

評級 買入

目標價範圍：2.8港元至3.07港元

研究部
hkcs@bmifm.com
+852-3582-2777

圖.1 價格與成交量



資料來源: 彭博

表.1 表現及數據

價格	2.39
52周高點和低點	2.55 and 1.51
	17/7/2018 and 12/12/2017
年初至今變化	0.82
年初至今變動百分比	51.9%
恒生指數年初至今變動百分比	-9.7%
啤打系數	0.47
已發行股票	1,001.5M
	13/4/2018
標準普爾評級	-
市盈率	9.36
市淨率	1.09
企業價值倍數 P/EBITDA	7.51
價銷比	1.04
股息收益率	5.00
股本報酬率	12.04
資產收益率	10.50
債務/權益比	-
毛利率	27.64
息稅前利潤/利息	-

資料來源: 彭博

公司資料

時代集團主要業務為:

- 為設計、研究、開發及製造手袋、小皮具、旅行用品及鞋履產品
- 銷售、零售及批發手袋、小皮具、旅行用品及鞋履產品、提供廣告及營銷服務
- 物業投資

2018年業績概覽

OEM相關業務繼續增長。根據公司管理層指出，時代集團為OEM皮具行業中4大供應商之一。其2018財年來自OEM業務的總收入為19.78億港元（下同），同比增加0.23億港元或13.1%，佔總收入的85.8%。其OEM業務的復甦主要是由於全球高端和奢侈品牌產品市場對品牌產品的需求逐漸增加。

時代集團採取風險分化策略，在國際和中國市場積極與眾多高端和奢侈品牌合作。2014財年，第一大客戶的收入佔集團總收入50.8%，而在2018財年，這一比例為17.1%，與2014財年相比下降33.7%，降低了過度依賴主要客戶訂單的風險。

由於合適的公司策略，時代集團的零售業務收入飆升。零售業務分部產生的收入同比增長約97.8%至2018財年的約315.5百萬港元。

估值：參考同行目前的平均市盈率12倍，我們給予時代集團FY2018的市盈率11倍至12倍，2018財年每股盈利0.256港元，目標價介乎2.8至3.07港元。維持“買入”投資評級。

風險：美國政府對中國出口手袋徵收的關稅可能拖累美國消費者需求，壓抑經營利潤率，或在未來貿戰升級時威脅全球貿易。

OEM業務

OEM相關業務繼續增長。根據公司管理層指出，時代集團為OEM皮具行業中4大供應商之一。其2018財年來自OEM業務的總收入為19.78億港元（下同），同比增加0.23億港元或13.1%，佔總收入的85.8%。其OEM業務的復甦主要是由於全球高端和奢侈品牌產品市場對品牌產品的需求逐漸增加。公司保持穩定的回報，稅前分部利潤佔分部收益約為10.1%。製造業務已從來自外部客戶的銷售產生分部收益約1,978.1百萬港元，而分部業務除稅前溢利約為198.8百萬港元。管理層期望在行業的加速發展下，通過客戶依賴和高質量的產品，公司可以擁有良好的競爭優勢，保持行業領先地位。

時代集團採取風險分化策略，在國際和中國市場積極與眾多高端和奢侈品牌合作。2014財年，第一大客戶的收入佔集團總收入50.8%，而在2018財年，這一比例為17.1%，與2014財年相比下降33.7%，降低了過度依賴主要客戶訂單的風險。2014財年，最大的客戶區域是北美，佔總收入的55.3%以上；第二和第三大客戶區域分別是歐洲和中國大陸，香港，澳門和台灣，分別佔20.1%和8.58%。在2018財年，來自北美的收入大幅下降至27.4%，而歐洲和中國，香港，澳門和台灣的收入分別佔總收入的24.9%和27.3%，分別增長4.8%和18.7%，有效減少單一市場風險。

