

互太紡織(1382 HK)

長期增長中的短期動盪

- ❖ 負面因素應已充分反映，現價估值受高股息率支持。我們預計越南工廠的停工問題將在短期內解決，互太，如無意外可以在17年11月/12月重新開始生產。儘管人民幣（對美元）的強勢可能給美國銷售帶來一定壓力，但我們認為進一步升值空間有限，而且對日本的銷售不應受到影響，因為人民幣兌日元是平穩的。互太的當前估值是有支持的，受益於其18財年股息率（如果派息金額是固定的，是為8%，如果90%派息比率保持，則為7%），以及其的13倍18財年市盈率（包括了7800萬港元的一次性損失），較17年6月東麗的入股的價錢，10.0港元有23%的折讓。
- ❖ 互太18財年的淨利潤可能下降約13%，主要是受一次性開支拖累。我們認為，互太的淨利潤可能會下降13%，由17財年的9.76億港元下降至18財年的只有8.5億港元，主要是由於負面影響，如：1) 向優衣庫提供1000萬美元的一次性賠償（包括走飛機的費用和延遲罰款），2) 約5400萬港元的損失（每月固定費用約600萬港元，主要是薪金和折舊，從17年4月到11月合共9月），3) 最近的人民幣升值，但也考慮到正面的因素，如：1) 訂單在17年4月之後轉移到中國工廠所產生的額外利潤約3000萬，2) 由安踏強勁的訂單和Lbrand的訂單增加所推動的18財年約低單位數的總銷售增長。
- ❖ 互太紡織是東麗的第一家自有的面料廠，相信未來受益空間匪淺。東麗將分配1名董事會成員，2名高級管理人員以提高公司的銷售額和研發能力，並且所有現行管理層將留任。作為全球領先的紗線/材料創新者，東麗在中國沒有任何自有的面料廠或服裝廠，使得互太成為其首家，是向下游企業整合邁進了一大步。潛在的好處會是：1) 作為供應鍊管理者和優衣庫的密切合作夥伴，Toray可以通過轉移更多的訂單給互太（擁有互太的28%股權）而有更多利潤，而同時互太亦能鞏固和優衣庫的關係而拿到更多的定單，以及2) 從東麗現有的客戶群中進一步開發更多的日本客戶（到目前為止，優衣庫是互太唯一日本客戶），3) 可以幫助互太滲透到汽車/醫療用的物料領域。
- ❖ 未來展望改善，銷售增長可能從18財年下半年開始回升。銷售增長可能從18財年下半年開始回升，由於1) 美國百貨公司的銷售逐漸穩定，2) 安踏作為新客戶，可以實現100%的增長，總銷售額的佔比可以在18財年/19財年/2-3年的時間裡達到4%/8%/10%，而且其產品亦相當高端，甚至與Under Armour相當，因此毛利率高於Walmart等，3) Lbrand亦會有更多訂單（10%-20%的增長），從18財年下半年開始有新產品。本來如果互太的越南投產順利（由GU品牌的增長帶動，佔總銷售額的16%），優衣庫的訂單可能會上漲，但現在這情況只能維持與去年一樣。此外，維珍妮（2199 HK）與優衣庫之間的進一步合作對互太說是正面的，因為它是熱賣中的無鋼圈文胸的面料供應商。

財務資料

(截至3月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬港元)	6,907	6,928	5,994
淨利潤(百萬港元)	1,075	1,126	976
每股收益(港元)	0.743	0.778	0.674
每股收益變動(%)	(3.8)	4.7	(13.3)
市盈率(x)	10.4	10.0	11.5
市帳率(x)	3.2	3.3	3.5
股息率(%)	10.3	10.3	7.7
權益收益率(%)	30.7	33.5	30.7
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$7.72

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國紡織行業

市值(百萬港元)	11,166
3月平均流通量(百萬港元)	14.94
52周內股價高/低(港元)	10.48/7.53
總股本(百萬)	1,446.4

資料來源：彭博

股東結構

東麗株式會社	28.02%
施羅德投資	9.17%
林榮德	5.53%
自由流通	57.28%

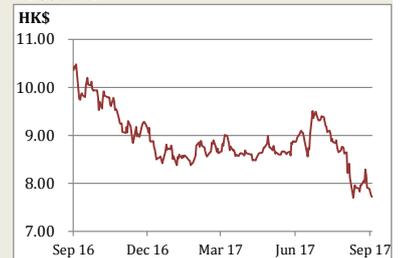
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.1%	-8.1%
3-月	-14.2%	-20.9%
6-月	-13.2%	-24.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.jnbygroup.com

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并無直接或間接關係。

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）并没有在發表研究報告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）并没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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏愨道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，并可能會受目標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，并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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。