

未评级

申洲国际 (02313.HK)

## 派息政策稳健，公司质地优秀

## 市场数据

报告日期	2014-12-4
收盘价 (港元)	25.80
总股本 (亿股)	13.99
流通股本 (亿股)	13.99
总市值 (亿港元)	364
流通市值 (亿港元)	364
净资产 (亿元)	106.61
总资产 (亿元)	146.36
每股净资产 (元)	7.61

数据来源: wind、公司资料

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014E	2014 1H
营业额 (百万人民币)	8,944.21	10,066.75	10,834.50	4,994.22
同比增长	-1.15%	12.55%	7.63%	4.45%
毛利率	28.47%	28.25%	28.30%	28.14%
净利润 (百万人民币)	1,620.16	1,802.99	1,926.60	943.90
净利润率	18.11%	17.91%	18.30%	18.90%
净资产收益率	20.03%	17.48%	17.43%	8.87%
每股收益 (人民币)	1.24	1.32	1.37	0.67

数据来源: Bloomberg、公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **越南工厂投产后收入将提升 25%:**。越南的工厂分 3 期，第一期每天 60 吨布的生产产能，在今年 10 月底投产，2016 年初第二期 70 吨的日生产能力的产能投产，2016 年底余下的 70 吨投产。未来总产能的 25% 将投放到越南去，达到 2 万个工人的规模。
- **公司派息稳健:** 从 2005 年开始，公司每年都派息，派息都分 2 个部分，一个是固定股息，一个是特别股息。总派息比率由从前的 29% 提升到 46%。
- **毛利率稳定:** 公司有研发，综合一体化和质量优势，这些都能够提升公司的谈判能力，从接到订单到交货只需要 65 天，质量上可控，有布料的研发能力。因此公司能够维持 28% 的毛利率水平。
- **未来预计引入新品牌合作商:** 公司目前生产的衣服占阿迪，耐克，优衣库和标马的全球销售量 11%，12%，14% 和 25%，未来计划进入新的 2 个国际运动服饰品牌，优化客户结构。
- **估值:** 公司当前股价是 2015 年的 16.21 倍 PE。

兴证香港研究部

电话: 852-3509 5999

86-755-23826013

邮箱: research@xyzq.com.hk

## 会议要点:

### 1. 今年全年的业绩情况是怎样的?

今年上半年管理层的预期是 8-10% 的收入增速, 但是因为银泰和新世界百货在宁波北仑区开了 2 个很大的购物中心, 我们的女工走了 2000 多人, 有订单做不出来, 所以上半年的销量仅增加 5.7%。我们在 8 月份每个工人增加了 500 块的工资, 现在平均是 4500 人民币一个月, 预计今年下半年的收入增速是 8-10%。

### 2. 我们的生产占阿迪, 耐克, 优衣库和标马的比例是多少?

我们生产的衣服占阿迪, 耐克, 优衣库和标马的全球销售量 11%, 12%, 14% 和 25%。

### 3. 我们为何不对外采购棉花?

我们的客户对于棉花价格并不是非常敏感, 对速度和质量的要求很高, 我们和中国的棉花供应商有很好的关系, 如果是向国外采购, 比如印度, 他们并不是很诚信, 对我们生产的影响会很大, 所以我们基本上选择国内棉花。

### 4. 公司在竞争相对充分的行业中是如何胜出的?

我们的优势来自 3 个方面, 第一是综合一体化, 我们生产期短, 从接到订单到交货只需要 65 天, 其它公司需要 90 天才能完成, 所有的生产都是我们自己做, 棉纱我们自己买, 织布, 染布, 烘干, 布料开发, 裁剪, 包装, 到最后的成衣, 都是我们做。第二个方面是质量上可控, 做衣服最大的风险是来自染布, 这个技术含量很高, 对最终衣服的质量的影响很大, 我们在这方面的专业能力很强。第三个方面是我们有布料的研发能力, 比如阿迪有常住公司的设计师, 我们将他们的创意开发出适用的布料, 这个门槛是很高的。

### 5. 如何看待我们较高的毛利率水平?

大家都认为一个 OEM 企业, 没有定价权, 利率率应该很低, 但是我们有研发, 综合一体化和质量优势, 这些都能够提升我们的谈判能力, 而且我们是一体化的服务, 如果客户将工序分开, 切衣, 做步, 包装都分开找工厂做, 费用会比我们高。

### 6. 我们海外设厂的情况?

越南的工厂分 3 期, 第一期每天 60 吨布的生产产能, 我们在今年 10 月底投

产，2016年初第二期70吨的日生产能力的产能投产，2016年底余下的70吨投产。我们的目标是把总产能的25%投放到越南去，达到2万个工人的规模。选择越南的原因，是它是TPP组织的成员国，对美国出口的关税比中国优惠。目前柬埔寨我们有1万个工人，占目前总产能的13%，以后会提升到15%。选择海外设厂不等于就不看好中国，虽然越南的人工和水电比大陆便宜，但是目前在制造业产业链做的最好的，还是中国，比如做衣服，从纽扣到布到成衣包装，每个环节都有一整套的产业链去配套做，这个在其他任何国家都是没有的。这种规模和集群效应是我们国家的优势所在。

**7. 是否可以理解为，我们的订单能够伴随生产能力的扩张而扩大？**

是的，我们目前很多单都没有接，今年我们把361度，动向和凡客的单都拒绝了。我们不愁订单。我们目前有4大客户，阿迪，耐克，标马和优衣库，希望以后能够多加入2个品牌进来，丰富我们的客户结构。我们希望是运动服饰类公司进来，因为运动服饰需要进行布料开发，对于质量的要求会很高，它们的毛利率会比优衣库这种

**8. 我们的派息政策是怎样的？**

从2005年开始，我们每年都派息，由从前的29%提升到46%。每年我们的派息都分2个部分，一个是固定股息，一个是特别股息。

**9. 越南项目投产后，我们的收入的提升比例会是多少？**

一开始第一期投产后，我们的收入不会马上提升，因为我们宁波的工厂有的机器已经运作了10年，需要更新换代，在越南的产能投入后，宁波的设备就能够逐步的提升。

**10. 我们为何不做股权激励？**

现在大股东是拿了5%的老股，给12个管理层的高管，每年通过派息，用派息的钱给他们做激励，但是这个股票在他们退休离开前是不能出售的，要沽必须他们整体都同意。

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。