更高水平的工藝，完善的供應鍊和設備齊全的物流設施有助於公司保持一致的質量和服務。雖然近年來中國大陸的最低工資水平一直在上升，但其工藝水平較高、供應鍊發達、物流設施齊全等優勢，都對公司維護品牌客戶的質量和服務至關重要。對於OEM業務，公司未來的資本支出將用於優化現有生產設施和提高效率，進一步鞏固公司在中國皮革製品行業的領先地位。

時代集團通過合理的成本控制，高質量的產品以及卓越的供應鍊管理能力建立了競爭優勢。儘管中國的勞動力成本在過去幾年持續上升，但由於公司採用高質量的產品策略，因此能維持產品質量的不斷提高，而不是單純的價格競爭策略，時代集團能夠保持其毛利率穩定並轉移額外成本。採購方面，公司不斷優化以滿足現有客戶和新客戶的更高要求，包括以具有競爭力的價格採購優質原材料，繼續優化和簡化生產程序，以提高公司的競爭力和滿足品牌客戶的需求。

零售業務

由於合適的公司策略，時代集團的零售業務收入飆升。零售業務分部產生的收入同比增長約97.8%至2018財年的約315.5百萬港元。零售分部於2018年財年的稅前利潤約為22.1百萬港元，較去年的3.73百萬港元增加492.5%。得益於公司積極豐富零售品牌組合的策略，業績改善主要是由於授權品牌的貢獻增加。

時代集團的產品組合經過有效優化，有助於提高銷售額。通過豐富其零售品牌組合，時代集團正在構建一個涵蓋大眾市場和高端市場的綜合產品系列，並吸引來自不同領域的更多客戶。公司目前的零售產品線包括中高端品牌，在2018財年經營七個品牌。TUSCAN'S和Fashion & Joy是集團的自營品牌。TUSCAN'S是一個源自意大利的高品質手袋品牌，而Fashion & Joy是一個自主設計的品牌，專注於時尚的旅行箱包和商務配件，專為創新和年輕的潮流引領者而設計。加上目前的高端品牌和未來的新品牌發展計劃，我們預計公司的產品組合將得到有效優化，以提升公司的銷售額。

時代集團計劃加強其零售業務的發展。截至2018財年，OEM業務和零售業務的收入分別佔公司總收入的68.6%和7.64%。與此同時，公司在此期間開設了第一家Fashion & Joy綜合大型商店，提供不同品牌的產品，以滿足年輕一代的需求。隨著零售業務的擴張零售市場的回暖，公司管理層預計2019財年的收入將實現穩定增長。而公司的電子商務業務發展正在運行，客戶可在線下訂單。公司將進一步加強在線銷售，促進新零售模式的開發，集成線上線下（O2O）銷售，以期通過不同平台向客戶展示其產品，捕捉即將到來的市場發展趨勢。現時公司已於各大型內地網上購物平台銷售不同類型產品（包括天貓、京東及唯品會）。我們預計2019財年零售業務收入佔公司收入的比例將繼續上升。

