

睿智投資

申洲國際 (2313 HK, 15.08 港元, 目標價: HK \$ 15.38, 持有) — 全球經濟放緩下的風險

- ❖ **銷量增長於 2011 年顯著提升。**營業額從 2010 年的 67.2 億元（人民幣・下同）同比上升 34.6% 至 2011 年的 90.43 億元，略高於我們預期的 87.1 億元。營業額增長動力主要包括銷量增長 22% 及均價提升 11%。淨利潤從 2010 年的 12.72 億元同比增長 34% 至 2011 年的 17.05 億元，比我們預計的 16.96 億元略高 0.5%。
- ❖ **毛利率微降。**毛利率從 2010 年的 29.9% 輕微下降 1.1 個百分點至 2011 年的 28.8%。毛利率下降最主要原因是由於棉花價格在 2011 上半年飆升、上漲的勞動力成本及人民幣兌美元的升值。然而因為與大型國際零售商，如耐克、阿迪達斯和優衣庫的密切關係及優良的產品質素，大部分上漲的成本可以轉嫁給客戶。考慮到棉花價格自 2012 年起已趨穩定，我們認為公司的 2012 年毛利率將會持平。
- ❖ **在柬埔寨提升產能。**為了減輕勞工成本的上漲和歐美各地政府徵收的關稅，公司開始在柬埔寨建造服裝製造工廠的第二期。管理層表示在 2012 年的產能預期擴張為 5-10%。
- ❖ **2012 年的展望。**截至 2012 年 2 月，公司來自歐洲市場的銷售訂單錄得雙位數字的增長，但從其他地方的訂單的增長卻有所放緩。在全球經濟復甦的不穩定性之下，我們認為申洲國際的產品組合將有所改變，並加強對休閒服銷售的力度，因為休閒服的每單位毛利比運動服較低，我們估計淨利潤增長將從 2011 年的 34% 下降至 2012 年的 19.1%。
- ❖ **申洲國際在 2011 年有一個強大和穩健的增長，但在不穩定的全球經濟的陰霾下為公司的盈利能力增添風險。**因此我們對公司的估值從「歷史平均市盈率加一個標準差」下調至「僅歷史平均市盈率」。我們對公司 2012 年的淨利潤預測從原來的 21.56 億元下調至 20.30 億元，但在 2013 年淨利潤預測從原來的 27.92 億元上調至 28.98 億元。我們更新以公司 2012 年的預測作估值，我們的目標價格從原來的 13.61 港元上調至 15.38 港元相當於 2012 年市盈率的 7.7 倍。由於股價自我們上次於 10 月 18 日發佈的報告已上升了 57.9%，評級從「買入」下降為「持有」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬)	6,720	9,043	10,445	13,287	15,491
淨利潤 (人民幣百萬)	1,273	1,705	2,030	2,898	3,506
每股收益 (人民幣)	1.02	1.37	1.63	2.33	2.82
每股收益變動 (%)	1.6	33.9	19.1	42.8	21.0
市盈率(x)	12.5	9.1	7.6	5.4	2.4
市帳率(x)	3.4	2.6	2.1	1.6	0.7
股息率 (%)	2.4	3.3	3.9	5.5	12.2
權益收益率 (%)	29.3	31.3	29.7	33.1	31.2
淨財務槓桿率 (%)	18.1	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際預測

申洲國際 (2313 HK)

評級	持有
收市價	HK\$15.08
目標價	HK\$15.38
市值(港幣百萬)	18,775
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	10.3
52 周高/低(港幣)	15.08/7.89
發行股數(百萬股)	1,245
主要股東	馬建榮 (62.4%)

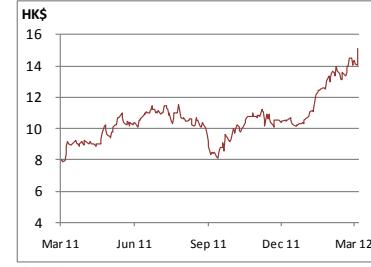
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.3%	6.0%
3 月	34.0%	20.8%
6 月	68.3%	41.8%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

