



紡織服裝行業分析

2017年7月7日

Roy Lau CFA, FRM

+852 25009673

Roy_lau@chiefgroup.com.hk



目錄

1. 紡織服裝行業分析
 - a) 一般簡介
 - b) 紡織成衣產業鏈

2. 紡紗
 - a) 一般簡介
 - b) 中國棉花政策
 - c) 製作過程/程式
 - d) 例子：天虹紡織(2678.HK)

3. 織布、印染
 - a) 一般簡介
 - b) 製作過程/程式
 - c) 例子：互太紡織(1382.HK)

4. 製衣
 - a) 一般簡介
 - b) 貿易政策
 - c) 製作過程/程式
 - d) 例子：申洲國際(2313.HK)

5. 展望



紡織服裝行業分析

一般簡介

在全球一體化的背景下，整個成衣過程，目前已形成了以各國、各地區各自比較優勢為分工基礎的跨國生產經營模式。如要理解整個生產過程的分解，可以參考**利豐(494.HK)**榮譽主席馮國經與哈佛商學院編輯的訪問中解釋何為價值鏈管理。

「比如說我們獲得了來自歐洲一個零售商的 10000 件成衣訂單，可能我們的做法是，從韓國買紗並運往台灣進行紡織和染色；同時，我們會到 **YKK**(日本大型拉鏈廠商)在中國內地的工廠訂購拉鏈；之後出於配額和工人狀況的考慮，便把紗和拉鏈等運到泰國進行生產。又由於客戶要求迅速交貨，因此我們會分別在泰國的 5 間工廠下訂單，這樣，我們便能有效地為客戶度身訂造一條價值鏈，盡可能滿足該客戶的需要。該些產品看起來像是在同一間工廠生產出來的。產品的標籤上或許會寫上“泰國製造”，但卻不完全是泰國的產品。」¹

從上述的描述，我們可以清楚看到現今的紡織成衣業已是高度細分化，而且是真正意義上的全球化競爭，各國、各地區、各工廠從貿易政策、稅務政策、資源、人力、技術全面競爭。時至今日從原材料到產品全程一手包辦的企業已所剩無幾，反而大部分的企業都按著自身優勢專注於整個產業鏈的某一環節。當然大部份企業亦試著某程度上的垂直整合以期擴大自己的競爭優勢，但事實上更希望能用有限的資源去掌握整個價值鏈，成為價值鏈的管理者。

行業的另一個趨勢是，現在的競爭已不止於公司與公司之間，而是供應鏈與供應鏈的競爭。服裝品牌零售商愈來愈重視供應鏈管理，全球知名品牌 **ZARA**、**H&M**、**GAP** 及 **UNIQLO** 都是 **SPA(Specialty Store Retailer of Private Label Apparel)**商業模式的表表者，他們由原料採購、產品規劃、開發、生產、物流、分銷及零售全程參與，逐步減少供應商數目，與供應商緊密合作，共存共榮，達至庫存減少、對市場快速反應，這些都是他們的致勝關鍵。

紡織成衣產業鏈

紡織成衣產業鏈大致可分為以下幾個部分：



紡織成衣產業鏈上游為天然纖維及人造纖維原材料，再紡成紗線，然後經過織造成坯布，再經漂

¹摘自供應鏈管理：利豐集團的實踐經驗



白、染色、印花、塗佈、整理等程序造成服裝面料，經過剪裁、縫合為成衣製品或其他相關紡織商品。

在一件服裝的價值構成中，整個製造過程由原料到製衣一般只佔整個產業鏈價值的 25%。換句話說，最終產品的零售價是出廠價的 4 倍。而目前以發展中國家為全球的服裝生產基地，包攬產業鏈的上、中游部份，其中中國成衣業以其產業鏈完整、管理和技術人材集中、勞動力資源豐富及基礎建設良好的特點，成為全球成衣業分工體系下主要的生產、加工和出口國。至於已發展國家則依靠著自身的資本優勢、技術優勢及豐富經驗，主導著機械開發、纖維開發、高端品牌營運、終端零售等高附加值環節。

然而近年，美國、歐盟及日本等傳統市場，向發展中國家(包括東盟國家及孟加拉)的紡織品出口商提供較優惠的市場准入，此舉削弱了中國生產商的競爭力，加上中國內地勞工成本上升及收緊環保法例，勞動密集型的服裝產業的競爭優勢正逐漸消失。越來越多內地服裝製造商把較低端及量產產品的生產活動轉移至孟加拉、柬埔寨及越南等東南亞國家。正如台灣成衣大廠**聚陽(1477.TW)**，截至 2016 年底，其於中國的非流動資產規模只為印尼及越南的五分之一及三分之一，在中國的廠房投資已降至其全球布局的最低位置，而**儒鴻(1476.TW)**更於去年底結束在中國的最後一座成衣廠，將全部生產線分布於越南、柬埔寨、賴索托等國家。

當中越南更是近年眾多成衣廠商趨之若鶩的熱門投資地，連續幾年保持了服裝出口的快速增長。越南既是 TPP、RCEP 成員，亦是世貿成員，其擁有廉價的勞動力、土地資源，政府亦給予外資相當大的稅務優惠，吸引很多外商到該國投資設廠生產服裝。然而目前越南的環保法規非常嚴格，污水排放標準比中國要求更高，導致越南欠缺印染企業，服裝的面料仍以進口為主，還未能發展成非常完整的產業鏈。此外，美國總統特朗普上場後即退出 TPP 成員國，令 TPP 進展近乎停頓，以及南海問題引起的排華情緒，相信都會令外商的投資熱情有所減弱。

本專題將會著力探討其中紡紗、織布、印染及製衣環節，而每個環節將以一家上市公司再作深入討論。



紡紗



一般簡介

紗線是製造紡織品的原材料，而紡紗就是指把紡織纖維加工成紗線的整個工藝過程，原理為將纖維原料加捻製條。紗線的品種繁多，性能各異。它可以是由天然纖維或各種人造纖維製成的純紡紗，也可以是由幾種纖維混合而成的混紡紗。