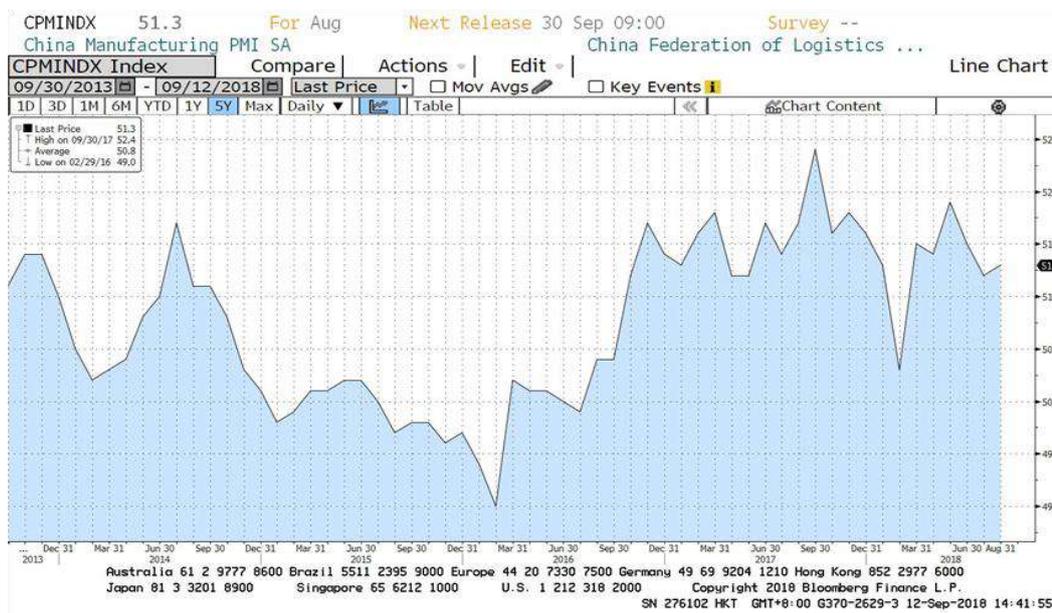
時代集團現時零售業務相關品牌	
自營品牌	獨家授權品牌
TUSCAN' S	Kenneth Cole
	Cole Haan
Fashion & Joy	Jockey
	a.testoni
	i29

資料來源：時代集團

行業現況

中國製造業及皮革行業保持穩定。中國於2017年9月官方製造業 PMI 創近年來的新高之後，2018年的PMI持續高於臨界點。雖然中美貿易戰會略微影響中國的製做業，但我們認為人民幣兌美元重回貶值的態勢都有助中國的製造業保持穩定。行業的營商環境改善，時代集團亦會受惠。

中國官方製造業 PMI 指數



資料來源: 彭博

中國7月零售數據顯示消費輕微放慢。中華全國商業資訊中心發布2018年7月全國百家重點大型零售企業服裝零售額同比下降4.3%，增速低於上年同月9.6個百分點。男裝及女裝零售額都不及上年同月，只有童裝類市場表現較好，零售額同比增長3.1%。第四季更是傳統的消費旺季，預期零售數據會有改善，這有助時代集團發展其零售業務。

中國國家統計局發佈中國零售業銷售額同比增長放緩。2018年7月中國零售額同比增長8.8%，前一個月增長9%，市場預期為9.1%。服裝銷售增長放緩，7月份同比增長為8.7%，而6月份為10%。從1月到7月，零售額與2017年同期相比增長了9.3%。中國的零售額同比從2010年到2018年平均為12.39%。2011年1月的19.90%為歷史最高水平，而2018年5月的8.50%為歷史新低。

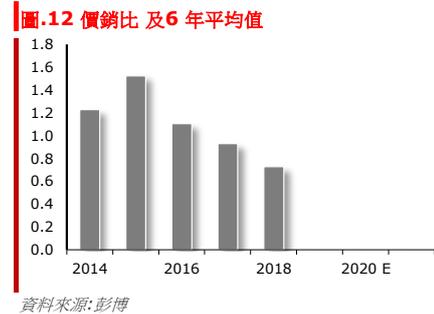
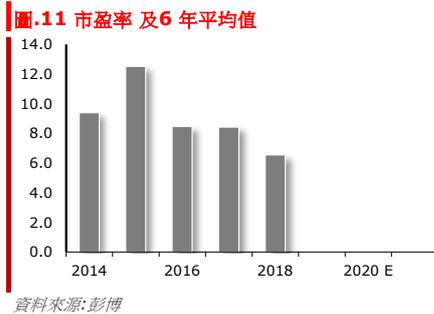


表.4 增長

	2016	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E
每股盈利同比增長	-10.1%	-43.0%	21.6%	-	-	-
淨利潤同比增長	-10.1%	-43.0%	21.6%	-	-	-
每股派息同比增長	0.0%	-47.8%	0.0%	-	-	-
每股淨資產同比增長	2.8%	-5.4%	6.8%	-	-	-
銷售額同比增長	-16.1%	-32.4%	20.3%	-	-	-
股本報酬率	17.22	9.95	12.04	-	-	-
資產收益率	14.39	8.80	10.50	-	-	-

