

申洲國際 (2313 HK)

未來增長有望改善，配股為買入的好機會

在控股股東馬氏家族減持 2% 股份後，我們認為公司基本面仍良好，2019 下半年前景維持正面。配售股份每股作價 102 港元，對應 20 倍 20 財年市盈率，屬買入機會。

- **最大股東以 5.7% 折讓出售約 2% 股份。**申洲宣布以 102.0 港元每股作價出售 3,170 萬股現有股份，較前收市價 108.2 港元折讓 5.7%。售出股份佔股份總數約 2.1%，配股集資約 32 億港元。
- **低吸良機。**若配股為最近股價下滑的唯一解釋，我們認為這將是趁低吸納的良好時機，主要由於：1) 公司基本面仍然穩固，2019 下半年財年大機率增長加快，2) 過往業績表現不俗（過去四次配售後 12 個月內股價平均上升了 54%），以及 3) 資產多元化，鑑於人民幣有潛在的貶值空間，大股東或希望資產更多元化，分散風險。
- **2019 下半財年前景樂觀。**我們預計 2019 下半財年公司業務轉好（Adidas 訂單增加，尤其中洲的新工廠有助舒緩 Adidas 在美國市場貨源短缺的問題、Puma 品牌勢頭保持強勁、內衣業務趨於穩定、零售業務的負面影響減少等），因此預測 2019 下半財年的銷售/淨利潤增長將加速至同比 15%/23%（2019 上半財年同比增長 12%/11%）。我們認為，公司的錢包份額（尤其是對於 Adidas, Nike 和 Uniqlo）將繼續增長。此外，申洲將在 2019 年 12 月與美國的 Lululemon 進一步對話探索合作機會。倘若能夠達成協議，合作將帶來可觀的額外增長。申洲已接到 Lululemon 的訂單（據我們估計訂單約為 2,000-3,000 萬美元），但公司偏向更大規模的訂單及更緊密的合作關係，否則或放棄合作。
- **過往配股表現出色。**申洲過去曾四次配售股票（兩度配售舊股及兩度先舊後新），股價在 12/24 個月內平均上升 54%/73%。
- **在高度不明朗的宏觀環境下，資產趨向多元化。**鑑於中美貿易戰、潛在的人民幣貶值空間以及近期的香港社會事件，再加上申洲派息有限（股息收益率一直僅維持在 2% 左右），我們對於最大股東（馬氏家族）分散資產以及保留更多現金的舉動並不感到驚訝。
- **估值偏低。**公司的 19 財年和 20 財年預測市盈率分別為 27 倍和 22 倍，或高於 20 倍（預測 2 年市盈率的 2 年平均值），但由於公司屬貿易戰的受益者，我們仍然認為它具有吸引力。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16	FY17	FY18
營業收入(百萬元人民幣)	15,099	18,085	20,950
同比增長 (%)	19.5	19.8	15.8
淨收入(百萬元人民幣)	2,948	3,763	4,541
每股盈利(元人民幣)	2.11	2.58	3.02
每股盈利變動 (%)	25.6	22.3	17.1
市盈率(倍)	50.4	36.0	30.1
市帳率(倍)	8.6	6.6	6.2
股息率 (%)	2.4	1.9	2.0
權益收益率 (%)	20.9	21.7	21.7
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

未評級

當前股價

HK\$104.00

中國紡織行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港幣)	156,335
3 月平均交易量(百萬港幣)	289.23
52 周內股價高/低(港幣)	117.8/76.85
總股本(百萬)	1,503.2

資料來源：彭博

股東結構

馬建榮家族	51.91%
自由流通	45.84%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.4%	-8.0%
3-月	-0.5%	7.2%
6-月	-1.5%	8.3%
12-月	6.1%	12.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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信息，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年證券交易法規則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士。