

【广发海外】申洲国际 (02313.HK)

海外产能爬坡带动业绩增长及效率提升

核心观点:

● 海外产量增加带动业绩增长

公司 18 年下半年的营收为 117.9 亿元人民币, 同比增长 20.0%, 增速较 18 年上半年的 10.8% 有所加快。在 18 年, 公司营收增长的主要推动因素是 1) 主要客户订单的增加以及 2) 海外工厂产能利用率提升所带来的产量增长。此外我们认为人民币在 18 年下半年的贬值是下半年营收增速加快的原因之一。同时在海外工厂产量提升所带来的固定费用摊销降低的作用下, 公司在 18 年的毛利率为 31.6%, 较 17 年略有提升。

● 海外产能继续加码

根据公司公告, 公司在越南新建的成衣工厂预计将于 19 年 2 季度开始招工并于 2019 年中投入生产。此外公司计划在 19 年下半年开始在柬埔寨新建一间成衣工厂, 并计划在 2020 年中逐步投入生产。按照规划, 在越南和柬埔寨的新建成衣工厂将分别雇佣 5000-6000 名及 15000-17000 名工人, 这将使得公司位于东南亚的员工占比由当前的 40% 左右进一步提高。

● 预测 19/20 年 EPS 分别为 3.72 元/4.42 元人民币

公司目前股价 (3 月 25 日收盘价) 为 100.8 元港币, 对应 2019 年 P/E 为 23.2x。在 2019/20 年海外有新产能投产的背景下, 我们认为申洲国际在未来 2-3 年业绩增长的确信性较高。我们维持公司股票合理价值 106 元港币不变, 维持对公司的增持评级。

● 风险提示

主要客户销售不及预期的风险; 海外产能扩张不及预期; 人民币汇率波动的风险。

盈利预测:

申洲国际 (百万人民币)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	12,639	15,099	18,085	20,950	24,410	28,352
同比增长 (%)	13.5%	19.5%	19.8%	15.8%	16.5%	16.2%
毛利润	3,849	4,909	5,671	6,614	8,091	9,449
同比增长 (%)	19.3%	27.6%	15.5%	16.6%	22.3%	16.8%
净利润	2,355	2,948	3,763	4,540	5,596	6,644
同比增长 (%)	14.0%	25.2%	27.7%	20.7%	23.3%	18.7%
EPS (人民币元)	1.57	1.96	2.50	3.02	3.72	4.42
同比增长 (%)	12.3%	25.1%	27.6%	20.7%	23.3%	18.7%
市盈率	55.0	44.0	34.4	28.5	23.2	19.5
股息率 (%)	1.0%	1.2%	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%
市净率	9.22	7.99	6.60	5.81	5.11	4.48

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	增持
当前价格	100.8 港元
合理价值	106.0 港元
前次评级	增持
报告日期	2019-03-26

相对市场表现



分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】申洲国际 2018-12-17

(02313.HK): 继续受益于海

外产能扩张

联系人: 陈佳妮 021-60750604

chenjian@gf.com.cn

目录索引

1. 海外工厂产量增加推动业绩增长.....	4
1.1 海外产量增加带动收入增长以及生产效率提升.....	4
1.2 公司继续加码海外产能.....	5
2. 投资评级.....	6
3. 风险提示.....	6
3.1 主要客户销售不及预期的风险.....	6
3.2 海外产能扩张不及预期的风险.....	6
3.3 人民币汇率波动的风险.....	6

图表索引

图 1: 人民币兑美元在 18 年下半年贬值幅度较大	4
图 2: 申洲国际动态市盈率	6
表 1: 公司分产品营收情况	5
表 2: 公司分地区营收情况	5
表 3: 公司在东南亚的新建产能情况	6

1. 海外工厂产量增加推动业绩增长

1.1 海外产量增加带动收入增长以及生产效率提升

海外工厂产量增加推动营业收入：18年公司实现营收209.5亿元人民币，同比增长15.8%。营收增长的主要原因是1) 主要客户订单的增加以及2) 海外工厂产能利用率提升所带来的产量增长。其中18年下半年的营收为117.9亿元人民币，同比增长20.0%，增速较18年上半年的10.8%有所加快。由于公司出口订单主要以美元计价，我们认为18年下半年人民币相较于美元的贬值也是营业收入增长在18年下半年加速的原因之一。

图1：人民币兑美元在18年下半年贬值幅度较大



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

分产品类别看，运动服饰销售额的增长仍然是公司18年营收增长的驱动因素。而运动销售额增长的主要驱动因素来自于美国市场以及中国内地的订单增长。其中来自于前三大客户阿迪、耐克以及彪马的收入合计占公司18年营收的59.0%，较17年的58.5%略有提升。除此之外，公司也表示国内的运动品牌如安踏、李宁、特步等的订单量均有快速增长。此外休闲服饰的销售额增速也较快，这受益于来自中国内地以及美国市场的订单增长。内衣销售在18年小幅增长2%，这是由于日本市场的订单增长所致。