資料來源: 彭博

同業比較

股票	1023	1836	551	999	483	平均
貨幣調整後市值	2,404	5,616	35,486	4,807	478	9,758

流動性

流動比率	4.09	2.95	2.00	1.73	4.89	3.13
速動比率	2.87	1.43	1.05	1.01	2.09	1.69
現金比率	1.39	0.34	0.49	0.89	1.63	0.95
過去3年平均資本開支/營收	1.07	4.17	4.99	3.88	3.43	3.70

資產周轉率

應收帳款週轉率	5.50	4.77	7.94	31.57	26.84	15.32
存貨週轉率	5.88	6.10	4.61	2.08	1.86	4.11
應付帳款週轉率	9.45	14.44	-	6.78	17.72	12.09

財務槓桿

長期債務/普通股權益	-	0.34	30.01	3.48	-	6.76
長期債務/總資產	-	0.27	15.51	1.95	-	3.54
EBIT/利息	-	69.05	13.56	10.14	130.43	55.79

盈利能力

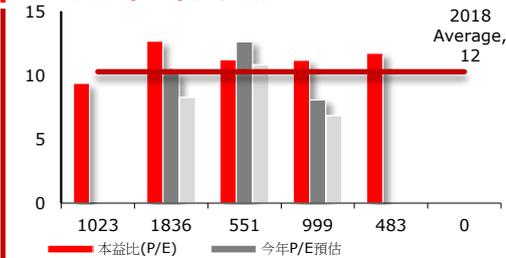
毛利率	27.64	17.13	25.78	63.51	60.81	38.97
營利率	11.87	4.29	6.25	8.82	4.11	7.07
標準化獲利率	8.88	3.93	5.88	5.33	2.85	5.37
資產報酬率	10.50	4.38	5.10	7.15	4.23	6.27
普通股權益報酬率	12.04	5.86	9.19	13.09	4.94	9.02
近12個月每股盈餘	0.26	0.07	0.25	0.36	0.11	0.21

股息政策

股利率	5.00	9.89	6.82	4.43	5.77	6.38
現金股利發放率	46.82	115.02	202.92	49.44	67.86	96.41

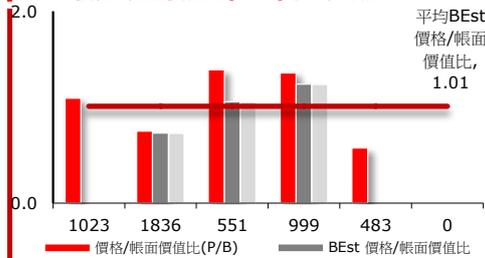
資料來源: 彭博

圖.15 本益比(P/E) 及平均值



資料來源: 彭博

圖.16 價格/帳面價值比(P/B) 及平均值



資料來源: 彭博

每股概覽 (HKD)

	2014	2015	2016	2017	2018	綜合預測	
						2019	2020
基本每股盈餘	0.504	0.411	0.370	0.211	0.256	-	-
每股股利	0.280	0.230	0.230	0.120	0.120	-	-
每股帳面價值	1.978	2.117	2.176	2.059	2.199	-	-

損益表摘要 (HKD 百萬)

	2014	2015	2016	2017	2018	綜合預測	
						2019	2020
營收	3,857	3,380	2,837	1,917	2,306	-	-
營收成本	2,853	2,498	2,070	1,399	1,669	-	-
其他營業淨利	9	13	76	69	7	-	-
營業費用	402	428	410	363	370	-	-
營業淨利或損失	610	467	433	224	274	-	-
利息費用	-	-	-	-	-	-	-
匯兌損(益)	11	-12	6	-5	8	-	-
營業外淨損(益)	-21	-29	-18	-7	-17	-	-
稅前淨利	620	508	445	236	282	-	-
所得稅費用(利益)	116	96	75	25	31	-	-
儲備資本	-	-	-	-	-	-	-
繼續營業部門淨利(損)	504	412	370	211	251	-	-
淨非常損(益)	-	-	-	-	-	-	-
少數/不具控制力股權(信用)	-	-	-	-	-6	-	-
淨利/淨(損)益	504	412	370	211	257	-	-
繼續營業部門的基本每股盈餘	0.504	0.411	0.370	0.211	0.256	-	-
非常項前稀釋後每股盈餘	0.504	0.411	0.370	0.211	0.256	-	-
基本加權平均股數	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	-	-