紗線的原材料

紡織纖維	天然纖維	植物纖維	棉花、亞麻、大麻等
		動物纖維	蠶絲、羊毛等
	人造纖維	再生纖維	銅鉸纖維、粘膠纖維等
		合成纖維	滌綸、氨綸、尼龍等

時至今日，各種服裝纖維中，棉始終是最受歡迎的材料，亦是世界上使用最廣泛的纖維。

2014 年棉花統計數字

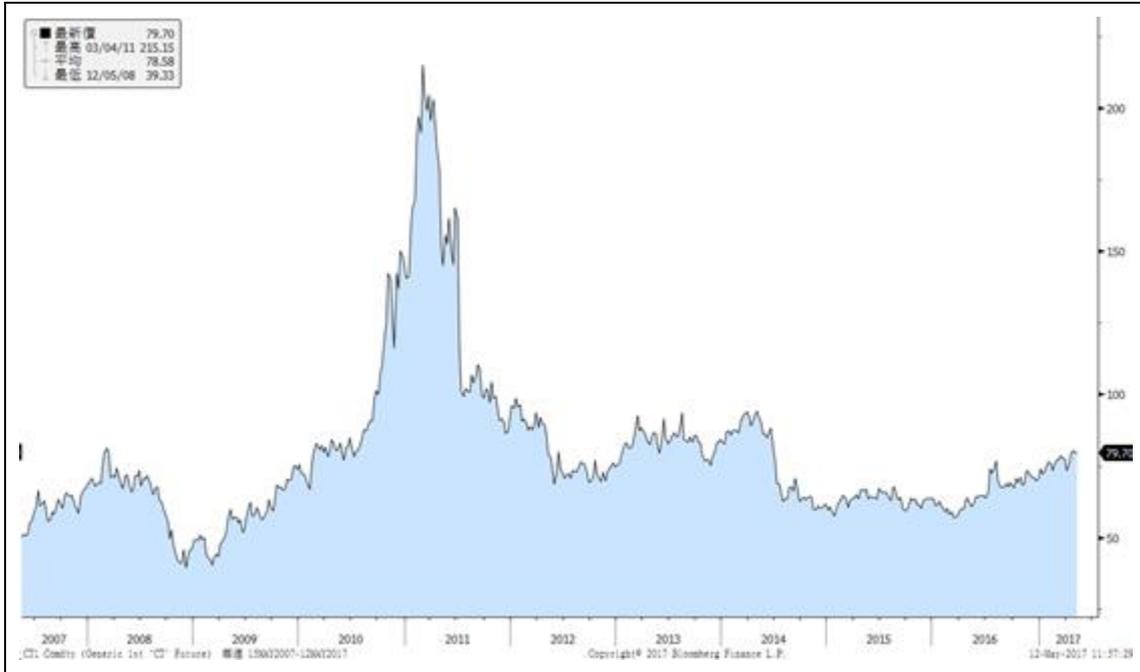
排名	最大生產國 (公噸)	最大消費國 (公噸)	最大出口國 (公噸)	最大進口國 (公噸)
1	印度 (6,561,950)	中國 (7,706,000)	美國 (2,449,400)	中國 (1,804,000)
2	中國 (6,480,000)	印度 (5,294,100)	印度 (1,108,500)	孟加拉 (968,090)
3	美國 (3,466,830)	巴基斯坦 (2,307,510)	巴西 (851,000)	土耳其 (781,330)
4	巴基斯坦 (2,113,840)	土耳其 (1,448,130)	澳洲 (521,000)	越南 (729,940)
5	巴西 (1,533,000)	孟加拉 (954,000)	歐盟 (275,420)	印度尼西亞 (599,000)

資料來源：經合組織-糧農組織(OECD-FAO)農業展望 (2016 年版)、致富集團研究部



中國棉花政策

棉花價格 Cotlook A index 走勢圖



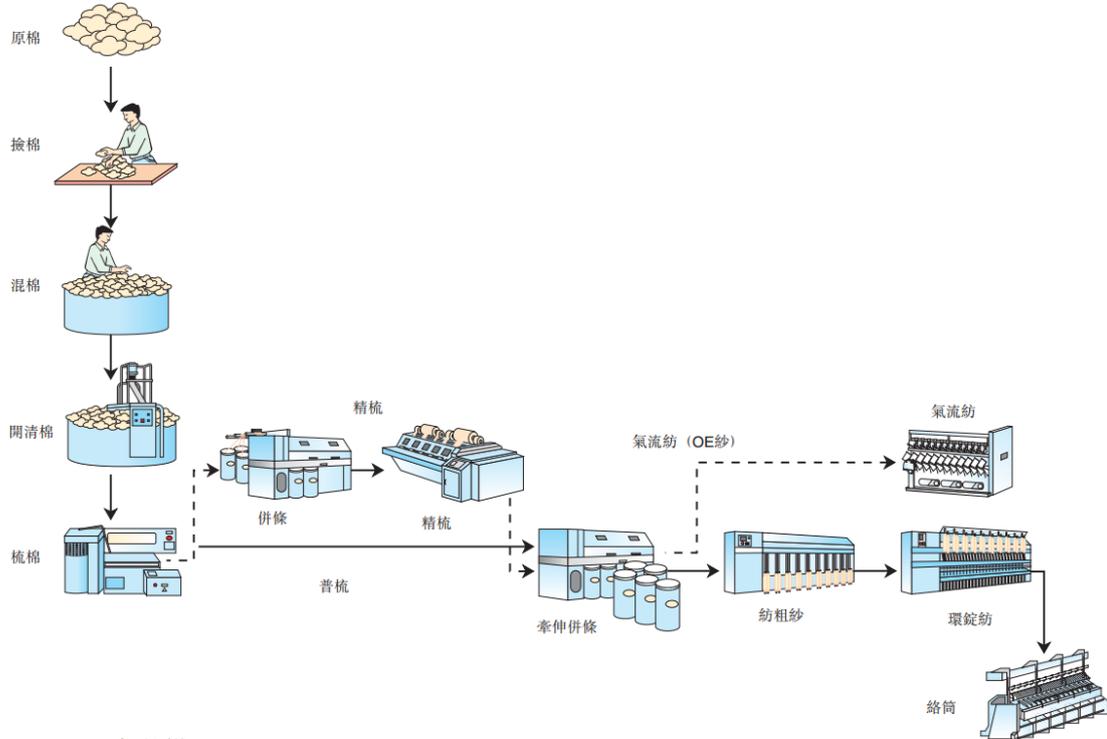
資料來源：Bloomberg、致富集團研究部

鑒於 2011 年國際棉價暴挫，中國政府同年啟動棉花臨時收儲政策，藉保障棉農收入，使其不改種其他農作物，以穩定內地棉花市場運作。中國政府對棉花價格及進口配額進行管制，使中國境內的棉花價格大幅高於國際棉價，海外進口紗線因其價格優勢大量衝擊國內市場，以致嚴重打擊國內棉紡企業。在此期間中央大量收儲棉花，令中國的棉花庫存竟超過全球總庫存一半之多。

