

冠華國際 (539 HK, HK\$1.22, 未評級) - 全球最大的垂直整合針織製造商之一

- ❖ **垂直整合為冠華提供了更好的成本控制。**冠華是全球三大的針織面料生產商之一。公司採用垂直整合生產模式，並涵蓋了從紡紗、針織布、紗染到成衣製造的整條產業鏈。冠華在廣東省江門市擁有一站式生產基地，生產設施包括染紗、針織面料及成衣設備。此外，江門生產基地亦擁有自有碼頭、廢水處理系統及自給自足的燃煤電廠。垂直整合的生產模式將縮短生產時間，並通過共享設施來提高成本控制。除了江門的生產基地，冠華在南京有紡紗廠，並在印尼、柬埔寨和約旦也有成衣製造廠。
- ❖ **通過分散的成衣製造廠提高競爭優勢。**冠華通過子公司福源 (1682 HK, 未評級) 開展成衣製造業務。福源在不同國家共有四個製衣廠，包括：1) 江門製衣廠，以供應內地客戶為主以縮短交貨時間；2) 印尼製衣廠，勞動力成本較低；3) 柬埔寨製衣廠，因沒有歐盟和加拿大進口關稅，所以終端客戶為歐盟和加拿大客戶。4) 約旦製衣廠，可享受美國進口免關稅，所以為美國終端客戶供貨。
- ❖ **針織業務受惠於市場整合。**針織面料行業在過去的幾年裡經歷了市場整合，其中缺乏環保意識與運行效率低的廠商被迫退出。如冠華等市場領導者因規模效應明顯而成為受益者。冠華還擁有自己的污水處理系統，能夠滿足嚴格的環保要求。
- ❖ **新的樹脂業務於 13 年年初開始運作。**冠華花費約港幣 2.5 億元在廣東省江門市設立樹脂生產廠，樹脂可用於大理石填塞和粘接。新廠房在 13 年年初投產，年產能約 10 萬噸。為降低生產成本，樹脂廠將共同使用現有的化工廠房，以及共享燃煤發電機和污水處理設施。管理層認為如當前產能追不上需求的話，將在 15 財年 (三月年結) 增加樹脂廠產能。
- ❖ **美國和歐盟地區的經濟正在逐步復甦，帶動消費者信心和零售商品需求上升。**鑑於冠華的針織布產品 70% 銷往海外終端客戶，我們預計公司將受益。目前估值分別在 9.3 倍 13 財年市盈率及 0.4 倍 13 財年市帳率。我們認為冠華目前的估值並不昂貴。

冠華國際 (539 HK)

評級	未評級
收市價	1.22 港元
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	2,078
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.4
52 周高/低 (港幣)	1.34/0.70
發行股數 (百萬股)	1,623
主要股東	陳天堆(22.6%) 李銘洪(22.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	14.0%	9.2%
3 月	17.3%	7.0%
6 月	-4.7%	-9.7%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
營業額 (港幣百萬元)	3,864	4,048	3,835	4,085
淨利潤 (港幣百萬元)	315	334	341	206
每股收益 (港幣)	0.30	0.30	0.24	0.13
每股收益變動 (%)	NA	-2.8	-18.3	-45.6
市盈率(x)	4.0	4.1	5.1	9.3
市帳率(x)	0.4	0.3	0.4	0.4
股息率 (%)	1.7	5.7	5.6	3.7
權益收益率 (%)	9.8	8.4	7.3	4.2
淨財務槓杆率 (%)	39.1	27.7	18.4	22.5

來源: 公司及招銀國際研究部

利润表

3月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
收入	3,864	4,048	3,835	4,085
針織布料及色紗	2,969	3,145	2,925	3,014
成衣製品	894	903	910	1,071
销售成本	(3,145)	(3,277)	(3,119)	(3,334)
毛利	719	771	716	751
销售费用	(71)	(87)	(72)	(89)
管理费用	(256)	(280)	(314)	(348)
其他营运收入/费用	26	33	36	61
息税前收益	418	436	366	375
息税及折旧摊销前收益	418	436	366	375
融资成本	(48)	(53)	(64)	(103)
其他非营运收入/费用	0	(13)	72	(40)
税前利润	370	370	374	231
所得税	(32)	(22)	(27)	(24)
非控制股东权益	(23)	(14)	(6)	(2)
净利润	315	334	341	206

来源：公司资料

资产负债表

3月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
非流动资产	2,338	2,384	3,013	3,257
物业、厂房及设备	2,309	2,325	2,759	2,924
递延税款资产	0	2	2	2
无形资产	6	7	8	8
其他	23	50	245	323
流动资产	3,367	4,110	4,232	5,299
现金及现金等价物	548	709	1,099	1,693
存货	1,681	2,240	1,805	2,061
应收贸易款项	975	916	1,103	1,233
其他	164	245	225	313
流动负债	1,556	1,724	2,013	2,534
借债	886	1,032	1,473	1,772
应付贸易账款	425	390	294	511
其他	246	302	246	251
非流动负债	928	790	573	1,111
借债	923	780	485	1,024
递延税款负债	6	9	89	87
其他	0	0	0	0
少数股东权益	142	224	237	249
净资产总值	3,078	3,757	4,422	4,662
股东权益	3,078	3,757	4,422	4,662

来源：公司资料

现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
营业利润	418	436	366	375
折旧和摊销	205	208	241	259
营运资金变动	(352)	(529)	250	(58)
利息支出	(48)	(53)	(64)	(109)
利息收入	1	2	10	31
税款支出	(11)	(26)	(29)	(17)
其他	(26)	(23)	(17)	(55)
经营活动所得现金净额	187	15	757	426

购置固定资产	(65)	(93)	(137)	(408)
其他	(1)	(3)	7	(168)
投资活动所得现金净额	(66)	(96)	(130)	(575)

股本的变化	47	227	0	0
银行贷款变动	(133)	17	(170)	757
其他	(35)	(3)	(79)	(15)
融资活动所得现金净额	(120)	242	(249)	742

现金增加净额	1	161	378	593
年初现金及现金等价物	546	548	709	1,099
年末现金及现金等价物	548	709	1,099	1,693

来源：公司资料

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
销售组合 (%)				
針織布料及色紗	76.9	77.7	76.3	73.8
成衣製品	23.1	22.3	23.7	26.2
总和	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	18.6	19.0	18.7	18.4
息税及折旧摊销前收益率	10.8	10.8	9.5	9.2
营业利润率	10.8	10.8	9.5	9.2
净利润率	8.1	8.3	8.9	5.0
有效税率	8.7	5.9	7.1	10.2

增长 (%)

收入增长	NA	5	(5)	7
毛利增长	NA	7	(7)	5
息税前收益增长	NA	5	(16)	2
净利润增长	NA	6	2	(40)

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	2.4	2.1	2.1
速动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.3
平均应收账款周转天数	92	83	105	110
平均存货周转天数	195	249	211	226
平均应付账款周转天数	49	43	34	56
现金周期	238	289	282	280
净负债/权益比率 (%)	39	28	18	22

回报率 (%)

资本回报率	9.8	8.4	7.3	4.2
资产回报率	5.5	5.1	4.7	2.4

每股数据 (港币)

每股利润	0.30	0.30	0.24	0.13
每股账面值	3.11	3.52	3.30	3.13
每股股息	0.02	0.07	0.07	0.04

来源：公司资料

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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。