



晶苑国际 - IPO 点评

报告摘要

公司概况

- 公司是全球领先的服装制造商之一，提供包括休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服以及户外服等成衣的制造服务。目前公司拥有 20 间的配备自动化制造设施的工厂，员工 70,000 人，每年交付约 3.5 亿件成衣。全球前 10 大服装品牌中已有 7 家成为公司客户，覆盖品牌包括 UNIQLO, H&M、Marks&Spencer、Gap、Victoria's Secret、Under Armour、The North Face 等。
- 2014-2016 年公司营业收入为 17.0 亿、16.9 亿和 17.6 亿美元，CAGR1.82%；净利润 0.82 亿、0.68 亿、1.24 亿美元，CAGR 22.9%。2015 年营收下降主要是因为个别客户购买模式改变，公司通过策略调整，减少利润较低的订单后收益回升。2017H1 营业收入和净利润分别为 10.3 亿和 0.69 亿，同比增长 23.8%和 31.4%，增长部分主要源于收购 Vista，带来运动服及户外服业务的收益，排除这部分影响，上半年营收增长 12.0%。

行业状况及前景

- 根据欧睿报告数据，全球服装零售市场预计在 2021 年将达到 16,595 亿美元，CAGR 4.6%。而亚洲是全球最大服装生产基地，2016 年全产值 2,693 亿美元。中国、越南、柬埔寨和孟加拉为主要服装制造国家。
- 成衣制造行业高度分散。2016 年，公司按产量和产值在全球服装制造行业中分别占比 0.4%和 0.3%，排名第一和第二。

优势与机遇

- 公司拥有近 50 年的行业经验，与全球领先品牌服装公司建立了长期合作关系；
- 公司工厂分布于中国、越南、柬埔寨、孟加拉和斯里兰卡，人工成本较低并有优惠贸易政策；
- 受益于服装零售行业潜在增长。

弱项与风险

- 客户业绩波动可能会对公司造成影响；
- 劳工成本上升。

估值

- 招股书未有披露业绩预测。根据招股定价和 2017H1 净利润估算，2017 年全面摊薄市盈率为 16.2-19.6 倍，对比纺织与制造类公司 2017/18E PER 估值：申洲国际 (2312.HK) 22.6/19.3 倍和维珍妮 (2199.HK) 28.0/18.2 倍，估值存在折让。综合考虑行业良好的前景、公司的规模性和往期稳定的业绩，我们给予 IPO 专用评级“7”。

IPO 专用评级: 7

-- 评级分为 0 至 10, 10 为最高

-- 评级基于以下标准:

1. 公司营运 (0-3):	3
2. 行业前景 (0-3):	2
3. 招股估值 (0-2):	1
4. 市场情绪 (0-2):	1

报告日期: 2017-10-23

主要发售统计数字

上市日期	11 月 03 日
发行股数 (百万股)	509
-- 当中旧股数目及占比	0.00, 0%
发行后总股本(百万股)	2,829
发行价范围 (港元)	7.30-8.80
发行后市值 (百万港元)	20,653-24,897
备考预测盈利(百万港元)	--
备考市盈率 (倍)	--
备考每股有形净资产 (港元)	1.64-1.90
备考市净率(有形净资产)(倍)	4.45-4.63

保荐人: 摩根士丹利、汇丰 (HSBC)
账簿管理人: 摩根士丹利、汇丰 (HSBC)、花旗 (Citigroup)
会计师: 德勤
资料来源: 招股说明书

蔡伟鸿 CFA 行业分析师
+852-2213 1409 patrickchoi@eif.com.hk

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发给任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010