於 2014 年，中國終於取消了連續實行 3 年的棉花臨時收儲政策，轉為對棉農直接補貼。如今中國不再收儲，而轉為拋售庫存，令到國內棉花價格出現下跌趨勢，價格逐漸貼近國際棉價。然而近年印巴因受天氣影響失收，中國政策亦導向逐步減少棉花生產，而國儲拋售進度緩慢，令到棉價於 2016 年觸底反彈。棉花未來價格走勢有可能持續小幅回升，此乃由於庫存持續消耗及需求回升。



製作過程/程式



資料來源：天虹紡織招股書

天虹紡織(2678.HK)

簡介

天虹紡織是中國最大的棉紡織品製造商之一，營業額逾百億元人民幣，更是領先的包芯紡織產品生產商。集團的主要業務為製造及銷售紗線，另外亦有製造坯布、面料和服裝。集團以上海為銷售總部，於中國、越南和柬埔寨分別設有生產基地，具備等同 289 萬紗錠、816 台織機、18 條牛仔服裝生產線。截至 2016 年 12 月 31 日，集團員工合共 27,279 名。

產品

集團以生產差異化產品為重點，特別供應比傳統紗線更高利潤的氨綸彈力包芯紗線，此紗線於受壓下可大幅伸展，並在放鬆時隨即回復原貌。於 2016 年度，集團大約一半的收入來自彈力包芯紗線。

除氨綸彈力紗線外，集團亦生產其他紗線，主要包括滌綸黏膠混紡彈力紗線、黏膠短纖紗線及棉粗紗線。於 2016 年度，集團大約四成的收入來自其他紗線。

此外，集團亦有銷售坯布、面料及成衣，惟於 2016 年度僅佔總銷售收入不足一成。目前，集團



正積極進入牛仔服裝領域，於山東及柬埔寨的牛仔服裝團隊及生產線已可生產超過 300 萬條牛仔褲，而越南新廠房更會大力發展牛仔服裝業務，期望達到高水準的產業鏈整合。

原材料

集團生產紗線所需的原材料主要為棉花及人造纖維，而當中棉花佔比最大，對集團的毛利率影響甚巨。然而棉花價格相當波動，時常受到市場供求、地方政府政策及天氣所影響，因此集團的毛利率波動亦大。

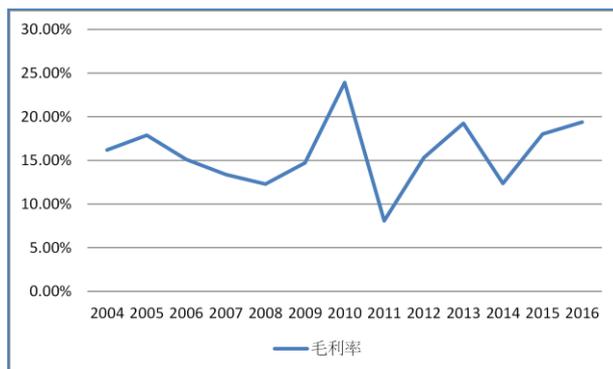
至於人造纖維為石油副產品，價格受原油價格及供應波動而影響。集團與「萊卡®」品牌製造商「英威達」及纖維素纖維「天絲®」、「木代爾®」纖維品牌製造商「蘭精纖維」建立了全面的戰略合作夥伴關係。

客戶

集團是供應鏈的上游部份，主要供應紗線給貿易商、織布廠、印染廠及服裝製造商。集團客戶基礎龐大，擁有超過 3,000 名國內外客戶，其中超過八成是來自中國的廠商。於 2016 年度，集團最大客戶及五大客戶分別只佔集團 3.5% 及 9.6% 的總銷售額，其中十大客戶以中國江蘇、浙江及廣東省為主，而日本著名纖維商東麗株式會社(3402.JT)亦是其客戶。

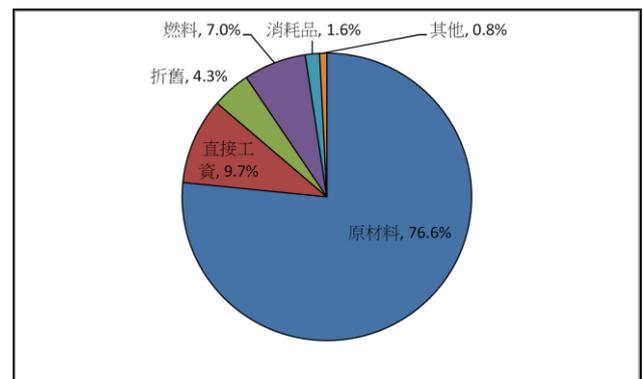
成本結構

圖表：2004 年至 2016 年集團毛利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表：2016 年集團銷售成本明細



資料來源：公司年報、致富集團研究部

紡紗行業毛利率一般只有單位至低雙位數，而天虹紡織的毛利率卻較一般的紗廠為高，主要由於集團專注於高附加值的差異化產品及於業界擁有較高的市場地位。此外，由於中國的棉花政策，導致中國的棉花價格高於海外，而集團則可以受惠於海外生產基地採用更廉宜的海外棉花而取得優勢。然而正如上文提到，集團的毛利率會隨著原材料的波動而有較大上落。



正如 2010 年，在棉花供應緊張及需求強勁之下，棉花價格劇烈上漲，集團的棉紗價格亦跟隨上升，而實際成本因使用原料存貨而滯後，令集團的毛利率上升至紀錄高位 23.9%。剛過去的 2016 年亦因為棉花價格反彈而產生同樣效果。相反地，於 2011 年，棉花價格大幅下降，集團產品售價亦大幅下滑，使毛利率嚴重下跌至紀錄低位 8.1%。

