弹, 香港/澳门/其他亚太地区 (中国及新加坡) 在上半年的销售增长分别为 +6.2% / +3.4% / +22.3%, 比较上年同期的 -19.1% / -26.5% / -7.8%。
- ❖ 上半年净利润率大幅提高 6.2%, 是归功于 1) 折扣减少和平均售价增长令毛利率扩张, 2) 经营杠杆, 租赁成本持续下降。17 财年上半年净利润率从去年同期的 -4.1% 大幅提升至 2.1%, 主要是归功于 1) 毛利率扩张 (劳力士品牌的折扣减少, 消费升级持续, 客人转向购买平均售价更高的产品,) 以及 2) 经营杠杆 (17 财年上半年租金开支按年减少 11.7%, 仅占销售额的 11.7%, 而 16 财年上半年为 14.7%)。
- ❖ 我们预计 17 财年下半年销售增长会加快, 因为香港销售贡献更大。瑞士手表出口 (到亚洲) 以及 (中国) 进口手表的销售的趋势都显示有明显加速。奢侈品销售的回暖在中国来得比 (从 16 财年下半年开始) 香港早 (自 17 财年上半年开始), 因此 17 财年的下半年与上半年比较, 我们看到香港 (从 0.9% 到 10.2%) 在加速, 但中国却在放缓 (从 7.9% 至 4.5%), 而因为集团有超过 70% 的销售来自香港, 我们预期 2 季度的双位数增长将可维持至 3 和 4 季度 (销售增长下半年可望达到 15.3%, 上半年为 9.1%)。另一方面, 1) 瑞士手表出口 (向亚洲), 以及 2) (中国) 进口手表的销售, 都自 17 财年 2 季度起急速上升, 17 财年首 11 个月累计增速达到 5.0% 和 21.6%, 下半年录得明显加速。
- ❖ 17 财年租金开支可能会有双位数的下降, 并在 18 财年保持平稳。集团大部分的门店都位于街边和游客区, 因此我们预计集团在 17 财年的租金开支将出现双位数的下滑 (新的三年合约租金可下调约 30%, 而每年续约三分之一左右的门店)。而在 18 财年的增长会较为平稳, 因为 15 财年续约时已就较差的零售环境作出调整。
- ❖ 现价只有 12 倍的 18 财年预测市盈率, 剔除净现金后更只净 6 倍, 估值相当吸引。我们预计 17/18 财年的净利润约为 1.47 亿港元/2.06 亿港元, 意味着 18 财年会增长 40%, 相当于 3.6% / 4.4% 的净利润率 (接近 13 财年的 4.4%, 仍远低于 11 财年的 10.7%)。我们认为现价仅为 18 倍 / 12 倍 17/18 财年预测市盈率, 5 年平均为 15 倍。值得注意的是, 公司手头净现金为 14 亿港元, 这意味着剔除净现金后, 仅为 6 位的 18 财年预测市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万港元)	5,925	4,642	3,642
净利润 (百万港元)	138	(120)	(65)
每股收益 (港元)	0.0201	(0.0174)	(0.0094)
每股收益变动 (%)	(52.4)	n/a	n/a
市盈率 (x)	18.9	n/a	n/a
市帐率 (x)	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	0.6	0.6	0.6
权益收益率 (%)	3.1	(2.8)	(1.6)
财务杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金

数据来源: 公司及招銀国际研究

未评级

当前股价 HK\$0.380

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)	2,615
3 月平均流通量 (百万港元)	1.28
52 周内股价高/低 (港元)	1.435/0.270
总股本 (百万)	6,882.4

数据来源: 彭博

股东结构

杨受成家族	52.75%
Brandes Investment Partners	8.99%
汇丰投资管理	3.54%
自由流通	34.72%

数据来源: HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.1%	-0.1%
3-月	-7.4%	-15.2%
6-月	15.4%	-3.3%

数据来源: 彭博

股价表现



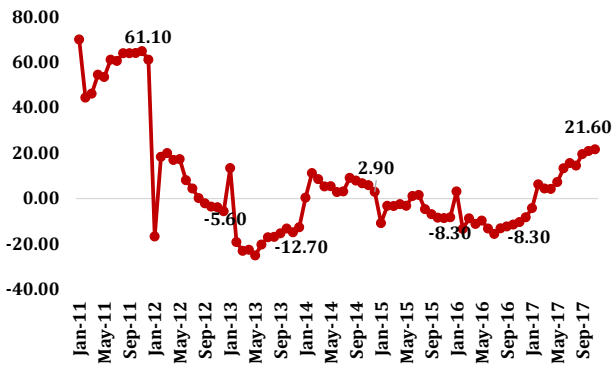
数据来源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站:

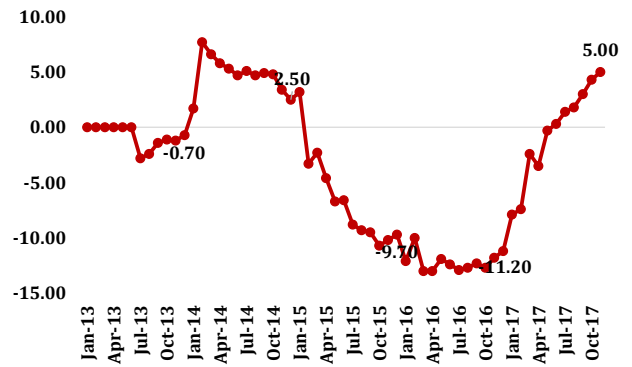
www.emperorwatchjewellery.com

图 1: 中国进口数量:手表:累计同比



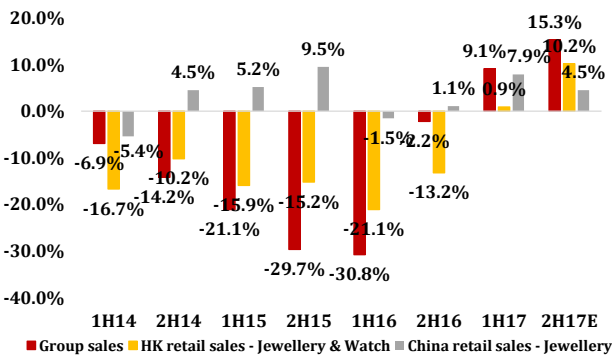
资料来源: 中国海关总署, 招银国际

图 2: 瑞士出口金额:手表:亚洲:累计同比



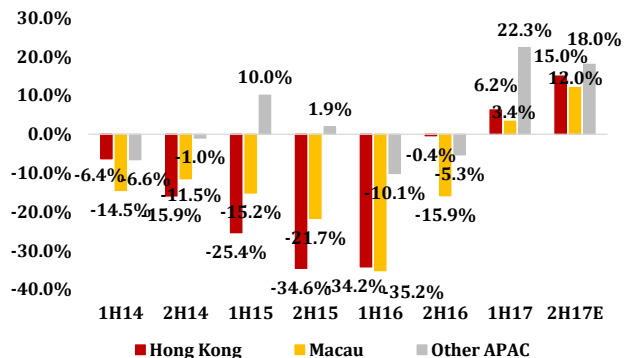
资料来源: 瑞士钟表工业联合会, 招银国际

图 3: 销售增长, 按集团销售, 香港珠宝钟表和中国珠宝划分



资料来源: 公司资料, 政府统计处, 中国国家统计局, 招银国际

图 4: 销售增长, 按地区划分, 香港, 澳门, 其他亚太地区 (中国和新加坡)



资料来源: 公司资料, 招银国际

图 5: 集团分销品牌

Hong Kong: 27 Dealerships		Mainland China: 16 Dealerships		Singapore: 4 Dealerships	
Baume & Mercier	Mido	Baume & Mercier (名士)	Omega (歐米茄)	Cartier	
Bedat & Co	Omega	BVLGARI (寶格麗)	Piaget (伯爵)	Patek Philippe	
Bell & Ross	Officine Panerai	Carl F. Bucherer (寶齊萊)	Rado (雷達表)	Rolex	
Blancpain	Parmigiani	Chopard (蕭邦)	Rolex (勞力士)	Tudor	
Breguet	Patek Philippe	Franck Muller (法穆蘭)	Tag Heuer (泰格豪雅)		
Cartier	Piaget	Girard-Perregaux (芝柏表)	Tudor (帝舵表)		
Certina	Rado	Jaeger-LeCoultre (積家)	Vacheron Constantin (江詩丹頓)		
Chopard	Rolex	Montblanc (萬寶龍)	Zenith (真力時)		
Franck Muller	Tag Heuer				
Girard-Perregaux	Tissot				
Hamilton	Tudor				
IWC Schaffhausen	Vacheron Constantin				
Jaeger-LeCoultre	Zenith				
Montblanc					

资料来源: 公司资料, 招银国际

图 6: 集团销售网络, 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

资料来源: 公司资料, 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。