

證券業務部每周證券評論

申州國際集團控股有限公司 (股份代號:02313)

Shenzhou International Group Holdings Ltd.

02 OCT 2018

目標價 \$108.9

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利	人民幣2.58元
全年每股股息	人民幣1.26元
市盈率(x)	24.02
市帳率(x)	4.75
派息比率	48.83%

資料來源:
彭博、申州國際集團控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

申州國際集團控股有限公司(簡稱“申洲國際”或“集團”)，於2005年11月成功在香港聯合交易所上市。申洲國際現為中國最具規模的縱向一體化針織製造商，主要以代工(OME)方式為客戶製造質量上乘的針織品，集織布、染整、印繡花、裁剪與縫製四個完整工序於一身，產品種類涵蓋了所有的針織服裝，包括了運動服、休閒服、內衣、睡衣等。根據2015年中國服裝家用紡織品貿易發展報告和2015/2016年中國紡織品服裝對外貿易報告，集團是中國出口金額最大的針織服裝生產企業及中國服裝出口企業排名首位。並策略性地在中國衢州市及安慶市、越南胡志明市和柬埔寨金邊市設有製衣工廠，在上海、香港及大阪均設有銷售辦事處或代表處。現時集團員工逾77,100人，廠房佔地面積逾416萬平方米，建築面積逾326萬平方米，每年生產各類針織服裝逾3億5千萬件。主要客戶包括UNIQLO、ADIDAS、NIKE及PUMA等國際知名品牌客戶。而產品市場從日本市場逐步拓展至亞太區及歐美市場。

業績回顧 (截至30/06/2018止)

截至2018年6月30日的六個月止，集團上半年的銷售額同比增長10.8%至91.6億元(人民幣，下同)；整體毛利同比增長13.0%至29.57億元；毛利率較去年同期的31.7%提升0.6個百分點至32.3%；股東應佔溢利同比增長21.1%至21.79億元。

財務方面，截止2018年6月30日止，集團的資產總值為252.44億元，較2017年12月31日的240.93億元，增長4.8%；負債總額為41.58億元，較2017年12月31日的42.69億元，減少2.6%；集團持有銀行結餘及現金為16.44億元，較2017年12月31日的24.71億元，減少33.5%；集團的流動比率為3.88x，較2017年12月31日的3.57x的流動比率提升了0.32x；集團的負債對權益比率(按未償還總借貸佔本公司股權持有人應佔權益百分比計算)為10.6%與2017年12月31日的10.9%，下跌了0.3個百分點。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2018	2017	變動%
人民幣千元			
收入	9,159,900	8,263,585	10.8%
毛利	2,956,863	2,616,343	13.0%
毛利率	32.3%	31.7%	0.6%
股東應佔利潤	2,178,871	1,798,664	21.1%
每股基本盈利(人民幣元)	1.450	1.2700	14.2%
人民幣千元			
總資產	25,243,532	24,093,205	4.8%
總負債	4,157,910	4,268,552	-2.6%
流動比率(x)	3.88	3.57	0.32
現金及現金等價物	1,643,650	2,471,401	-33.5%
資本負債比率(%)	28.00%	28.00%	0.0%
資產負債比率(%)	16.70%	16.50%	0.2%

資料來源: 申州國際集團控股有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

按產品類別分類的銷售額					
產品種類	2018年6月30日	佔比	2017年6月30日	佔比	同比變動
人民幣千元					
按產品					
-運動類	6,215,593	67.9%	5,518,787	66.8%	12.6%
-休閒類	2,164,359	23.6%	2,061,078	24.9%	5.0%
-內衣類	714,412	7.8%	620,510	7.5%	15.1%
-其他針織類	65,536	0.7%	63,210	0.8%	3.7%
銷售額總計	9,159,900	100.0%	8,263,585	100.0%	10.8%
按產品交付市場劃分之銷售額					
產品種類	2016年6月30日	佔比	2015年6月30日	佔比	同比變動
人民幣千元					
按市場					
國際銷售					
歐洲	1,851,673	20.2%	1,930,968	23.4%	-4.1%
日本	1,428,645	15.6%	1,496,797	18.1%	-4.6%
美國	1,284,561	14.0%	1,025,146	12.4%	25.3%
其他市場	1,977,403	21.6%	1,833,661	22.2%	7.8%
國際銷售小計	6,542,282	71.4%	6,286,572	76.1%	4.1%
國內銷售	2,617,618	28.6%	1,977,013	23.9%	32.4%
銷售額總計	9,159,900	100.0%	8,263,585	100.0%	10.8%