天能動力(819 HK, HK\$4.69, 未評級) -2011財年業績強勁，鉛回收廠2012年六月開始運作

- ❖ **電池售價的上漲導致2011財年的營收和淨利潤大幅增長。**天能發佈2011財年業績，營收同比上升44.9%至54.4億人民幣。受行業整合引致的鉛酸電池短缺的影響，鉛酸電池的平均售價從2010財年的93元人民幣上升至11財年的117元人民幣。天能蕪湖和流陽廠房則因環保檢測而停工兩個月，受此影響，天能的電動自行車鉛酸蓄電池2011年的總銷量只同比增加了12.3%至4,240萬支。受電池價格上漲和鉛價平穩影響，毛利率同比大幅提高5.0個百分點至28.2%。淨利潤達6.16億人民幣，同比增長77.9%。每股全年股息達港幣0.208元，派息率達30%。
- ❖ **管理層上修2012年產能指引。**2011年底天能鉛酸電池的產能達到了6,500萬支，同比增長32.7%。管理層上修其2012年產能指引由中期業績時公佈的7,600萬支至8,000萬支。由於環保調查引致的短暫生產停頓令平均產能使用率從10財年的84%下降到11財年的74%。作為市場領導者之一，我們預期天能可以進一步增加市場份額。我們預計12財年的平均產能使用率將恢復到正常水平的80%。
- ❖ **鉛回收廠2012年六月開始運作。**為了降低鉛價波動的風險，鉛酸電池回收廠將在2012年六月於浙江長興開始運作。2012年的目標產量是4萬噸鉛。一旦回收廠全面運作，將能夠每年回收15萬噸舊鉛酸蓄電池，並生產10萬噸再生鉛。天能是在同業中第一間大幅投資鉛回收業務的企業。我們相信回收業務將令天能比同業優勝，因為：1) 鉛成本較低令利潤率提高；2) 原材料成本波動減少；3) 產品定價能力提高；4) 生產過程更為環保。
- ❖ **我們維持過去的觀點，並認為天能將會成為鉛酸電池行業整合的主要受益者之一。**鉛回收廠在2012年6月開始運行後，將進一步加強天能的行業領導地位。我們預測2012和13財年的淨利潤分別達7.14億和9.29億人民幣，並認為目前5.8倍12財年市盈率的估值並不高。

財務資料

(截至3月31日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F
營業額(百萬人民幣)	2,255	3,753	5,438	6,900	8,544
淨利潤(百萬人民幣)	271	346	616	714	929
每股收益(人民幣)	0.27	0.32	0.57	0.66	0.85
每股收益變動(%)	13.7	20.2	77.0	15.9	30.1
市盈率(x)	15.5	12.8	6.9	5.8	4.4
市帳率(x)	2.5	2.3	1.7	1.4	1.1
股息率(%)	1.9	2.4	4.3	5.2	6.9
權益收益率(%)	16.1	17.7	24.6	23.6	24.8
淨財務杠桿率(%)	淨現金	6.2	28.7	37.6	38.5

來源:公司及彭博

天能動力(819 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$4.69
目標價	N/A
市值(港幣百萬)	5,111
過去3月平均交易(港幣百萬)	17.9
52週高/低(港幣)	5.10/2.92
發行股數(百萬股)	1,083.3
主要股東	張天任(36.5%)

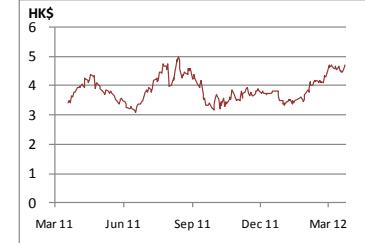
來源:HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	13.8%	15.8%
3月	23.4%	8.6%
6月	37.9%	18.8%

來源彭博

過去一年股價



來源彭博

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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，並可能會受標的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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。