除原材料外，從圖表可見，勞工成本及燃料亦佔銷售成本很大比例。集團為克服在中國原材料、勞工及能源成本持續上漲的問題，於 2006 年將其擴大紗線產能的重點由中國轉為在越南擴充產能，以降低製造成本。此外，集團亦不斷推行其生產過程自動化政策，逐步減少每條生產線的人手，從過去勞動力密集型轉去資本密集型企業。

結語

天虹紡織目前以紗線為主營業務，但除此以外，集團近年積極進入牛仔服裝領域。於 2017 年集團將以越南新廠為主全力發展牛仔服裝業務，目標以贏得知名品牌的認同。但天虹紡織志不在此，集團目的在於以自身工業園完善的配套優勢，加以供應紗線原料及提供生意予現有織布、印染客戶，希望引入現有牛仔布客戶進駐園區，負責越南一向缺乏的面料生產，在減少自身資本開支的同時，做到互補共贏。

集團最終希望做到的是在一個工業園區內完成涵蓋紡紗、織布、染整、製衣全產業鏈的生產經營管理，做到快速反應，滿足現今快時尚對於降低庫存風險以及在同一季節中針對消費者的需求而策略性的增加訂單生產的要求。

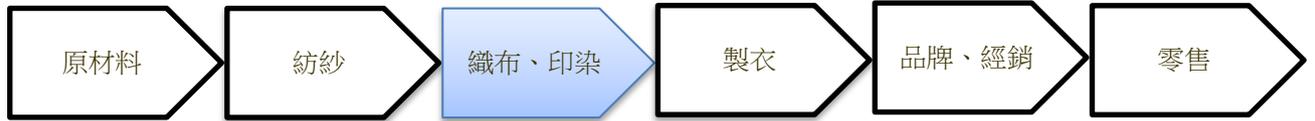
香港主要紡紗上市公司

名稱	營業額(億元人民幣)	毛利率	純利率	ROE	P/E	P/B	主營業務
天虹紡織(2678.HK)	136.48	19.38	8.70	26.22	6.28	1.49	彈力包芯紗
魏橋紡織(2698.HK)*	97.66	5.72	10.03	5.91	5.70	0.33	棉紗、坯布
百宏實業(2299.HK)	61.25	11.62	5.15	6.10	33.37	2.03	滌綸長絲
中國織材控股(3778.HK)	14.36	10.83	1.03	3.10	43.08	1.36	滌綸棉及黏膠棉混紡紗
金達控股(528.HK)	8.56	17.74	7.75	6.21	8.64	0.54	亞麻紗
永盛新材料(3608.HK)	5.81	28.80	13.63	17.25	7.92	1.40	滌綸長絲

*2015 年度業績



織布、印染



一般簡介

織布

面料作為服裝三要素之一，是用來製作服裝的主要原材料。面料種類繁多，一般可由其原材料種類、不同的紡織結構及製成類型而分類，單是互太紡織就有超過 5,000 款設計及規格的面料。時至今日，消費者對面料的要求已大大提高，尤其服裝品牌零售商對面料功能性的追求，使面料工藝大為精進，比如 UNIQLO 的 HEATTECH、AIRism，Nike 的 Flyknit 及 adidas 的 Clima 系列等等，都是纖維商與面料生產商的研究所得。

印染

染整是紡織產業中最耗能、耗水及資本投放最大的一環。由於面料染色需要使用大量的水、熱能以及含化學物質的染料，印染行業可以說是整個供應鏈上入場門檻最高的一個，需要發電廠，又由於印染屬高污染行業，環保要求十分高，需要印染廠自設水廠、污水處理廠，資本要求大。染整製作過程複雜，技術要求最高，但也提供紡織品差異化及高附加價值的重要環節。

製作過程/程式

編織



染色



印花*



整理



* 此生產過程中步驟並不適用於所有布料型號。

資料來源：互太紡織招股書



互太紡織(1382.HK)

簡介

互太紡織為香港的針織布生產及營銷商，其生產基地設於中國廣東省番禺及越南河內北部工業園。廠房集合針織、染色、印花及整理之綜合生產線，年產量約達 8,700 萬公斤。截至 2016 年 9 月 30 日，集團僱用 5,358 名全職員工。集團已與知名品牌擁有人建立合作關係，包括 Calvin Klein、Maidenform、黛安芬、UNIQLO、VF Intimates 及 Victoria's Secret 等。

產品

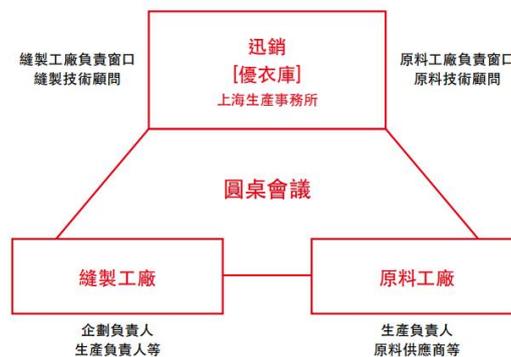
集團專門以原紗或染紗製造緯織布及經織布。緯織布常用於生產輕巧服裝，如 T 恤、polo 衫及睡衣，而經織布則常用於生產泳衣、內衣及非服裝產品，如汽車座位及其他汽車裝飾。目前集團的經織布及緯織布包括超過 5,000 款設計及規格。此外，集團亦向客戶提供染色及印花設計服務。

原材料

集團生產面料所用的主要原料為紗線、染料、化學物及煤(供發電機使用)。紗線為集團主要原料，佔銷售成本逾六成，當中使用大量胚紗及染色棉紗，亦使用合成紗及混合紗，包括氨綸、包芯棉紗、毛黏混紡、羊毛混紡及尼龍／棉及聚酯纖維／棉等合成紗。集團棉紗購自中國、印度、巴基斯坦、印尼、泰國及歐洲，而混合紗則購自中國、日本、台灣、韓國、美國及歐洲。