資料來源: 申州國際集團控股有限公司

1. 分部表現及營運數據 截止 2018 年 6 月 30 日止的六個月，集團今年上半年的營業額同比增長 10.8% 至 91.6 億元。期內，集團的銷售收入增長主要由於客戶之訂單需求保持較理想的增長、海外生產基地之產能得到進一步擴充，以及各部門之生產效率保持有效的提升，但部分的增長則被人民幣兌美元匯率的升值所抵銷；而毛利率的較去年同期的 31.7% 提升 0.6 個百分點至 32.3%，毛利率的提升主要由於集團海外基地之產能規模上升降低了單位產品之固定成本，以及生產效率繼續提升所致。集團今年上半年各分部的業績表現如下：

按地域分類的表現。

歐洲市場：佔集團整體收入 20.2% 的歐洲市場，其今年上半年的收入同比下跌 4.1% 至 18.52 億元。期內的收入下跌主要由於歐洲市場對運動類服務之採購

需要下降；

日本市場：佔集團整體收入 15.6% 的日本市場，其今年上半年的收入同比下跌 4.6% 至 14.29 億元，期內日本市場的收入下跌主要由於集團所承接的休閒類服務訂單減少所致；

美國市場：佔集團整體收入 14.0% 的美國市場，其今年上半年的收入同比增長 25.3% 至 12.85 億元，期內美國市場的收入增長主要由於運動類產品訂單隨著美國的經濟復甦而錄得不俗的增長；

其他市場(韓國、台灣及香港)：佔集團整體收入 21.6% 的其他市場，其今年上半年的收入同比增長 7.8% 至 19.77 億元。

國內市場：佔集團整體收入 28.6% 的國內市場，其今年上半年的收入同比增長 32.4% 至 26.18 億元。期內國內市場的收入增長主要由於居民的消費能力提升，帶動國內訂單需要明顯增加所致。

按產品分類的表現。佔收入 67.9% 的運動類產品，其今年上半年的收入同比增長 12.6% 至 62.16 億元，收入增長主要因此來自國際品牌於美國市場和中國市場之服裝需求上升；佔收入 23.6% 的休閒類產品，其今年上半年的收入同比增長 5% 至 21.64 億元，增長主要因為中國大陸市場之休閒服務採購需求上升；佔收入 7.8% 的內衣類，其今年上半年的收入同比增長 15.1% 至 7.14 億元，增長因中國及日本市場對內衣採購需求增長；而佔收入 0.7% 的其他針織類，其今年上半年的收入同比增長 3.7% 至 6553.6 萬元。

2. 生產力及生產基地佈局優化。國內因物料及人工成本不斷上升，及主要經濟體系對中國與其他國家的差異化貿易政策，促使中國的紡織製衣行業面臨整合及產業需跨地域轉移。集團始於 2012 年已開在地域及產能上的佈局，現時已有 25% 的產能轉移至越南、柬埔寨及孟加拉等地。海外產能方面，集團越南面料廠的第三期項目已於 2017 年開始投產，三期的面料廠的日產量將提升至 200 噸。越南面料工廠的新增設備投產，大大提升集團上游業務的生產力。而集團於越南之成衣工廠的員工招聘情況符合預期，員工的人數已接近預期的規模，員工之生產效率較上年同期有大幅提升，集團將勞工密集的工序搬至東南亞地區，相信能有效降低人工成本。今年集團會投資 13 億元以發展越南廠區二期及升級改造中國工廠，預計落成後，集團 2018 年的越南面料及成衣的產能將會分別提升至 250 萬噸/日及 34 億/年。未來到 2020 年集團會將海外產能提升至佔總產能的 40%。

投資要點及利好因素

國內產能方面，集團已逐步將國內的生產基地改為自動化，能提升產量及降低單位生產成本，同時減輕人工的支出。集團並同時將國內基地的設備更新，去年集團開始分階段對國內面料工廠的設備進行更新改造，通過引進更自動化、節能環保的設備，將有效降低單位產品的水、電等資源消耗量，同時，通過應用信息化系統進行生產計劃安排和操作管控，可減少一線操作員工的人數，並提高生產工藝的精確性，促進產品品質的穩定。此外，集團在設備改造同時對原有的污水管道設施進行了全面更新，以防止污水滲漏對環境的不利影響。今年集團將對尚未完成的生產車間繼續進行更新改造。