分销售市场看，美国市场是18年销售收入增长最快的市场，这主要受益于美国市场运动服订单的增长。国内市场的销售收入增速也很快，且运动服和休闲服的订单金额均有所增长。欧洲市场的销售收入有所下滑，下滑主要来自于运动服饰订单量的下滑。

表1: 公司分产品营收情况

百万人民币	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	18H1 YoY	18H2 YoY
运动服	5,519	6,530	6,216	8,060	12.6%	23.4%
休闲服	2,061	2,539	2,164	3,003	5.0%	18.3%
内衣	621	682	714	614	15.1%	-10.0%
其它针织品	63	70	66	114	3.7%	62.3%
营业收入	8,264	9,822	9,160	11,790	10.8%	20.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表2: 公司分地区营收情况

百万人民币	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	18H1 YoY	18H2 YoY
日本	1,497	1,632	1,429	1,807	-4.6%	10.7%
中国内地	1,977	2,868	2,618	3,695	32.4%	28.8%
欧洲	1,931	2,100	1,852	1,944	-4.1%	-7.4%
美国	1,025	1,313	1,285	1,968	25.3%	49.9%
其它国家	1,834	1,909	1,977	2,376	7.8%	24.4%
营业收入	8,264	9,822	9,160	11,790	10.8%	20.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

毛利率较17年略有提升: 18年公司的毛利率为31.6%, 较去年的31.4%略有提升。其中在18年下半年, 公司的毛利率为31.0%, 与17年下半年的31.1%基本持平。18年公司毛利率略有提升的原因是1)海外工厂的产量增长带来的单品的固定费用摊销的降低; 2)公司整体生产效率的提升。

归母净利润: 18年归母净利润为45.405亿元人民币, 同比增长20.7%。其中18年下半年归母净利润为23.62亿元人民币, 同比增长20.2%。归母净利润的增长主要来自于毛利润的增长, 以及公司生产效率提升所带来的经营成本的下降。

分红比例略有提升: 公司宣布期末股息为0.90港元, 使得公司的全年派息达到1.75元港币, 较去年增长20.7%。全年派息比例为50.7%, 较17年的48.7%略有提高。

1.2 公司继续加码海外产能

越南: 公司在越南已经投产的面料工厂以及成衣工厂的已经达到设计员工人数。而公司18年开始在越南新建了一家成衣工厂, 这家工厂预计将在19年2季度开始招工并投入生产。

柬埔寨: 公司计划在19年下半年开始在柬埔寨新建一间成衣工厂, 并预计在2020年中开始分批开始投入生产。其中柬埔寨成衣工厂的规模相较于公司此前的规划有所增加, 这是基于公司对于东南亚投资前景的乐观判断所决定的。

表3: 公司在东南亚的新建产能情况

	越南成衣工厂	柬埔寨成衣工厂
面积 (万平方米)	30	45
员工数量	5000-6000	15000-17000
投资金额 (百万美金)	80	150
投产时间	2019年中	2020年中

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2. 投资评级

我们预测19/20年公司的EPS为3.72元/4.42元人民币。公司目前股价(3月25日收盘价)为100.8元港币, 对应2019年P/E为23.2x。在2019/20年海外有新产能投产的背景下, 我们认为申洲国际在未来2-3年业绩增长的确性较高。我们维持公司股票合理价值106元港币不变, 维持对公司的增持评级。

图2: 申洲国际动态市盈率


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 市盈率基于彭博一致盈利预测;

3. 风险提示

3.1 主要客户销售不及预期的风险

公司收入中前四大客户占比较高。下游客户的销售情况对于公司的业绩有较为明显的影响。如果下游客户销售出现下滑, 那么公司的产能利用率将下滑。

3.2 海外产能扩张不及预期的风险

公司未来几年的主要产能增长来自于在东南亚地区新项目的投产。如果海外新增产能未能按照预期投产或者达到预定产出, 那么将会影响公司的收入增长。

3.3 人民币汇率波动的风险

公司的有相当部分的订单是以美元结算, 但是公司的成本则主要以人民币结算为主。如果人民币快速升值, 那么将影响公司产品的价格竞争力, 同时也对公司的利润率带来负面影响。

