

申洲國際(2313 HK)

中美貿易爭端中的受益者

- ❖ "貿易戰"所引發的品牌加速多元化採購和人民幣貶值實際上是可以幫助申洲獲得更多市場份額的。我們認為最近的"貿易戰"實際上很可能對申洲來說是有利的，因為 1) 時尚/運動品牌都應該很希望為最壞的情況做好準備，所以很可能會加速多元化採購的政策(例如減少大陸和增加亞洲其他地區的供應)，這其實是會更有利於那些在亞洲其他地區擁有更多和正在擴大產能的供應商，2) 近期的人民幣貶值(自5月以來人民幣兌美元下跌了5.9%)將會令申洲的產品更具競爭力，從而推動對日本和歐洲的出口增長，而且最終出口美國的商品有沒有被徵收關稅，也不會改變這個利好。而且值得注意的是，申洲出口美國的銷售占比很低，只有13%，紡織行業的平均為35%。
- ❖ 根據我們招銀國際的估計，人民幣兌美元貶值1%將可能帶來約0.25個百分點的毛利率增加和0.8%的額外淨利潤增長。申洲的毛利率對人民幣兌美元匯率較為敏感，因為其銷售主要以美元計價，而成本主要則為人民幣，據我們估計，人民幣兌美元貶值的1%將可能帶來0.25個百分點的毛利率增加，以及0.8%的額外淨利潤增長。歷史上看來，在13至16財年，申洲的毛利率一共上升4.0個百分點，而人民幣兌美元則下跌了10.3%。我們預計18財年上半年/下半年毛利率將下降1個百分點/上升1.3個百分點至30.7%/32.4%。
- ❖ 客戶需求依然強勁，申洲的銷售增長可能在下半年加速。除了申洲本身優於同行的能力之外，我們對其下半年的銷售增長持樂觀態度，因為 1) 耐克的復蘇，銷售增長在18財年4季度(截止至18年5月)加速至12.8%(由於服裝增長20.2%)，2) 愛迪達的服裝增長維持穩健，儘管整體銷售增長放緩，但愛迪達的服裝在18財年1季度(截至18年3月)仍有6.5%增長(整體僅為1.9%) (市場預期在18財年2和3季度增長可回升至2.9%和6.8%)，3) 優衣庫在19財年保持約高單位數的快速增長，18財年為13.6%，加上運動服裝的發展計畫(這是申洲的強項)，4) Puma保持良好的增長勢頭，增速從16財年的7.1%，加快到17財年的14.0%和18財年第1季度的12.5%
- ❖ 未來會繼續擴張產能和提高生產效率。我們認為申洲已做好18/19財年的擴張計畫：1) 中國面料產能自動化升級(18/19財年每日產能或會達到365/400噸)，2) 越南進一步增加產能(一共6,000名新員工，特別是制衣產能)，原因是因為面料的產能擴張超級順利(18/19財年中每日產能或會達到200/300噸)，3) 在18財年2季度啟動的新東埔寨制衣工廠(1,500名新工人)的效率提升，以及4) 越南制衣的生產效率逐漸趕上中國的水準，到18財年約為85-90%(17財年則為70%)。
- ❖ 前景有所改善，加上估值吸引，值博率很高。該股價目前的估值為23.2倍19財年市盈率，因其低於3年平均(24.5倍)，所以估值非常吸引。我們預計上半年業績會較為疲弱(中兩位數的銷售和利潤增長，主要受匯率壓力和原材料成本上漲拖累)，但其實是一個良好的買入時機，因為我們預計下半年應該會有十分明顯的復蘇，有高雙位數的銷售增長和25%以上的利潤增長，主要是受惠于有利的匯率和產能增加)。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	12,639	15,099	18,085
淨利潤(百萬人民幣)	2,355	2,948	3,763
每股收益(人民幣)	1.68	2.11	2.58
每股收益變動(%)	14.0	25.2	22.6
市盈率(x)	51.3	46.5	33.3
市帳率(x)	8.7	8.0	6.2
股息率(%)	2.4	2.4	1.9
權益收益率(%)	18.9	20.9	21.7
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\$96.55

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國紡織業

市值(百萬港元)	145,136
3月平均流通量(百萬港元)	220.80
52周內股價高/低(港元)	102/51.4
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%
Schroders PLC	2.54%
Matthews Int'l Capital Mgt.	2.26%
其他自由流通	43.29%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.4%	1.3%
3-月	13.8%	23.4%
6-月	17.6%	34.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.shenzhouintl.com

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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并不時自行及/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。接收本報告之行爲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。