客戶

集團面料的直接客戶為成衣製造商，但主要業務的促成卻由服裝品牌商所主導。雖然服裝品牌商並不會直接向互太紡織下單，卻會指示成衣廠向集團下單，因此互太紡織必須同時向品牌商及為直接客戶的成衣廠商提供服務。



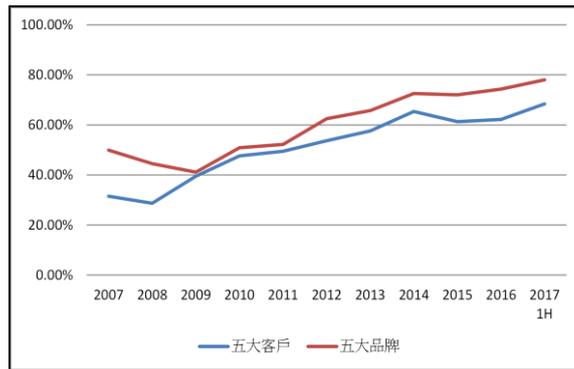
資料來源：迅銷 2014 年 CSR REPORT

為描述此三方的關係，可以由集團的主要品牌商客戶迅銷(6288.HK)及直接客戶晶苑集團(成衣商)的例子說明：迅銷的目標是要整個供應鏈運作如同一體，合作無間，若僅僅保持採購及交付的關



係，並不能滿足**迅銷**的要求。為此，除了直接供貨的晶苑集團，**迅銷**與處於上游的**互太紡織**也有非常緊密的合作，此三方會聚在一起共同討論，交換意見。

圖表 1：2007 財年至 2017 財年中中期集團五大客戶及五大品牌商佔集團的總銷售額



資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 1 可見，**互太紡織**與品牌商及客戶緊密合作，五大客戶及品牌商收入佔集團總銷售額連年提升，截至 2017 財年中中期，五大客戶及品牌商收入佔集團總銷售額分別為 68.4% 及 78.0%。於 2008 年，**互太紡織**更曾與**迅銷**、晶苑集團及 Trendit Corporation 於孟加拉合資興建布廠及成衣廠，可見**互太紡織**與其重要客戶擁有策略性合作關係而不是單純的買賣關係。

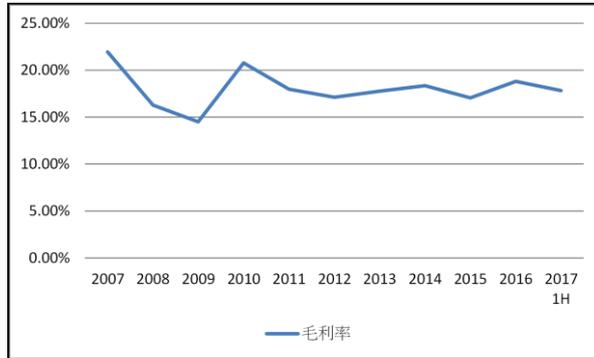
與客戶緊密合作的好處當然是能夠從客戶的高速發展中得到業務提升，情況就如當年**富智康 (2038.HK)**跟**蘋果(AAPL)**的關係。然而唇寒齒亡，伴隨的風險當然是當客戶業績下降時，公司亦會被拖累，甚至面對較大危機。情況就如台商恒豐集團能成為全球最大女鞋代工是得益於與**PAYLESS(PSS)**的緊密合作，但如今**PAYLESS** 宣布破產，對恒豐集團的影響可想而知。

美國零售商近兩年的關店潮、破產潮席捲全國。破產零售商不乏知名企業，包括 BCBG Max Azria Global Holdings、American Apparel LLC、The Limited 以及 **PAYLESS**。大型百貨店，例如 J.C. Penney、Macy's 及 Sears 等已於今年宣布會關閉過百家門店。假如上游的面料、服裝供應商的主要客戶是美國的百貨企業，他們的業績將要渡過一個寒冷的冬季。相反地，假如上游的面料、服裝供應商的主要客戶是如 **NIKE**、**ADIDAS** 等仍處於上升軌道的企業，他們的銷情將會得到大幅提升，情況有如天淵之別。



成本結構

圖表 2：2007 財年至 2017 財年中期集團毛利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 3：2007 財年至 2017 財年中期集團分銷及銷售開支佔比及一般及行政開支佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

集團原材料成本佔銷售成本非常高，比紡紗行業更甚，而其中紗線比重最大，是主要左右集團毛利率因素。相對地直接人工成本佔比較輕，顯示織布、印染行業為高度自動化行業，然而近年國內人工成本急速上漲，人工亦成為影響集團毛利率的重要因素。從圖表 2 所見，集團毛利率屬於行業較高水平。若撇除 2009 年的金融海嘯及之後的反彈，集團毛利率的波動相對穩定，表示集團往往能夠將成本的波動轉嫁予客戶。

集團分銷及銷售開支主要包括運費、報關及海關費用、貨物保險及客戶對於產品瑕疵之索償及測試開支，從圖表 3 所見，集團的分銷及銷售開支佔比連年下降，主要因為集團不斷地降低因逾期交貨而產生的客戶索賠及物流管理改善。集團一般及行政開支主要包括薪金及其他員工支出、專業服務費、租賃成本、交通費、辦公室設備折舊、交際開支及銀行費用，集團透過不斷提升經營效率，並確保定期評估及達到削減成本目標，令集團的一般及行政開支佔比連年下降。

結語

總括而言，互太紡織的經營效率異常出眾。除上文的觀察外，我們可以從集團每員工對收入貢獻的數據側面判斷，截至 2016 財年，集團每員工對收入貢獻為 1.17 百萬元人民幣，優於眾多科網公司。集團的高效營運令其股權回報率長期高於 20%，美中不足是其收入增長速度自 2011 年後開始放緩，相信跟其海外投資的擴張步伐不無關係。

針織廠對於海外投資一般非常審慎。由於針織、印染行業屬於高資本投放行業，除投資廠房、設備外，更要自設污水處理廠，非流動資產佔比高，若海外投資失利，重要資產不能帶走，將損失慘重。此外行業高度自動化，人力成本的考慮相對較低，因此對投資於其他低勞工成本的東南亞地區誘因較細。