資料來源: 彭博

資產負債表 (HKD 百萬)

	2014	2015	2016	2017	2018
資產					
現金及約當現金	1,362	1,323	831	596	448
短期投資	-	-	-	35	36
應收帳款及應收票據	229	364	252	323	516
存貨	299	435	275	239	329
其他流動資產	90	86	67	65	98
流動資產總額	1,981	2,207	1,424	1,257	1,425
長期投資及應收款	-	-	-	-	-
土地、廠房及設備總額	616	665	1,261	1,323	-
累積折舊	168	215	242	272	-
土地、廠房及設備淨額	449	450	1,019	1,051	1,097
其他長期資產	21	23	21	27	34
非流動資產總額	470	472	1,040	1,078	1,131
總資產	2,451	2,680	2,464	2,335	2,556
負債和股東權益					
應付帳款	203	323	131	156	216
短期債務	-	-	-	-	-
其他短期負債	268	233	150	113	132
流動負債總額	470	556	281	269	348
長期債務	-	-	-	-	-
其他長期負債	0	3	3	3	6
非流動負債	0	3	3	3	6
總負債	470	560	284	272	354
特別股及混合資本	-	-	-	-	-
少數/不具控制力股權	-	-	-	-	-0
股本及資本公積	1,110	1,110	1,110	1,110	100
保留盈餘及其他權益	870	1,010	1,069	952	2,102
總股東權益	1,980	2,120	2,180	2,063	2,202
總負債及股東權益	2,451	2,680	2,464	2,335	2,556

資料來源: 彭博

現金流量表 (HKD 百萬)

	2014	2015	2016	2017	2018
淨利(現金流量表)	504	412	370	211	257
折舊及攤銷	44	51	51	47	47
其他非現金調整	99	-22	-123	-67	-
非現金營運資金變動	215	-154	68	-27	-
營業活動現金流量	862	287	365	164	-
處分固定資產	0	0	0	0	-
資本支出/不動產增加	-75	-50	-25	-24	-
投資增加	-	-	-	-	-
投資減少	-	-	-	-	-
其他投資活動	-1	-0	-559	-35	-
投資活動現金流量	-76	-50	-585	-58	-
支付股利	-260	-280	-230	-341	-
短期借款增加(減少)	-	-	-	-	-
長期借款增加	-	-	-	-	-
長期借款償還	-	-	-	-	-
股本增加	-	-	-	-	-
股本減少	-	-	-	-	-
其他融資活動	1	4	-42	0	-
融資活動現金流量	-259	-276	-273	-340	-
現金淨變動	528	-40	-492	-235	-

