

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

申洲国际 (02313)

纺织服装

重大事件快评

2019年12月05日

可持续发展趋势确定，迎接产能加速释放

证券分析师：王学恒 010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

联系人：丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

事项：

2019年11月25日至28日，公司组织了投资者参观柬埔寨和越南生产基地调研活动，交流了产能建设进展与计划。

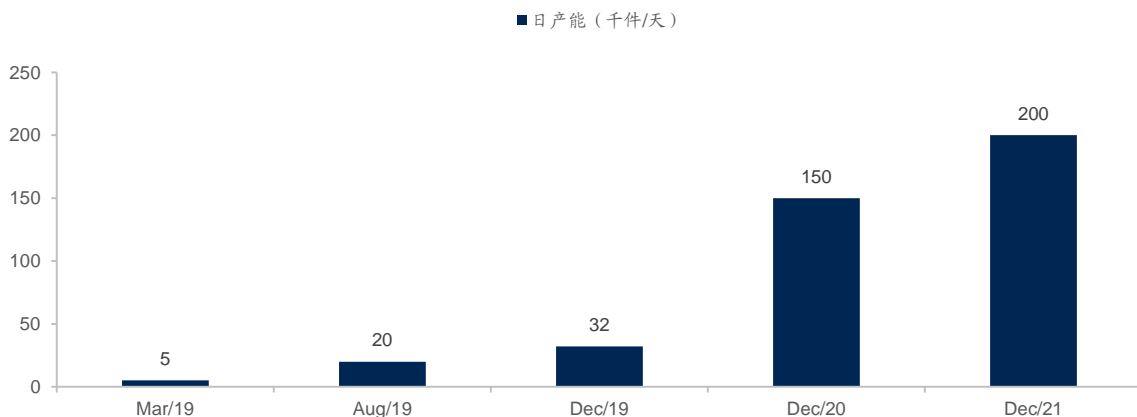
国信观点：1) 产能未来有望加速释放，预计19-22年产能增长分别为11%/13%/14.5%/14.8%；2) 自动化、信息化继续推进，效率持续提升；3) 优厚待遇人才聚集，高标准ESG确保高质量发展。4) **投资建议：**公司生产硬实力与ESG软实力决定长期增长空间广阔，建议把握新增产能投产的加仓机会。我们维持盈利预测，预计公司19-21年净利润增速分别为13.4%/20%/20.7%，EPS分别为3.42/4.11/4.96元，当前股价对应19-21年的PE分别为27.1x/22.6x/18.7x，并未充分反映公司核心竞争力与产能提升效率，维持合理估值为124.7-129.3港元（2020 PE 27-28x），维持“买入”评级。

评论：

■ 产能建设有序，未来有望加速释放

扩建进度符合预期，未来三年迎来加速释放期。根据公司目前德利成衣产能的爬坡目标，以及过去3年世通成衣产能的爬坡节奏，我们预计公司的未来每个新建成衣工厂均在其投产的第2-3年产生较大的产能增长贡献。越南德利工厂、柬埔寨新项目一期、越南世通Adidas专用工厂将在19-21年逐年开始招聘投产，新增产能叠加后有望推动公司总产能的快速增长。

图1：德利成衣工厂产能目标



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

我们根据公司招工进度和目标产能测算，预计公司 19-22 年产能释放呈加速趋势，具体测算如下：

- 2019 年，由于上一轮越南项目爬坡接近理想产能，而多个新项目陆续在建，德利成衣厂尚处于投产初期，产能增速接近公司以往 10%-15% 增长区间的下限；
- 2020 年，越南德利工厂招满后爬坡将成为最主要的产能增长驱动力，柬埔寨新项目一期开始投产额外贡献少量新增产能，预计公司当年产能增长在 10%-15% 的中间位置；
- 2021-2022 年，随着越南德利工厂爬坡接近理想水平，柬埔寨新工业园区项目与越南世通新项目进入爬坡期，逐步成为新的增长驱动力。在柬越两地工厂同时爬坡驱动下，预计公司总体产能增速接近 10%-15% 的上限。

