



申洲国际(2313 HK)

中美贸易争端中的受益者

- ❖ "贸易战"所引发的品牌加速多元化采购和人民币贬值实际上是可以帮助申洲获得更多市场份额的。我们认为最近的"贸易战"实际上很可能对申洲来说是有利的,因为 1)时尚/运动品牌都应该很希望为最坏的情况做好准备,所以很可能会加速多元化采购的政策(例如减少大陆和增加亚洲其他地区的供应),这其实是会更有利于那些在亚洲其他地区拥有更多和正在扩大产能的供应商,2)近期的人民币贬值(自5月以来人民币兑美元下跌了5.9%)将会令申洲的产品更具竞争力,从而推动对日本和欧洲的出口增长,而且最终出口美国的商品有没有被征收关税,也不会改变这个利好。而且值得注意的是,申洲出口美国的销售占比很低,只有13%,纺织行业的平均为35%。
- ❖ 根据我们招银国际的估计,人民币兑美元贬值1%将可能带来约0.25个百分点的毛利率增加和0.8%的额外净利润增长。申洲的毛利率对人民币兑美元汇率较为敏感,因为其销售主要以美元计价,而成本主要则为人民币,据我们估计,人民币兑美元贬值的1%将可能带来0.25个百分点的毛利率增加,以及0.8%的额外净利润增长。历史上看来,在13至16财年,申洲的毛利率一共上升4.0个百分点,而人民币兑美元则下跌了10.3%。我们预计18财年上半年/下半年毛利率将下降1个百分点/上升1.3个百分点至30.7%/32.4%。
- ❖ 客户需求依然强劲,申洲的销售增长可能在下半年加速。除了申洲本身优于同行的能力之外,我们对其下半年的销售增长持乐观态度,因为 1)耐克的复苏,销售增长在18财年4季度(截止至18年5月)加速至12.8%(由于服装增长20.2%),2)阿迪达斯的服装增长维持稳健,尽管整体销售增长放缓,但阿迪达斯的服装在18财年1季度(截至18年3月)仍有6.5%增长(整体仅为1.9%)(市场预期在18财年2和3季度增长可回升至2.9%和6.8%),3)优衣库在19财年保持约高单位数的快速增长,18财年为13.6%,加上运动服装的发展计划(这是申洲的强项),4)Puma保持良好的增长势头,增速从16财年的7.1%,加快到17财年的14.0%和18财年第1季度的12.5%。
- ❖ 未来会继续扩张产能和提高生产效率。我们认为申洲已做好18/19财年的扩张计划:1)中国面料产能自动化升级(18/19财年每日产能或会达到365/400吨),2)越南进一步增加产能(一共6,000名新员工,特别是制衣产能),原因是因为面料的产能扩张超级顺利(18/19财年中每日产能或会达到200/300吨),3)在18财年2季度启动的新柬埔寨制衣工厂(1,500名新工人)的效率提升,以及4)越南制衣的生产效率逐渐赶上中国的水平,到18财年约为85-90%(17财年则为70%)。
- ❖ 前景有所改善,加上估值吸引,估值率很高。该股价目前的估值为23.2倍19财年市盈率,因其低于3年平均估值(24.5倍),所以估值非常吸引。我们预计上半年业绩会较为疲弱(中两位数的销售和利润增长,主要受汇率压力和原材料成本上涨拖累),但其实是一个良好的买入时机,因为我们预计下半年应该会有十分明显的复苏,有高双位数的销售增长和25%以上的利润增长,主要是受惠于有利的汇率和产能增加)。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	12,639	15,099	18,085
净利润(百万人民币)	2,355	2,948	3,763
每股收益(人民币)	1.68	2.11	2.58
每股收益变动(%)	14.0	25.2	22.6
市盈率(x)	51.3	46.5	33.3
市帐率(x)	8.7	8.0	6.2
股息率(%)	2.4	2.4	1.9
权益收益率(%)	18.9	20.9	21.7
财务杠杆(x)	5.5	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\$96.55

胡永匡

电话:(852) 3761 8776

邮件: walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织业

市值(百万港元)	145,136
3月平均流通量(百万港元)	220.80
52周内股价高/低(港元)	102/51.4
总股本(百万)	1,503.2

数据来源:彭博

股东结构

马建荣家族	51.91%
Schroders PLC	2.54%
Matthews Int'l Capital Mgt.	2.26%
其他自由流通	43.29%

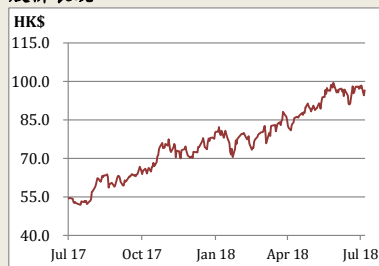
数据来源:HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.4%	1.3%
3-月	13.8%	23.4%
6-月	17.6%	34.8%

数据来源:彭博

股价表现



数据来源:彭博

审计师:安永

公司网站: www.shenzhouintl.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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。