

互太纺织(1382 HK)

长期增长中的短期动荡

❖ 负面因素应已充分反映，现价估值受高股息率支持。我们预计越南工厂的停工问题将在短期内解决，互太，如无意外可以在17年11月/12月重新开始生产。尽管人民币（对美元）的强势可能给美国销售带来一定压力，但我们认为进一步升值空间有限，而且对日本的销售不应受到影响，因为人民币兑日元是平稳的。互太的当前估值是有支持的，受益于其18财年股息率（如果派息金额是固定的，是为8%，如果90%派息比率保持，则为7%），以及其的13倍18财年市盈率（包括了7800万港元的一次性损失），较17年6月东丽的入股的价钱，10.0港元有23%的折让。

❖ 互太18财年的净利润可能下降约13%，主要是受一次性开支拖累。我们认为，互太的净利润可能会下降13%，由17财年的9.76亿港元下降至18财年的只有8.5亿港元，主要是由于负面影响，如：1) 向优衣库提供1000万美元的一次性赔偿（包括走飞机的费用和延迟罚款），2) 约5400万港元的损失（每月固定费用约600万港元，主要是薪金和折旧，从17年4月到11月合共9月），3) 最近的人民币升值，但也考虑到正面的因素，如：1) 订单在17年4月之后转移到中国工厂所产生的额外利润约3000万，2) 由安踏强劲的订单和Lbrand的订单增加所推动的18财年约低单位数的总销售增长。

❖ 互太纺织是东丽的第一家自有的面料厂，相信在未来受益空间匪浅。东丽将分配1名董事会成员，2名高级管理人员以提高公司的销售额和研发能力，并且所有现行管理层将留任。作为全球领先的纱线/材料创新者，东丽在中国没有任何自有的面料厂或服装厂，使得互太成为其首家，是向下游企业整合迈进了一大步。潜在的好处会是：1) 作为供应炼管理者和优衣库的密切合作伙伴，Toray可以通过转移更多的订单给互太（拥有互太的28%股权）而有更多利润，而同时互太亦能巩固和优衣库的关系而拿到更多的定单，以及2) 从东丽现有的客户群中进一步开发更多的日本客户（到目前为止，优衣库是互太唯一日本客户），3) 可以帮助互太渗透到汽车/医疗用的物料领域。

❖ 未来展望改善，销售增长可能从18财年下半年开始回升。销售增长可能从18财年下半年开始回升，由于1) 美国百货公司的销售逐渐稳定，2) 安踏作为新客户，可以实现100%的增长，总销售额的占比可以在18财年/19财年/2-3年的时间里达到4%/8%/10%，而且其产品亦相当高端，甚至与Under Armour相当，因此毛利率高于Walmart等，3) Lbrand亦会有更多订单（10%-20%的增长），从18财年下半年开始有新产品。本来如果互太的越南投产顺利（由GU品牌的增长带动，占总销售额的16%），优衣库的订单可能会上涨，但现在这情况只能维持与去年一样。此外，维珍妮（2199 HK）与优衣库之间的进一步合作对互太说是正面的，因为它是热卖中的无钢圈文胸的面料供货商。

❖ 财务资料

(截至3月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	6,907	6,928	5,994
净利润(百万港元)	1,075	1,126	976
每股收益(港元)	0.743	0.778	0.674
每股收益变动(%)	(3.8)	4.7	(13.3)
市盈率(x)	10.4	10.0	11.5
市帐率(x)	3.2	3.3	3.5
股息率(%)	10.3	10.3	7.7
权益收益率(%)	30.7	33.5	30.7
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价

HK\$7.72

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)	11,166
3月平均流通量(百万港元)	14.94
52周内股价高/低(港元)	10.48/7.53
总股本(百万)	1,446.4

数据来源：彭博

股东结构

东丽株式会社	28.02%
施罗德投资	9.17%
林荣德	5.53%
自由流通	57.28%

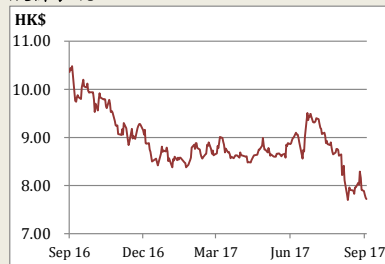
数据来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.1%	-8.1%
3-月	-14.2%	-20.9%
6-月	-13.2%	-24.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.pacific-textiles.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。