综合预计 19-22 年，公司产能增长分别为 11%/13%/14.5%/14.8%，具体成衣产能拆分工厂预测如下：

表 1：公司成衣产能增长预测

地区	工厂	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
中国	成熟工厂	30,000	31,500	33,100	34,800	36,600
	YoY	6.7%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%
	工厂合计	30,000	31,500	33,100	34,800	36,600
	YoY	6.7%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%
柬埔寨	成熟工厂	5,200	6,000	6,540	6,998	7,418
	YoY	27.6%	15.4%	9.0%	7.0%	6.0%
	在建工厂	0	0	453	1,360	3,853
	YoY				200.0%	183.3%
	工厂合计	5,200	6,000	6,993	8,358	11,271
	YoY	27.6%	15.4%	16.6%	19.5%	34.9%
越南	成熟工厂	5,000	6,400	7,360	8,022	8,584
	YoY	66.5%	28.0%	15.0%	9.0%	7.0%
	爬坡工厂	0	510	2,720	5,780	6,800
	YoY			433.3%	112.5%	17.6%
	在建工厂	0	0	0	510	2,720
	YoY					433.3%
	工厂合计	4,800	6,910	10,080	14,312	18,104
	YoY	66.5%	44.0%	45.9%	42.0%	26.5%
合计	合计	40,000	44,410	50,173	57,470	65,975
	YoY	15.30%	11.0%	13.0%	14.5%	14.8%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理预测

柬埔寨新项目总规模较大，预计 2 年后产生较大增量贡献。具体产能情况：

- 成熟工厂：目前公司柬埔寨成熟成衣工厂员工约 1.2 万人，产能约占公司总产能的 13.5%，2019 年效率增长 10%。
- 在建工厂：柬埔寨新建项目位于金边经济特区第三期，计划招聘 1.8 万员工，首批产能在 2020 年 6、7 月份开始招工投产，预计 2020/2021 年底分别招到 1200/4500 人。

按照公司计划以及以往产能效率爬坡的节奏，我们预计柬埔寨地区产能增长将逐年加速，在 2019-2022 年分别同增 15.4%/16.6%/19.5%/34.9%。

表 2：柬埔寨成衣产能概况

项目	情况
建立历程	2005 年 6 月中洲柬埔寨有限公司；2012 年 2 月大千纺织柬埔寨有限公司；2018 年 6 月荣德制衣有限公司；2019 年 2 月越群制衣有限公司
主要客户	Nike、Adidas、PUMA、POLO
出口市场	欧洲、北美、亚太、中国、拉美
生产车间及工序	裁剪、缝制、包装及印花、水洗、仓储等
管理人员	逐步本地化，一个缝制车间 10 人下降到 4 人
工资	最低工资高于法定标准 14%，平均 360 美元
成熟工厂产能	车缝日产量 22-25 万件/天，2019 年效率增长 10%
在建工厂产能	计划员工 1.8 万人，达产后预计年产能成衣 8000 万件，首期产能在 2020 年第二季度投产

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 2: 柬埔寨新项目在建厂房外部



资料来源:调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

图 3: 柬埔寨新项目在建厂房内部



资料来源:调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

越南项目正在爬坡, 未来 3 年将持续高速增长。具体产能情况:

1. 成熟工厂: 目前公司越南成熟成衣工厂员工约 1.2 万人, 产能约占公司总产能的 15.6%, 2019 年在成熟工厂 (世通成衣厂) 保持 20% 以上的增长同时新项目 (德利成衣厂) 已经开始招聘投产。
2. 爬坡工厂: 目前德利成衣厂已经招聘到 3000 名员工, 预计今年底将达到 3.2 万件每天的产能, 明年底/后年底预计分别达到 15/20 万件每天的产能, 爬坡迅速;
3. 在建工厂: 越南新建项目即公司近期公告的 Adidas 专用工厂, 建在世通工厂厂区, 计划招聘 6000 名员工, 首预计在 2020 年年底土地完工, 2021 春节后招聘分批逐步招聘, 2-3 年达产。

按照公司计划以及以往产能效率爬坡的节奏, 我们预计越南地区产能增长将在未来三年保持高速增长, 在 2019-2022 年分别同增 44.0%/45.9%/42.0%/26.5%。

