

利丰(494 HK)

“速度，创新与数字化”是正确的出路

- ❖ 世界上最大的成衣，杂货消费品供应链管理商。利丰（494 HK）是世界上最大的供应链管理商，拥有 8,000 多家客户，和超过 15,000 家采购工厂的供应网络，主要专注于成衣，时尚配饰，家具，美容，护肤产品，玩具和体育用品等等。在 16 财年，销售到美国/欧洲/亚洲/世界其他地区的比例分别为 64%/ 18%/ 12%/ 6%。
- ❖ 业绩于 17 财年上半年见底回升。新的 3 年业务发展规划，在 17 财年上半年有良好的开端，因为销售（不包括出售亚洲消费品和医疗保健品分销业务的收入），从 16 财年的下降 8.3%改善至 17 财年上半年的只下降 2.1%，而同期核心营业利润亦从下滑 17.7%改善至 11.9%的增长，原因是 1) 美国市场的销售渐趋稳定（从 16 财年的下滑 7.9%改善至只下降 3.7%），2) 欧洲强劲增长（该区域服务业务增长达 39.2%），3) 物流业务快速扩张，其中核心营业利润增长了 33.3%，远远快于 16 财年的 15.5%增长，4) 由于业务板块重组后 KPI 和激励措施的改进令生产效率提高，所以劳动力成本大幅下降了 9.7%，最后 5) 与去年相比，上半年应收账款拨备较去年亦有相当减少。
- ❖ 核心主题“速度，创新与数字化”是保持竞争力的正途。自 17 年 3 月起，公司引入了新的供应链解决方案的增值服务，和数码化的商业模式（如数码样板和虚拟试身，动态成本测算等）为不少客户取得了显著的正面成效，如：1) 订单周期从 40 周缩短至 13 周，2) 由于对终端零售市场的反应更快，销售额也提高了 25%，3) 折扣率也比平常少 30%。另一方面，供货商也会受益匪浅，原因是 1) 制造样品成本显著降低，因为对实际样品的需求会大大减少，2) 节省了相当数量样板的空运费。利丰的许多员工现在正在受培训去掌握这项技术，相信会成为一股雄厚的力量，以巩固与当前合作伙伴的业务关系，并在未来赢得更多市场份额。
- ❖ 我们对 17 财年下半年展望相对正面。我们对 17 财年下半年的前景是相对积极的，因为 1) 利丰物流的总裁，在过去几年曾经成功签约了大量优秀的新客户，将被提升去领导新成立的全球业务发展团队，2) 物流增长会达到双位数，因为预期汇率压力会减少，利丰刚刚进入印度市场，和星加坡在 16 年启用的配送中心正在快速成长，3) 沃尔玛等零售商等美国客户的销售额亦有所改善（虽然相对缓慢），4) 潜在的成衣原材料价格的上涨和通缩压力缓解。
- ❖ 目前估值相当合理，我们对集团的 3 年目标保持谨慎。我们预计 17 财年的销售将下滑，毛利率保持稳定，但运营成本会有单位数的下降，因此净利润增长可达 5%左右。利丰现价为 16.5 倍的 17 财年市盈率，估值合理，但因为其股息率达到 7%令股价会有支持。我们对集团的 3 年目标保持谨慎态度，等待未来销售增长回升的迹象。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万美元)	19,288	18,831	16,761
净利润(百万美元)	568	449	258
每股收益(港元)	0.410	0.391	0.207
每股收益变动(%)	(39.1)	(4.6)	(47.0)
市盈率(x)	14.5	13.5	16.5
市帐率(x)	3.0	2.3	1.6
股息率(%)	6.5	6.5	7.6
权益收益率(%)	11.5	16.5	9.2
财务杠杆(x)	28.8	36.8	8.5

数据源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$3.60

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织行业

市值(百万港元)	30,494
3 月平均流通量(百万港元)	93.39
52 周内股价高/低(港元)	4.1/2.75
总股本(百万)	8,415.4

数据源：彭博

股东结构

冯氏家族	27.73%
首域投资	7.74%
Silchester International	4.97%
自由流通	59.56%

数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.1%	10.5%
3-月	29.5%	21.7%
6-月	-3.2%	-14.9%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.lifung.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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。