最新，集團於上月中宣佈，將投資約 1 億美元，在柬埔寨興建下游成衣生產設施，將用於租賃土地、興建廠房及員工宿舍、興建基礎設施，以及購置機器及設備等。此舉有助提高集團的整體生產能力，同時可應對內地的生產成本上漲，降低單位產品之固定成本分攤。集團認為於柬埔寨興建下游成衣生產設施將有助於提高該公司整體生產能力，紓緩目前該公司產能緊張的問題。

集團持續優化海外產能的結構，本來是為應對太平洋夥伴關係協議(“TPP”)的要求，但美國的退出減弱了該協議的威力。現時中美兩國在貿易問題上已正面開戰，集團有超過 70%來自海外，當中有 14%是來自美國，雖然佔比較少，但集團海外產能的佈局能有效將貿易戰的影響減至最低。

3. 消費市場。從各大客戶的銷售增長看集團未來的收入。從各大運動品牌的業務報告看：

Nike：截止至 2018 年 8 月 31 日的 3 個月，Nike 公司 2019 年第 1 季度銷售收入同比增長 10%至 99.48 億美元，純利同比增長 15%至 10.92 億美元。按地區看，大中華區的銷售收入同比增長 20%至 13.79 億美元。北美地區的銷售收入同比增長 6%至 41.45 億元。Nike 波鞋、運動服飾及運動裝備三大產品線，以運動服飾的銷售表現較為突出。Nike brand 收入同比升 10%至 94 億美元。按產品計，波鞋收入貢獻最多。其中，中國地區波鞋收入升幅顯著，收入為 9.58 億美元，較去年同期增長 22%。2012 年 NIKE 開發了一項新技術 Flyknit，而 Flyknit 現已成為 Nike 的重點產品，集團作為 Nike 的 Flyknit 系列鞋面的主要供應商，隨著 Flyknit 產品多元化下，集團相關的收入亦會上升。今年上半年因為集團將其 500 部 Flyknit 生產設備由中國搬至越南，拖低了相關的收入，而集團預計待搬遷及擴產完成後相關的收入會重拾正常的增長。

Adidas：Adidas 今年第二季度的收入按年增長 10%至 52.6 億歐元，經營利潤同比增長 17%至 5.92 億歐元。而北美及中國市場的收入分別增長 17%及 27%。期內，純利較去年同期增長 20%至 4.18 億歐元。而 Adidas 將全年的銷售調高至約 10%的增長，純利由 12.0 億至 12.25 億歐元調高至 16.15 億至 16.75 億歐元。

Uniqlo：截至 2018 年 5 月止九個月，集團營業額較去年同期上升 15.3%至 17,041.49 億日圓，股東應佔溢利較去年同期增長 23.5%至 1,483.35 億日圓。第三季度單季期間，由於海外 UNIQLO 及日本 UNIQLO 事業分部溢利大幅增長，使得綜合溢利亦錄得大幅增長，表現超越預期，同比增長 36.9%。日本 UNIQLO 事業分部：第三季度單季中，收益達 2,107 億日圓，同比增長 6.3%；經營溢利達 313 億日圓，同比增長 31.3%，收益及溢利均錄得超越預期的增長。海外 UNIQLO 事業分部：第三季度單季中溢利亦大幅超越預期，呈現強勁增長，第三季度單季收益達 2,086 億日圓，同比增長 23.7%；經營溢利達 316 億日圓，同比增長 63.7%，收益及溢利均錄得大幅超越預期。特別是大中華地區、南韓、東南亞及大洋洲地區的溢利均錄得大幅增長。美國事業的經營虧損亦有所下降。集團預計 2018 年全年度綜合收益總額將達 21,100 億日圓，同比增長 13.3%。經營溢利總額將達 2,250 億日圓，同比增長 27.5%，母公司所有人應佔年內溢利將達 1,300 億日圓，同比增長 9.0%，基本每股盈利(EPS)將達 1,274.41 日圓。海外 UNIQLO 事業分部全年度表現預料將超越上次預測水平，實現收益及溢利的大幅增長。在第四季度期間，預料仍將以大中華地區、東南亞及大洋洲地區，以及南韓為中心，持續強勁業績表現。

投資要點及利好因素

而在大中華市場中，近日國務院發佈《關於完善促進消費體制機制進一步激發居民消費潛力的若干意見》，意見提出，要完善有利於提高居民消費能力的收入分配製度，增加低收入群體收入，擴大中等收入群體。並同時要促進實物消費不斷提檔升級，在吃穿用消費。加強引導、強化監督，確保市場主體提供安全放心的吃穿用消費品。優化流通設施空間佈局，大力發展便利店、社區菜店等社區商業，促進社區生活服務集聚式發展，鼓勵建設社區生活綜合服務中心。推動閒置的傳統商業綜合體加快創新轉型，通過改造提升推動形成一批高品位步行街，促進商圈建設與繁榮。合理配置居住小區的健身、文化、養老等服務設施。