财务摘要

截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018A	2019E	2020E
收入	18,085	20,950	24,410	28,352
销售成本	-12,414	-14,336	-16,319	-18,903
毛利	5,671	6,614	8,091	9,449
经营费用	-1,701	-2,158	-2,441	-2,751
经营利润	3,970	4,456	5,649	6,698
息税折旧摊销前利润	5,191	6,028	6,656	7,839
净利息收入/费用	-123	-61	-40	-29
其他收入	643	970	887	1,006
税前利润	4,288	5,090	6,261	7,411
所得税拨备	-528	-598	-723	-837
少数股东权益前利润	3,760	4,493	5,538	6,574
少数股东权益	3	48	58	69
净利润	3,763	4,540	5,596	6,644
每股收益-报告值 (元人民币)	2.58	3.02	3.72	4.42
每股收益-摊薄后 (元人民币)	2.50	3.02	3.72	4.42
派息率	47.1%	50.7%	50.7%	50.7%
同比变化				
收入	19.8%	15.8%	16.5%	16.2%
毛利	15.5%	16.6%	22.3%	16.8%
经营利润	15.0%	12.2%	26.8%	18.6%
税前利润	17.7%	18.7%	23.0%	18.4%
净利润	27.7%	20.7%	23.3%	18.7%

资产负债表

截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018A	2019E	2020E
现金及现金等值物	2,471	3,484	5,337	5,931
银行存款 (三个月以上)	606	3,130	3,130	3,130
应收账款	2,815	3,565	3,933	4,646
预付款、存款及其他应收	810	663	1,094	1,270
存货	4,477	5,237	6,244	7,284
其他流动资产	4,027	500	500	500
流动资产	15,206	18,058	20,237	22,761
固定资产净值	7,117	8,003	8,748	9,634
预付土地租赁款项	957	1,201	1,170	1,140
无形资产净值	98	100	88	76
递延所得税资产	10	14	14	14
其他长期资产	161	12	17	23
总资产	24,093	27,470	30,356	33,729
应付账款和应付票据	873	813	1,015	1,098
其他应付和应计项目	945	1,182	1,275	1,481
付息银行借款	2,130	2,434	2,023	1,612
其他流动负债	317	491	491	491
流动负债	4,265	4,920	4,804	4,682
可转债	0	0	0	0
非流动负债	3	96	96	96
总负债	4,269	5,015	4,900	4,778
股本总额	151	151	151	151
留存收益	19,470	22,148	25,197	28,751
股东权益总额	19,621	22,299	25,349	28,902
少数股东权益	203	156	108	49
负债及权益总额	24,093	27,470	30,356	33,729

现金流量表

截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018A	2019E	2020E
净利润	3,763	4,540	5,596	6,644
少数股东权益调整	-3	-48	-58	-69
折旧及摊销	784	881	1,006	1,140
其他非现金项目	-51	197	1,475	-5
营运资金变动	-803	-1,186	-1,510	-1,640
经营现金流	3,689	4,385	6,509	6,069
资本支出	-1,172	-1,100	-1,709	-1,985
其他	-555	150	0	0
投资现金流	-1,727	-950	-1,709	-1,985
融资前现金流	1,963	3,435	4,800	4,084
已付股息	-2,484	-2,057	-2,546	-3,090
股份回购/发行	0	0	0	0
贷款偿还	889	-411	-411	-411
其他融资	-1	45	11	11
融资现金流	-1,596	-2,423	-2,947	-3,490
现金流变动	366	1,012	1,853	594
期初现金	2,105	2,471	3,484	5,337
汇率变动	-0	0	0	0
期末现金	2,471	3,484	5,337	5,931

比率分析

截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018A	2019E	2020E
盈利指标				
毛利率	31.4%	31.6%	33.1%	33.3%
经营费用率	9.4%	10.3%	10.0%	9.7%
经营利润率	22.0%	21.3%	23.1%	23.6%
息税折旧摊销前利润率	28.7%	28.8%	27.3%	27.6%
净利率	20.8%	21.7%	22.9%	23.4%
回报率指标				
平均股本回报率	19.2%	20.4%	22.1%	23.0%
平均资产回报率	15.6%	16.5%	18.4%	19.7%
效率指标 (期末值)				
应收账款周转天数	73	74	75	76
存货周转天数	132	136	140	141
应付账款周转天数	54	51	48	45
现金周转天数	151	159	167	172
流动性/杠杆指标				
流动比率	3.57	3.67	4.21	4.86
速冻比率	2.52	2.61	2.91	3.31
现金比率	1.63	1.77	2.41	2.82
净债务权益比	-2%	-5%	-13%	-15%
债务资本比	9%	9%	7%	5%
估值指标				
市盈率 (x)	33.4	28.5	23.2	19.5
市净率 (x)	6.6	5.8	5.1	4.5
市销率 (x)	6.9	6.2	5.3	4.6
EV/EBITDA (x)	29.2	25.0	22.3	18.8
股息率 (%)	1.4%	1.8%	2.2%	2.6%

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国

家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。