

评级

买入，目标价：HKD 110

公司简介

申洲国际为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整的工序于一身，产品涵盖所有的针织服装，包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等。

投资焦点

业绩基本符合预期，毛利率改善

(1) 2018年销售收入和母公司拥有人应占利润分别为209.5亿元人民币和45.4亿元人民币，按年上升15.8%和20.7%。主要受惠于海外产能贡献上升、生产自动化水平提高和销售市场分布更为合理。(2) 销售毛利率约为31.6%，低于市场预期。主要受零售业务拨备、额外的海外库存减值及一次性空运费用影响。考虑到2019年以上一次性项目支出将减少，加上规模优势及生产效率提升，毛利率有望改善。

产能增长下半年加速

虽继续受惠工人生产效率提升，2019年公司产能增速料放缓至单位数增长。惟2019年下半年公司海外产能扩张有望加速。新建工厂越南的5,000人以上制衣工厂及柬埔寨15,000人以上的成衣工厂，分别预计于2019年第二季度和2020年年中投产。公司计划将海内外扩大至与国内规模相当，有利于整合不同国家的产业资源优势，应对全球贸易之不确定性，及满足客户订单快速增加之要求。

行业龙头，主要客户订单增长稳健

公司为全球主要运动品牌的供货商，与国内外知名客户维持稳定的合作伙伴关系。2018年四大客户Nike、Adidas、Uniqlo和Puma(收入占比77.5%)的订单分别按年增长19%、10%、5%及23%。管理层预计2019年Nike、Adidas、Uniqlo及Puma订单增幅为5%、15%、5%及10%。此外，海外产能扩张后公司可积极开拓新客户，料国内知名品牌的订单增加，市场份额进一步提升。

风险因素

- (1) 全球贸易环境不稳定，主要客户订单下降，公司的收入将会受影响；
- (2) 原材料价格及工资大幅上涨，导致毛利率下降之风险；
- (3) 越南和柬埔寨的工程进度不及预期，产能扩张速度下降，不能按时出货之风险。

彭博盈利分析及预测

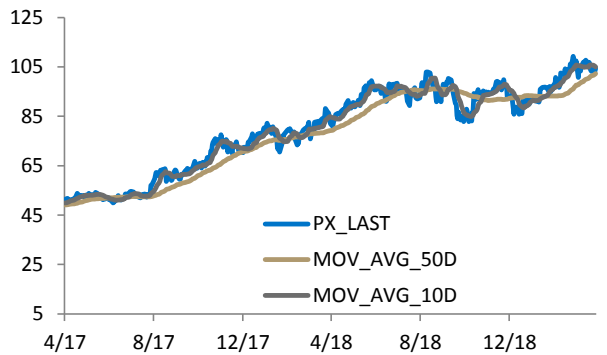
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	31.4	31.6	32.6	33.0
EBITDA利润率(%)	28.2	27.1	28.5	28.7
经营利润率(%)	23.7	22.9	24.4	24.8
净利润率(%)	20.8	21.7	22.5	22.9
资产回报率(%)	16.5	17.6	18.5	19.7
股本回报率(%)	21.7	21.7	22.5	23.7
收入增长(%)	19.8	38.8	32.5	17.0
盈利增长(%)	27.7	54.0	43.5	19.0
每股盈利增长(%)	22.3	43.6	38.8	19.1
股息率(%)	1.7	1.7	2.1	2.5

数据来源：时富、彭博

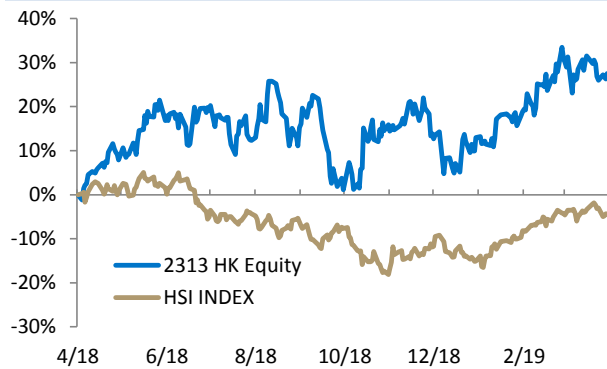
基本数据 (港元)

现价	104.40	市盈率(倍)	29.5
52周低/高	76.85-109.5	市帐率(倍)	6.0
市值(百万)	156,936	日均成交(股)	2,051,236

股价表现



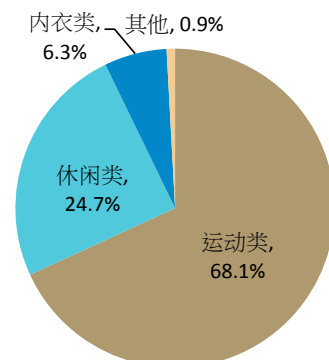
相对市场表现



历史市盈率



最新按业务划分的收入贡献





参考数据源

彭博、公司资料、年度报告、新闻稿

联络数据

香港总办事处:	香港皇后大道中181号新纪元广场低座21楼	(852) 2287 8788
香港服务中心:	九龙旺角弥敦道683-685号美美大厦6楼	(852) 2748 0110
中国内地服务中心:	深圳市福田区福田街道滨河路北彩田东交汇处联合广场A座 A4809	(86-755) 2216 5888
	上海市黄浦区黄陂南路838号中海国际中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免责声明:

上述数据由时富金融服务集团有限公司(「时富」)提供及分发。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见(无论为明示或暗示)均不应视作任何建议、邀约、邀请、宣传、劝诱、推介或任何种类或形式之陈述。此述资料均来自时富或其附属公司认为可靠之来源,但不代表其为准确或完整及应被依赖。时富对任何因信赖或参考有关内容所导致的直接或间接损失,概不负责。此述数据如有任何更改,恕不另行通知。报告中所述及的证券只限于合法的司法地域内交易。除非得到时富事先许可,客户不得以任何方式将任何此述数据分发予他人。时富对该些未经许可之转发不会负上任何责任。证券交易服务由时富证券有限公司(根据证券及期货条例获发牌进行第一类受规管活动之持牌法团)提供。