互太紡織的海外擴張荊棘滿途，一波三折。之前提及在孟加拉的合資廠房，因當地政府未能保證天然氣的供應而胎死腹中，相信令集團對於海外投資更為謹慎。而越南的發展計劃早於 2010 年已於集團年報提及，但因 2014 年越南的暴力反華事件而延遲至 2015 年才開始運作，但最近又因廠房入口被村民堵住而停產。

此外，**互太紡織**另一個憂慮是人才斷層，世代交接的問題。目前集團董事局裏大部分董事已屆退休年齡，但未見集團引入新血於董事會內。前執行董事兼行政總裁林榮德先生現已完全退出集團管理團隊，於今年辭任集團非執行董事以及任何附屬公司與聯營公司的董事職位，行政總裁一職由主席兼執行董事尹惠來先生代替。

剛於今年 6 月底，集團公布單一最大股東非執董葉炳棧先生及其配偶出售集團 28.03% 股權予**東麗株式會社**。市傳**東麗**將於 2018 年增持**互太紡織**股權至超過 50%。若然成真，**東麗**必然派人進入**互太紡織**董事會，此舉既能解決集團世代交接問題，亦給予集團一眾創辦人出售股權機會，其時集團加上**東麗**的纖維能力，競爭力必定大大加強。

香港主要織布、印染上市公司

名稱	營業額(億港元)	毛利率	純利率	ROE	P/E	P/B	主營業務
德永佳(321.HK)	78.58	31.70	6.09	8.78	13.70	1.20	針織面料、品牌成衣
互太紡織(1382.HK)	69.28	18.80	16.25	33.50	14.06	4.32	針織面料
福田實業(420.HK)	63.29	12.25	2.02	3.88	9.34	0.36	針織面料、成衣
冠華國際(539.HK)	49.40	17.03	2.74	2.38	5.89	0.12	色紗、針織面料、成衣
錦興國際(2307.HK)	36.63	13.86	2.05	4.12	5.93	0.24	色紗、針織面料
超盈國際(2111.HK)	24.69	33.53	18.48	23.99	15.38	3.69	內衣面料



製衣



一般簡介

製衣業就好比遊牧民族，逐水草而居。從 1974 年至 2004 年的配額制時代，全球服裝業的發展一直由配額數量所推動，製衣業由香港擴展至沒有配額限制的東南亞、南亞國家，少量製衣企業更於炒賣配額中獲取大量財富。2005 年 1 月 1 日之後，全球紡織品貿易進入後配額時代，行業競爭出現了根本變化，訂單將單純取決於成本、質量及服務，是一個自由競爭時代，製衣廠轉向集中在少數擁有優勢的國家設廠，主要是中國。

然而，近年東南亞國家憑借低廉的勞動力成本、國家對產業的大力支持以及發達國家給予的貿易優惠政策，行業呈現快速增長的勢頭，使中國市場份額開始下降。行業共識是，為應對未來之挑戰，中國企業應利用現有之技術、管理、資金等方面之優勢，減員增效、節能減排等轉型升級，實施產業鏈全球化布局之調整，以提升於全球產業中之競爭優勢。

為了實現規模經濟效應、供應鏈效率以及遵守社會不斷增加的要求以及不斷收緊的環境法規，訂單更加集中向擁有大型製造設施的供應商發出，推動亞洲製衣業在過去十年中持續地整合。然而，全球製衣業仍然高度分散，行業內存在大量規模不一的製造商。根據晶苑的申請上市文件，就 2016 年全球的產量而言，製衣行業的前五大企業總產量僅佔約 1.5% 的市場份額。

貿易政策

國際貿易政策與國家的政治、經濟、安全及社會問題的對外及對內政策有關。各國政府力求便利和加快國際貨物及服務的輸入，同時維持國家安全、確保本土工業及職位免受不公平貿易手法損害。此外，各國也實行一系列單邊、雙邊、地區性及多邊貿易優惠協議，並實施多項貿易限制及管制，其中紡織品服裝產品的進出口貿易受著國際貿易政策的重大左右。

歐盟

自 1971 年以來，歐盟對發展中國家產品進入其市場實行普及特惠稅制(GSP)，簡稱普惠制，受惠國可享受關稅優惠。目前，歐盟普惠制惠及 100 多個國家和地區，包括越南、斯里蘭卡、印尼等製衣業熱門投資國家。中國曾經是歐盟普惠制最大受惠國，但由於中國連續三年被世界銀行定為中高收入國家，已達到其畢業標準。自 2015 年 1 月 1 日起，中國已被排除出歐盟的受惠國之列。



歐盟普惠制將進口產品分為敏感產品和非敏感產品兩類，其中大部分工業品屬於非敏感產品，但紡織品及服裝則屬於工業品中的敏感產品，關稅優惠幅度為 20%，較一般工業品少。此外，EBA 計劃是歐盟普惠制的特殊安排，即歐盟對最不發達國家除武器以外的所有產品給予免關稅、免配額待遇。受惠此計劃的國家包括孟加拉、柬埔寨、緬甸等國。

日本

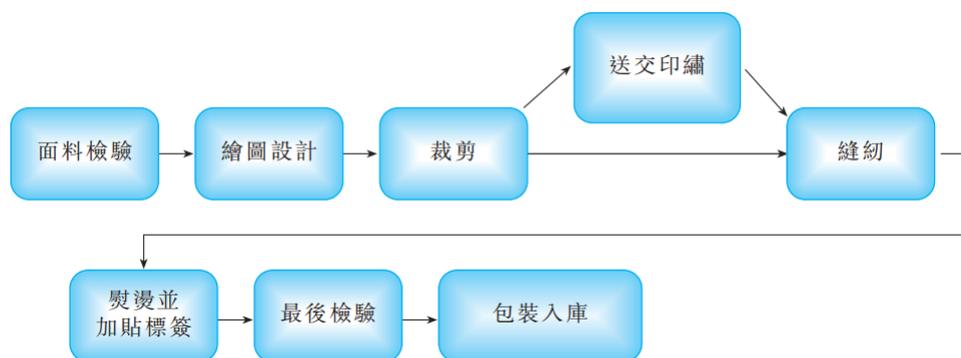
同樣地，日本自 1971 年開始實施普惠制。目前，日本普惠制包括 100 多個國家和地區，而中國是其中之一。然而，2016 年日本財務省曾表示，將重新審視普惠制的對像國條件，到 2019 年度完成修改。這意味著，日本擬於 2019 年跟隨歐盟、加拿大等國取消對中國普惠制待遇，而越南、印尼、斯里蘭卡、柬埔寨等國則能繼續留下。