資料來源: 彭博

免責聲明：

本文由邦盟匯駿基金管理有限公司編寫。邦盟匯駿基金管理有限公司為邦盟匯駿集團全資附屬公司。本文內容之信息相信從可靠之來源所得，但邦盟匯駿基金管理有限公司，其關聯公司及／或附屬公司（統稱「邦盟匯駿基金管理」）不對任何人士或任何用途就本文信息的完整性或準確性或適切性作出任何形式擔保、陳述及保證（不論明示或默示）。當中的意見及預測為我們於本文日的判斷，並可更改，而無需事前通知。邦盟匯駿基金管理會酌情更新其研究報告，但可能會受到不同監管的阻礙。除個別行業報告為定期出版，大多數報告均根據分析師的判斷視情況不定期出版。預測、預期及估值在本質上是推理性的，且可能以一系列偶發事件為基礎。讀者不應將本文中的任何預測、預期及估值視作為邦盟匯駿基金管理或其名義作出的陳述或擔保，或認為該等預測、預期或估值，或基本假設將實現。投資涉及風險，過去的表現並不反映未來業績。本文的信息並非旨在對任何有意投資者構成或被視為法律、財務、會計、商業、投資、稅務或任何專業意見，因此不應因而作為依據。本文僅作參考資訊用途，在任何司法管轄權下的地方均不應被視為購買或銷售任何產品、投資、證券、交易策略或任何類別的金融工具的要約或招攬；邦盟匯駿基金管理不對收件人就本報告中涉及的證券的可用性（或相關投資）做任何陳述。本文中提及的證券並非適合在所有司法管轄權下的地方或對某些類別的投資者進行銷售。邦盟匯駿基金管理及其它任何人仕對使用本文或其內容或任何與此相關產生的任何其它情況所引發的任何損害或損失（不論直接的、間接的、偶然的、示範性的、補償性的、懲罰性的、特殊的或相應發生的）概不負上任何形式的責任。本文所提及的證券、金融工具或策略並不一定適合所有投資者。本文作出的意見及建議並沒有考慮有意投資者的財政情況、投資目標或特殊需要，亦非擬向有意投資者作出特定證券、金融工具及策略的建議。本文的收件人應僅將本文作為其做出投資決定時的其中一個考慮因素，並應自行對本文所提及的公司之業務、財務狀況及前景作出獨立的調查。讀者應審慎注意 (i) 本文所提及的證券的價格和價值以及來自該等證券的收益可能有所波動；(ii) 過去表現不反應未來業績；(iii) 本文中的任何分析、評級及建議為長期性質的（至少 12 個月），且與有關證券或公司可能出現的表現的短期評估無關聯。在任何情況下，未來實際業績可能與本文所作的任何前瞻性聲明存在重大分歧；(iv) 未來回報不受保證，且本金可能受到損失；以及 (v) 匯率波動可能對本文提及的證券或相關工具的價值、價格或收益產生不利影響。應注意的是，本文僅覆蓋此處特定的證券或公司，且不會延伸至此外的衍生工具，該等衍生工具的價值可能受到諸多因素的影響，且可能與相關證券的價值無關。該等工具的交易存在風險，並不適合所有投資者。儘管邦盟匯駿基金管理已採取合理的謹慎措施確保本文內容提及的事實屬正確、而前瞻性聲明、意見及預期均基於公正合理的假設上，邦盟匯駿基金管理不能對該等事實及假設作獨立的覆核，且邦盟匯駿基金管理概不對其準確性、完整性或正確性負責，亦不作任何陳述或保證（不論明示或默示）。除非特別聲明，本文提及的證券價格均為當地市場收盤價及僅供參考而已。沒有情況表明任何交易可以或可能依照上述價格進行，且任何價格並不須反映邦盟匯駿基金管理的內部賬簿及記錄或理論性模型基礎的估值，且可能基於某些假設。不同假設可能導致顯著不同的結果。任何此處屬於第三方的聲明均代表了邦盟匯駿基金管理對由該第三方公開或通過認購服務提供的數據、信息以及/或意見的闡釋，且此用途及闡釋未被第三方審閱或核準。除獲得所涉及到的第三方書面同意外，禁止以任何形式覆制及分發該等第三方的資料內容。收件人須對本文所載之信息的相關性、準確性及足夠性作其各自的判斷，並在認為有需要或適當時就此作出獨立調查。收件人如對本文內容有任何疑問，應尋求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。

