

申洲国际 (2313 HK, 15.08 港元, 目标价: HK\$ 15.38, 持有) — 全球经济放缓下的风险

❖ **销量增长于 2011 年显著提升。**营业额从 2010 年的 67.2 亿元（人民币·下同）同比上升 34.6% 至 2011 年的 90.43 亿元，略高于我们预期的 87.1 亿元。营业额增长动力主要包括销量增长 22% 及均价提升 11%。净利润从 2010 年的 12.72 亿元同比增长 34% 至 2011 年的 17.05 亿元，比我们预计的 16.96 亿元略高 0.5%。

❖ **毛利率微降。**毛利率从 2010 年的 29.9% 轻微下降 1.1 个百分点至 2011 年的 28.8%。毛利率下降最主要原因是由于棉花价格在 2011 上半年飙升、上涨的劳动力成本及人民币兑美元的升值。然而因为与大型国际零售商，如耐克、阿迪达斯和优衣库的密切关系及优良的产质量素，大部分上涨的成本可以转嫁给客户。考虑到棉花价格自 2012 年起已趋稳定，我们认为公司的 2012 年毛利率将会持平。

❖ **在柬埔寨提升产能。**为了减轻劳工成本的上涨和欧美各地政府征收的关税，公司开始在柬埔寨建造服装制造工厂的第二期。管理层表示在 2012 年的产能预期扩张为 5-10%。

❖ **2012 年的展望。**截至 2012 年 2 月，公司来自欧洲市场的销售订单录得双位数字的增长，但从其他地方的订单的增长却有所放缓。在全球经济复苏的不稳定性之下，我们认为申洲国际的产品组合将有所改变，并加强对休闲服销售的力度，因为休闲服的每单位毛利比运动服较低，我们估计净利润增长将从 2011 年的 34% 下降至 2012 年的 19.1%。

❖ **申洲国际在 2011 年有一个强大和稳健的增长，但在不稳定的全球经济的阴霾下为公司的盈利能力增添风险。**因此我们对公司的估值从「历史平均市盈率加一个标准偏差」下调至「仅历史平均市盈率」。我们对公司 2012 年的净利润预测从原来的 21.56 亿元下调至 20.30 亿元，但在 2013 年净利润预测从原来的 27.92 亿元上调至 28.98 亿元。我们更新以公司 2012 年的预测作估值，我们的目标价格从原来的 13.61 港元上调至 15.38 港元相当于 2012 年市盈率的 7.7 倍。由于股价自我们上次于 10 月 18 日发布的报告已上升了 57.9%，评级从「买入」下降为「持有」。

申洲国际 (2313 HK)

评级	持有
收市价	HK\$15.08
目标价	HK\$15.38
市值 (港币百万)	18,775
过去 3 月平均交易 (港币百万)	10.3
52 周高/低 (港币)	15.08/7.89
发行股数 (百万股)	1,245
主要股东	马建荣 (62.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.3%	6.0%
3 月	34.0%	20.8%
6 月	68.3%	41.8%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万)	6,720	9,043	10,445	13,287	15,491
净利润 (人民币百万)	1,273	1,705	2,030	2,898	3,506
每股收益 (人民币)	1.02	1.37	1.63	2.33	2.82
每股收益变动 (%)	1.6	33.9	19.1	42.8	21.0
市盈率 (x)	12.5	9.1	7.6	5.4	2.4
市帐率 (x)	3.4	2.6	2.1	1.6	0.7
股息率 (%)	2.4	3.3	3.9	5.5	12.2
权益收益率 (%)	29.3	31.3	29.7	33.1	31.2
净财务杠杆率 (%)	18.1	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际预测

天能动力 (819 HK, HK\$4.69, 未评级) -2011 财年业绩强劲, 铅回收厂2012 年六月开始运作

- ❖ **电池售价的上涨导致 2011 财年的营收和净利润大幅增长。**天能发布 2011 财年业绩, 营收同比上升 44.9%至 54.4 亿人民币。受行业整合引致的铅酸电池短缺的影响, 铅酸电池的平均售价从 2010 财年的 93 元人民币上升至 11 财年的 117 元人民币。天能芜湖和沭阳厂房则因环保检测而停工两个月, 受此影响, 天能的电动自行车铅酸蓄电池 2011 年的总销量只同比增加了 12.3%至 4,240 万支。受电池价格上涨和铅价平稳影响, 毛利率同比大幅提高 5.0 个百分点至 28.2%。净利润达 6.16 亿人民币, 同比增长 77.9%。每股全年股息达港币 0.208 元, 派息率达 30%。
- ❖ **管理层上修 2012 年产能指引。**2011 年底天能铅酸电池的产能达到了 6,500 万支, 同比增长 32.7%。管理层上修其 2012 年产能指引由中期业绩时公布的 7,600 万支至 8,000 万支。由于环保调查引致的短暂生产停顿令平均产能使用率从 10 财年的 84%下降到 11 财年的 74%。作为市场领导者之一, 我们预期天能可以进一步增加市场份额。我们预计 12 财年的平均产能使用率将恢复到正常水平的 80%。
- ❖ **铅回收厂 2012 年六月开始运作。**为了降低铅价波动的风险, 铅酸电池回收厂将在 2012 年六月于浙江长兴开始运作。2012 年的目标产量是 4 万吨铅。一旦回收厂全面运作, 将能够每年回收 15 万吨旧铅酸蓄电池, 并生产 10 万吨再生铅。天能是在同业中第一间大幅投资铅回收业务的企业。我们相信回收业务将令天能比同业优胜, 因为: 1) 铅成本较低令利润率提高; 2) 原材料成本波动减少; 3) 产品定价能力提高; 4) 生产过程更为环保。
- ❖ **我们维持过去的观点, 并认为天能将会成为铅酸电池行业整合的主要受益者之一。**铅回收厂在 2012 年 6 月开始运行后, 将进一步加强天能的行业领导地位。我们预测 2012 和 13 财年的净利润分别达 7.14 亿和 9.29 亿人民币, 并认为目前 5.8 倍 12 财年市盈率的估值并不高。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12F	FY13F
营业额 (百万人民币)	2,255	3,753	5,438	6,900	8,544
净利润 (百万人民币)	271	346	616	714	929
每股收益 (人民币)	0.27	0.32	0.57	0.66	0.85
每股收益变动 (%)	13.7	20.2	77.0	15.9	30.1
市盈率(x)	15.5	12.8	6.9	5.8	4.4
市帐率(x)	2.5	2.3	1.7	1.4	1.1
股息率 (%)	1.9	2.4	4.3	5.2	6.9
权益收益率 (%)	16.1	17.7	24.6	23.6	24.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	6.2	28.7	37.6	38.5

来源: 公司及彭博

天能动力 (819 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$4.69
目标价	N/A
市值 (港币百万)	5,111
过去 3 月平均交易 (港币百万)	17.9
52 周高/低 (港币)	5.10/2.92
发行股数 (百万股)	1,083.3
主要股东	张天任 (36.5%)

来源: HKEs, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	13.8%	15.8%
3 月	23.4%	8.6%
6 月	37.9%	18.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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，并可能会受标的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风险。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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。