此外，日本於 2008 年與東南亞國家協會(ASEAN)²簽訂經濟合作協定(EPA)，日本對從東協國家進口的產品實施零關稅，其中包括紡織品服裝產品。

美國

所有輸入美國的貨品均按其在協調關稅表(HTSUS)的歸類，根據適用的項目徵收關稅或免徵關稅。大多數商品是按最惠國課稅，根據不同的豁免條件，可享受免關稅待遇，如普惠制、自由貿易協定夥伴等。然而，紡織品及服裝產品被美國定義為不合資格的產品，被普惠制豁免在外。目前，中國及一眾東南亞製衣國於出口服裝到美國均未有特別的稅務優惠。

製作過程/程式



資料來源：申洲國際招股書

² 東協目前共有 10 個正式的成員國：印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國、新加坡、汶萊、柬埔寨、寮國、緬甸及越南。



申洲國際(2313.HK)

簡介

申洲國際為中國最大的縱向一體化針織製造商，由面料織造、染整、印繡及製衣一手包辦，主要以代工方式為客戶製造質量上乘的針織品，其生產基地位於寧波市經濟技術開發區和越南，並策略性地在中國衢州市及安慶市和柬埔寨設有製衣工廠，廠房佔地面積逾 389 萬平方米，建築面積逾 300 萬平方米，每年生產各類針織服裝逾 3.1 億件。截至 2016 年 12 月底止，集團共僱用約 74,600 名員工。目前集團，主要客戶包括 UNIQLO、ADIDAS、NIKE 及 PUMA 等國際知名品牌客戶。

產品

申洲國際生產一系列廣泛多元的針織面料，該等面料均作內部生產服裝之用，而所生產的主要針織服裝產品包括運動服裝、休閒服裝、內衣服裝及其他針織產品。

集團由上市之初休閒服裝佔銷售額接近九成的比例，成功地逐步調整產品組合，增加製造及銷售運動服裝等具較高利潤率的針織服裝產品之百分比。截至 2016 年 12 月底止，運動服裝已佔集團 65.0%，成為最大之產品類別。

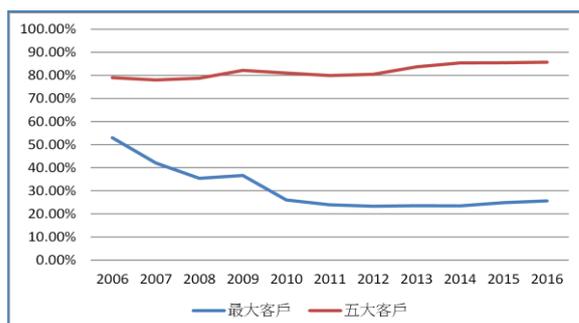
原材料

申洲國際所用的原材料，主要包括紗線、坯布、化學染料和服裝生產相關物料，包括線、配飾、鈕扣和拉鏈等。集團棉紗的供應主要從中國供應商採購，而彈性纖維紗線等專用紗線則從台灣供應商採購。化學染料和服裝生產相關物料主要是向中國及台灣供應商採購。

客戶

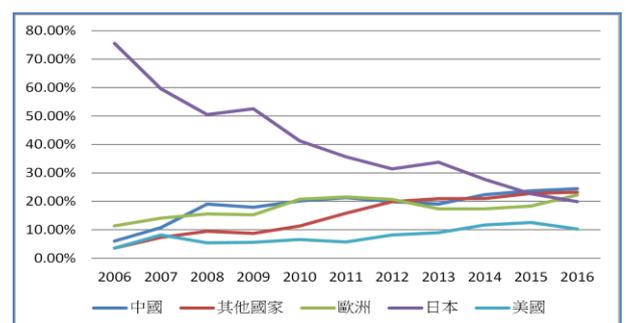
申洲國際的主要客戶包括服裝採購代理和服裝零售商。上市之初，集團主要專注日本市場，接近九成的針織服裝出口到日本。當時的最大客戶包括服裝零售商 Uniqlo 的採購代理雙日、服裝零售商 Adidas 的採購代理伊藤忠、服裝零售商伊藤洋華堂的採購代理日本辰巳公司、服裝零售商伊都錦的採購代理蝶理和日本賽施麗公司。

圖表 4：2006 年至 2016 年集團最大及前五大客戶佔收入比例



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 5：2006 年至 2016 年集團收入按地區分類



資料來源：公司年報、致富集團研究部



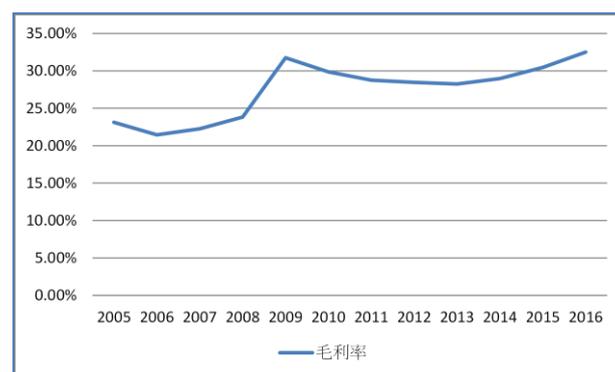
隨著集團的全球化布局，客戶結構得到重大的調整，兩家全球知名運動品牌 NIKE 及 ADIDAS 的訂單佔集團收入總額比例逐步提高。根據圖表 4 可見，目前集團最大客戶佔總收入比例已較上市時大幅下降，同時日本的收入佔比亦然，降低了單一市場風險。然而日本市場仍然是集團市場的核心部分，為集團業務的穩定發展起著重要且不可替代的作用。

但另一方面，集團與關鍵客戶之業務合作更為緊密，通過選擇性地縮減部分中小客戶之訂單業務，為核心客戶提供了更好的生產資源保障，提升了為客戶服務之能力，加大了與核心客戶之業務合作範圍。從圖表 4 可見，集團五大客戶的集中度非但未有下降，更於近年進一步提升。