表 3: 越南成衣产能概况

项目	情况
建立历程	世通工厂 2014-2015 年开始建设; 2016 年建面达 55 万平, 招聘到 6000 名员工; 2017 年建面 60 万平, 8000 名员工; 2018 年建面 60 万平, 1 万名员工; 2019 年建面 60 万平, 1.2 万名员工
主要客户	Nike、Adidas、优衣库
出口市场	日本、美国为主
生产车间及工序	裁剪、缝制、包装及印绣花、水洗、仓储等, 以及 Flyknit
人员分布	ABCD 四个工厂占 83%, Flyknit 占 7%
工资	基本工资高出政府最低工资 13%, 另有奖金绩效和其他福利
成熟工厂产能	员工超过 1.2 万人, 2019 年产能达到 600 万件/月
爬坡工厂产能	计划 6000-8000 人, 2019 年产能达到 3.2 万件/日
在建工厂产能	2021 年开始招聘投产, 总共计划招聘 6000 人, 2-3 年达产

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

面料产能预计在 2020 年底达到海内外各 350 吨/天的规模。预计公司宁波面料技改将于近期完成, 同时越南面料产能将于明年底达到目标产能, 届时将形成海内外均为每天 350/350 吨的面料产能, 足以覆盖公司目前的下游扩张计划所需的面料供应。

■ 注重高质量增长, 长期可持续发展

“三化”战略增强公司长期核心竞争力。公司提出去技能化、舒适化和高效化的发展战略: “去技能化”目标在于通过自动化升级降低生产对工人技能要求; “舒适化”指通过优厚的待遇、舒适的环境和人文关怀来提升员工工作满意度、加强用工前稳定性; “高效化”指公司加强质量控制并追求效率提升, 增强按时交付能力。

自动化推动效率提升, 促进公司保持领先的盈利和人均产出。公司生产自动化水平领先, 国内、柬埔寨、越南三地均使用目前业内领先水平的自动化设备, 以及自主研发的设备和模块工具。并且, 公司做到了全生产流程的信息化, 实时监

控每条生产线的生产进度和良率，记录每件产品的位置流程信息，并能进行数据分析统计。生产自动化与信息化的优势主要体现在：1.缩短工人培训时间、降低对熟练工的依赖；2.减轻工人劳动强度；3.提高生产效率，缩小海内外生产效率差距；4.减少物料浪费；5.缩短生产周期，增强快速反应能力等等；最终将体现在公司领先于同行的盈利水平和人均产出上。

图 4：世通工厂信息化系统



资料来源:调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

图 5：柬埔寨工厂自动化绣花设备



资料来源:调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

管理人才充足,有助于产能迅速爬坡。我们认为公司在未来海外产能继续扩建所需的管理人才储备情况将好于 2015-2016 世通工厂开始爬坡时的情况,有利于公司加快产能提升速度。在柬埔寨和越南的成熟工厂的过往建设管理的过程中,公司以中方管理人员外派的模式进行管理输出,快速的提升了海外工厂的产能效率并保持了稳定的经营运行,目前柬埔寨越南两地成熟工厂效率已达到国内工厂的 80%左右。目前,公司继续在柬越两国扩建产能,已有富有经验的外派管理人员可以从当地成熟工厂抽调,也有在宁波总部培养出的人才继续外派,同时也有人才被公司优厚的待遇和发展前景吸引加入,有望有效克服管理瓶颈,加快爬坡进度。

高度重视社会责任与环保建设,奠定长期可持续发展基础。在东南亚国家投资火热、员工文化理念与中国员工差异较大的背景下,公司以富有竞争力的薪酬福利、以人为本的员工管理来保障招工的顺利,并且提高了员工稳定性,激发了员工的工作积极性,并未员工的职业发展上升提供了更好的前景。同时,公司在环保建设上做出了大量投入,能够符合当地监管标准和客户验厂要求,同时节能降耗、降低环境污染。在产能不断提升的背景下,公司的能耗、垃圾排放、用水等指标反而逐年下降,体现出卓越的环保建设成果。