使用超鏈接至本文提及的其它網站或資源（如有）的風險由使用者自負。這些鏈接僅以方便和提供信息為目的，且該等網站內容或資源不構成本文的一部分。該等網站提供的內容、精確性、意見以及其它鏈接未經過邦盟匯駿基金管理的調查、核實、監測或核準。邦盟匯駿基金管理明確拒絕為該等網站出現的信息承擔任何責任，且不對其完整性、準確性、適當性、可用性及安全性作任何擔保、陳述及保證（不論明示或默示）。在進行任何線上或線下訪問或與這些第三方進行交易前，使用者須對該等網站全權負責查詢、調查和作風險評估。使用者對自身通過或在該等網站上進行的活動自負風險。邦盟匯駿基金管理使用者可能轉發或被要求通過該等網站向第三方提供的任何信息的安全性不做擔保。使用者已被認為不可不撤銷地放棄就訪問或在該等網站上進行互動所造成的損失向邦盟匯駿基金管理人索賠。

與在不同時間或在不同市場環境下覆蓋的其它證券相比，邦盟匯駿基金管理根據要求可能向個別客戶提供專注於特定證券前景的專門的研究產品或服務。雖然在此情況下表達的觀點可能不總是與分析師出版的研究報告中的長期觀點一致，但邦盟匯駿基金管理有防止選擇性披露的程序，並在觀點改變時向相關讀者更新。邦盟匯駿基金管理亦有辨別和管理與研究業務及服務有關聯的潛在利益衝突的程序，亦有中國牆的程序確保任何機密及/或價格敏感信息可被恰當處理。邦盟匯駿基金管理將盡力遵守這方面的相關法律和法規。但是，收件者亦應注意邦盟匯駿集團及其附屬機構以及/或其高級職員、董事及雇員可能會與本文所提及的證券發行人進行業務往來，包括投行業務或直接投資業務，或不時自行及/或代表其客戶持有該等證券（或在任何相關的投資中）的權益（和/或遲後增加或處置）。因此，投資者應注意邦盟匯駿基金管理可能存在影響本文客觀性的利益衝突，而邦盟匯駿基金管理將不會因此而負上任何責任。此外，本文所載信息可能與邦盟匯駿基金管理關聯人士，或其它成員，或邦盟匯駿基金管理發表的意見不同或相反。

評級定義：

股票評級(12個月)	解釋
買入	于未來12個月預期回報為高於1.5%
持有	于未來12個月預期回報在-1.5%至1.5%之間
沽售	于未來12個月預期回報低於-1.5%
投機性買入	于未來6個月預期回報為高於20%,並涉及較大風險
投機性沽售	于未來6個月預期回報為低於20%,並涉及較大風險
行業評級	解釋
跑贏大市	與恒生指數相對表現 ≥10%
中性	與恒生指數相對表現 -10% 至 +10%
跑輸大市	與恒生指數相對表現 ≤ -10%

本文僅為邦盟匯駿基金管理的機構或專業客戶提供信息。如任何司法管轄權區的法例或條例禁止或限制邦盟匯駿基金管理向您提供本文，您並非本文的目標發送對象。在讀閱本文前，您應確認邦盟匯駿基金管理根據有關法例和條例可向您提供有關投資的研究資料，且您被允許並有資格接收和閱讀本文。邦盟匯駿基金管理對第三方再分發本研究報告的行為概不承擔任何責任。

若本文已經通過電子途徑，如電子郵件分發，那該途徑並非保證安全或無誤，因為信息可能被攔截、損壞、丟失、破壞、遲達或不完整，或包含病毒。因此，邦盟匯駿基金管理對電子傳送對本文可能產生的任何錯誤，或內容遺漏不負責任。

本文中所載的披露由邦盟匯駿基金管理編制，應按香港法律管轄及解釋。

© 邦盟匯駿基金管理有限公司 2017。本文所使用的標志、標識和徽章及公司名稱「邦盟匯駿基金管理有限公司」均屬於邦盟匯駿集團和/或邦盟匯駿基金管理的註冊及非註冊商標。版權所有，違者必究。除非另有說明，本文中的所有材料的版權為邦盟匯駿基金管理所有。未經邦盟匯駿基金管理的書面同意，本文或本文中的任何部分不得覆制、出售或再次派發。

以上聲明以英文版本為準。

地址： 香港灣仔港灣道6-8號,瑞安中心9樓909-916室
電話： (852) 3582 2777
電子郵件： hkcs@bmifm.com