此外，申洲國際亦積極拓展國內市場，不但為集團國內市場的銷售增長奠定基礎，同時也有利於減輕匯率波動對業績的影響以及貿易政策變動對出口銷售帶來的不確定性。

成本結構

圖表 6：2005 年至 2016 年集團毛利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

製衣行業的毛利率受著多個因素影響，尤以外圍因素為甚，包括原材料價格、人工成本、匯率變動、政府政策及全球貿易政策等等。

從圖表 6 可見，集團毛利率歷年來整體向上，尤其 2009 年集團的毛利率更按年上升 8.9% 至 30.6%，此乃由於當年全球金融海嘯淹至，中國政府頻頻出台扶持政策，於 2008 年 8 月起連續多次提升服裝產品出口的增值稅退稅率，令集團受益匪淺。

自 2009 年棉花價格大幅上漲，加上國內人工成本每年以雙位數上升，以及人民幣對美元持續升值，都對集團毛利率產生負面影響，但集團努力優化產品結構，持續加重較高利潤的運動服裝產品的銷售比例，以及生產效率的提升有效減輕部份不利因素，使集團毛利率於 2009 年往後幾年僅輕微下降。

近年外圍情況有所反轉，人民幣對美元匯價出現貶值，棉花及石油價格回落，都對集團毛利率產生正面影響，加上集團生產效率持續提升及產品結構優化，令集團 2016 年毛利率升至 32.5% 的



歷年高位。

結語

申洲國際上市之初，得益於取消配額，各發達國家的服裝訂單集中於中國生產，集團因而急速發展。此外，集團亦積極調整產品及客戶結構，先後大力發展毛利更高的運動類及內衣類產品。近年集團得益於中國消費者消閒活動的變化，對於運動的參與程度實質提升，風格偏好轉向運動休閒，令集團的運動類產品得到長足發展。

近年製衣業在中國的製造成本持續上升，長期面臨勞工供應量下降和就業意願轉變帶來的壓力，政府亦不斷提升環保要求，以及發達國家對產於不同國家產品的差異化進口關稅政策，使得中國紡織服裝行業面臨需求下降和成本上升的雙重經營壓力。集團目前致力轉型升級，以及布局全球生產基地。特別是集團在越南南部設立面料及成衣生產基地，使集團縱向一體化的生產模式擴展至海外，既可滿足客戶在部分國家可享受進口低關稅的優惠，亦可有效應對國內生產成本不斷上升、資源供給限制帶來的經營壓力。

香港主要製衣上市公司

名稱	營業額	毛利率	純利率	ROE	P/E	P/B	主營業務
申洲國際(2313.HK)	150.99 億人民幣	32.51	19.52	19.53	21.72	4.24	休閒服、運動服、內衣
聯泰控股(311..HK)	9.09 億美元	15.60	2.03	6.65	12.59	0.84	休閒服、毛衣、配件
維珍妮國際(2199.HK)	46.77 億港元	19.58	2.09	3.73	90.63	3.39	胸圍
永嘉集團(3322.HK)	40.33 億港元	28.50	3.56	6.44	9.73	0.63	運動服、零售
南旋控股(1982.HK)	27.97 億港元	23.69	11.73	20.90	9.38	1.98	毛衣
達利國際(608.HK)	24.23 億港元	19.61	1.79	1.98	13.38	0.27	絲綢、零售
聯亞集團(458.HK)	22.54 億港元	23.50	-3.73	-6.79	N/A	0.37	成衣、零售
華鼎集團(3398.HK)	21.51 億港元	30.27	3.80	3.61	10.90	0.39	成衣、零售
鷹美國際(2368.HK)	17.57 億港元	18.26	8.83	13.97	9.61	1.35	運動服
同得仕(518.HK)	9.71 億港元	16.06	-12.32	-25.29	N/A	0.85	女裝、零售
長江制衣(294.HK)	8.00 億港元	17.41	3.80	2.60	19.73	0.51	成衣、紡織品



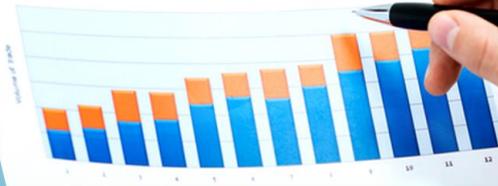
展望

棉價於 2016 年觸底反彈。若然中國繼續緩慢出售國儲棉，國內外棉花價格將相對穩定或小幅回升，有利紡織品原材料穩定。全球經濟增長放緩及社會政治不穩將持續困擾紡織服裝企業，儘管如此，服裝市場需求依然龐大而穩定。

如今，中國政府對環境保護提出更嚴格要求及內地勞工成本偏高，行業正經歷轉型升級，由過往低效率、高耗能的粗放式增長，過渡至高效率、精細化的可持續性增長。這將令入行門檻大幅提高，有助紡織業集中度進一步增加，有利行業龍頭。此外歐、美、日等傳統市場向發展中國家的紡織品出口提供較優惠的貿易政策，逼使紡織企業加速全球化生產布局。往後，中國廠房將憑藉其成熟的生產技術、原材料供應網絡及物流配套之優勢，主力從事研發、生產設計較複雜及交貨期較短的產品。

全球知名服裝零售品牌為達至更高效的供應鏈管理將逐漸減少製衣廠數目，並綜合其供應商以受惠於規模經濟。同樣地，紡織品服裝企業亦會進一步加強與現有客戶的關係，並透過進一步提升生產及營運效率以提升競爭力。以**迅捷環球(540.HK)**為例，其獲**佐丹奴(709.HK)**選為授權供應商，可進入**佐丹奴**採購訂單資料系統，有效地優先生產獲**佐丹奴**認可的產品，而毋須事先與其磋商。此緊密的協作關係，需要長時間的建立及高度信任，有效提高了外來企業進入的門檻。

此外，服裝零售業的營運環境亦正在發生重大轉變，主要體現於時尚潮流的快速變化。潮流週期縮短意味著服裝品牌商的每次訂單減少及要求更短的交付週期，以讓其能夠靈活應對市場變化。快速反應要求使成衣廠的營運能力大受考驗，上下游的緊密合作更為重要。



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。