表 4：公司在员工关怀与环保建设方面的行为

项目	情况
员工关怀	薪资福利高于同业约 15%、中央空调、免费食宿、午休躺椅、运动场、医务室免费药品、免费体检、照顾孕妇、慈善委员会、免费大巴接送、派往中国轮岗培训、出国走访、团队活动、春节后抽奖
环保建设	雨水利用收集、屋顶采光带、节能降耗型印染设备、冷水循环系统、自建污水处理系统、30%绿化面积

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 6: 优秀班组长前往宁波总部轮岗培训



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 7: 免费饭堂午餐



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 8: 自建污水处理系统



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 9: 能源消耗污染排放逐年下降



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ 长期稳健增长趋势确定, 把握产能增长提速加仓良机, 维持“买入”评级

我们认为公司的核心竞争力一方面体现在一体化高效生产的硬实力, 另一方面也体现在高标准 ESG 的软实力, 两者奠定了公司长期增长的广阔空间和发展质量, 值得长期投资。而短期来看, 公司正处于新一轮海外大规模扩产周期的起点, 随着招工扩建的有序进行, 未来产能增长有望呈现加速的势头, 值得把握加仓机会。我们维持盈利预测, 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 3.42/4.11/4.96 元, 收入同比增长 13.6%/14.6%/16.1%, 净利润同比增长 13.4%/20%/20.7%。我们认为目前市场并未充分认知公司长期的发展前景和短期的产能扩张的效率, 当前股价对应 PE 分别为 27.1x/22.6x/18.7x, 2020 年的估值倍数相当于公司近两年的估值底部, 横向相比亦未显示出公司在经营规模和效率上显著领先的龙头地位, 我们维持一年期的合理估值在 124.7-129.3 港元 (2020 PE 27-28x), 维持“买入”评级。

表 5: 盈利预测和市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,950	23,800	27,280	31,670
(+/-%)	15.8%	13.6%	14.6%	16.1%
净利润(百万元)	4,540	5,148	6,177	7,453
(+/-%)	20.7%	13.4%	20.0%	20.7%
每股收益(元)	3.02	3.42	4.11	4.96
毛利率	31.6%	31.3%	31.6%	32.0%
EBIT Margin	21.3%	21.7%	22.8%	24.1%
净利率	21.7%	21.6%	22.6%	23.5%
净资产收益率(ROE)	20.4%	20.7%	22.1%	23.5%
市盈率(PE)	30.7	27.1	22.6	18.7
EV/EBITDA	27.2	24.0	20.1	16.7
市净率(PB)	6.26	5.61	4.99	4.40

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

表 6: 可比公司盈利预测与估值

证券简称	股票代码	总市值		货币	EPS			PE			评级
		亿港元	收盘价		19E	20E	21E	19E	20E	21E	
申洲国际	2313.HK	1,568	104.3	HKD	3.42	4.11	4.96	27.1	22.6	18.7	买入
儒鸿*	1476.TW	276	391.5	TWD	16.49	19.15	21.33	23.7	20.4	18.4	无评级
丰泰企业*	9910.TW	359	190.0	TWD	9.02	9.79	10.55	21.1	19.4	18.0	无评级
裕元集团*	0551.HK	362	22.5	HKD	0.20	0.23	0.26	14.7	12.6	10.9	无评级
百隆东方*	601339.SH	65	3.9	CNY	0.28	0.33	0.37	14.0	11.7	10.5	无评级

资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理预测

注: “*” 公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期。

相关研究报告

- 《体育用品产业链专题研究：生命不息，运动不止》——2019-12-02
- 《申洲国际-02313.HK-重大事件快评：大股东小比例配售旧股无碍基本面保持稳健》——2019-09-22
- 《申洲国际-02313.HK-业绩符合预期，产能释放在即》——2019-08-22
- 《申洲国际-02313.HK-重大事件快评：受益宁波制造业升级，产能稳健大步扩张》——2019-07-30
- 《申洲国际-02313.HK-重大事件快评：贸易摩擦无碍稳健成长，挑战更是机遇》——2019-06-03

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做

出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032