申州國際為國內最大的縱向一體化針織製造商。為客戶生產針織運動類用品、休閒服裝及內衣服裝，主要客戶包括 UNIQLO、ADIDAS、NIKE 及 PUMA 等國際知名品牌客戶。產品市場從日本市場逐步拓展至亞太區及歐美市場。面對中國及美國兩大經濟體系，現時中國的經濟在貿易戰下雖有下行的壓力，但國內人口眾多，人口的收入上升，消費升級，其潛在的消費力不容忽視。而美國的經濟已從重拾增長，消費力重新抬頭。綜觀以上三大品牌今年的銷售收入均有明顯的增長，相信在全球健康運動熱下集團的訂單會持續上升。

股價走勢

集團於 9 月 28 日的收市價為 \$100.4，股價按年升 64.73%。走勢上，集團股價於今年 8 月 31 日造出 52 周新高 105 元後，集團在高位回升至 90 元附近的位置，股價上周五收市已回升百元以上水平。現時 14 天相對強弱指數亦已由低位回升至 58.7754 的水平，股價回升至 10 天、20 天及 50 天移動平均線以上。而 MACD 線及訊號線於重回利好的區間內，短期內集團的股價會有上升的動力。雖然集團今年中期業績稍遜市場預期，但集團的毛利率在人工及材料成本上升下仍較去年同期上升 0.6 個百分點，相信是受到人民幣匯價貶值，及生產力及生產基地佈局優化所致，加上集團受惠國際品牌於中美市場需求上升，集團的收入在運動類及休閒類產品需求增加的帶動下而持續向上。投資者可考慮於現 90 元附近的位置分注增持或吸納，憧憬集團在運動及休閒產品需求增加下提升收入。

資料來源: 彭博

估值預測

以 9 月 28 日的收市價 \$100.4 計算，集團現時的市盈率及市帳率分別為 31.99 及 6.35 倍的位置，集團的市盈率及市帳率於同行及行業的處於偏高的水平。現時國內人口紅利的逐漸消失，生產成本上漲，再加上紡織產品關稅的問題，申州國際在幾年前已開始部署於東南亞地域優化生產基地的佈局，以擴大集團的整體產能。其位於越南之面料工廠的生產能力快速提升，且生產管理之績效較為理想，有效促進了柬埔寨和越南成衣工廠之交貨期縮短，並為期內之業務快速增長提供了上游產能之保障。現時申州的最大客戶包括有 Nike、Adidas、Puma 及 Uniqlo，於東南亞地區進行部署，有利取得此等國際品牌的訂單，而申州將出口地區轉移，有利減輕在貿易戰上的影響。而在中美貿易紛爭的開始及美國的加息，美元的強勢加速人民幣的貶值，增加了申州的匯兌收益，對集團下半年的盈利有正面影響。另外，申州將國內的廠房逐步提升製造過程的自動化水準，實現生產效率提高及員工勞動強度降低之目標，實現更大程度的規模化生產以進一步降低生產成本。而申州國際的主要客戶持續降低供應商的數量，以降低生產成本，有助提升其於各品牌中的滲透率及依賴度，有利提升訂單量。Nike、Adidas、Puma 及 Uniqlo 四大品牌食正休閒運動熱的大趨勢，而中國的消費升級，再加上歐美經濟的回暖，亦有助帶動申州國際的訂單量增長加快。所以會將申州國際的目標價定在 \$108.9 即相當於 30.39 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 8.45% 的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 匯率風險：申洲的銷售主要以美元作結算，但採購則以人民幣作結算，因國與國之間貨幣政策而令匯率出現的波動，會對集團的生產成本及經營利潤構成一定的影響
- 貿易政策差異：金融海嘯，導致全球性的經濟衰退，各國會設下一些貿易壁壘以保自身的經濟，如限制進口或提高關稅等，如實現會影響集團的收入
- 國內人的消費雖有升級，但在中美貿易戰下國內的經濟有下行的壓力，消費信心或會受到影響
- 棉花價格或會於低位回升，會對集團的利潤構成壓力

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程式及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

投資涉及風險，證券價格有時會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能多賺取利潤，反而可能會招致損失。

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。