

南旋控股 (1982 HK)

多元化产品，多地区，高科技的增长

- ❖ 美国和日本的服装需求和中国纺织品出口都在全面改善，美国所得税减免是2018年消费需求的潜在催化剂。美国2017年零售销售小幅增长0.5%，较2016年下降0.2%有所改善，受惠于劳动力市场向好和房价上涨。根据历史记录，美国所得税减免对之后两年的整体消费是会有明显刺激的。2017年中国纺织品出口也增长了4.5%，在经历了两年的下滑之后首次出现上涨，我们倾向于认为该行业已触底反弹，并可能在2018年加速。
- ❖ 在“新零售”的框架下，品牌对供应链进行数字化，科技化有迫切需要，而优质的龙头供货商可望赢得更多市场份额。通过加快运营的反应和速度，品牌可以卖得更多，商店库存更少，减少折扣销售的金额，因此缩短交货时间（从典型的45-60天减少到现在的25-35天）现在是他们的首要任务。南旋是一家非常优秀的制造商，拥有出色的“速度”、“质量”和“价格”，从而获得更多的市场份额。
- ❖ 南旋在横针织方面拥有超强的专业知识和研发能力，使他们能够探索更多的发展空间，例如WHOLEGARMENT和针织鞋面。WHOLEGARMENT和针织鞋面是两个搭载尖端技术的高级产品，在市场里渗透率低，成功进入这两个将会快速增长的领域，标志着南旋超强的针织能力。
- ❖ 优衣库的业务正在良好复苏，受惠创新产品的畅销，国际业务快速增长以及今年冬季持续寒冷的天气（利好毛衫销售）的支持。优衣库最近在2017年开始的数字化改革已经取得了进展，因为他们的创新产品和电商销售在9至12月期间表现亮丽。
- ❖ 我们预计FY18E-20E的销售复合增长为20.5%，净利润复合增长为30.2%。推动因素包括：1）更多的羊绒订单（在优衣库的市场份额将会增加），2）更多WHOLEGARMENT的订单，自动化机器制造的无缝产品渗透率会逐渐提高，3）优衣库销售增长迅速（尤其是海外业务），4）新客户销售贡献提升（2014年起积极开发新客户），5）越南产能逐步释放，6）针织鞋面业务合并报表和快速增长。
- ❖ 首次覆盖给予买入评级，目标价为4.31港元。我们对南旋首次给予买入评级，目标价为4.31港元，基于17倍的19年的预测市盈率，意味着有32.6%的上涨空间。公司目前的估值仅为12.8倍市盈率，相当吸引，我们认为合理价应该最少与同行平均相当（平均16.9倍），特别是考虑到18至20年期间净利润复合增长为30.2%（同业平均水平只有10.0%），并隐含着0.42倍的18至20年PEG。与DCF模型进行交叉核对的估值则为4.57港元，假设了9.2%的WACC和1%的终端增长。

财务资料

(截至3月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	2,775	2,797	3,421	4,313	4,889
净利润(百万港元)	232	328	415	599	725
每股收益(港元)	0.155	0.156	0.176	0.253	0.307
每股收益变动(%)	(15.2)	0.9	12.7	44.1	21.0
市盈率(x)	20.9	20.7	18.5	12.7	10.5
市帐率(x)	7.4	4.3	3.4	2.8	2.4
股息率(%)	2.5	1.8	2.0	2.9	3.5
权益收益率(%)	26.1	29.5	22.1	25.0	25.5
财务杠杆(x)	96.5	6.4	10.5	净现金	净现金

资料来源：公司及招銀国际研究预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$4.31
潜在升幅	+32.6%
当前股价	HK\$3.25

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国纺织行业

市值(百万港元)	7,404
3月平均流通量(百万港元)	21.32
52周内股价高/低(港元)	3.53/1.40
总股本(百万)	2,275.6

资料来源：彭博

股东结构

王庭聪家族	74.66%
自由流通	25.34%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.7%	-12.7%
3-月	38.6%	18.6%
6-月	118.2%	78.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普華永道

公司网站：www.namesonholdings.com

利潤表

年結：3月31日（百萬元港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	2,775.3	2,797.2	3,421.4	4,313.0	4,888.9
日本	1,141.1	1,120.0	1,249.1	1,460.6	1,588.5
北美	747.4	619.2	681.1	783.2	845.9
歐洲	416.6	468.8	679.8	951.7	1,113.4
中國	170.6	286.0	371.8	501.9	602.3
其他	299.6	303.3	439.8	615.7	738.8
銷售成本	(2,171.4)	(2,134.6)	(2,634.5)	(3,230.4)	(3,603.1)
毛利	603.9	662.6	786.9	1,082.6	1,285.8
其他收入	3.4	27.1	40.4	46.6	47.9
銷售費用	(41.8)	(40.5)	(45.7)	(72.7)	(81.2)
一般及行政費用	(267.8)	(254.6)	(283.5)	(351.5)	(401.5)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	297.7	394.6	498.1	704.9	851.1
淨融資成本	(26.3)	(14.0)	(15.0)	(16.7)	(18.2)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	271.4	380.6	483.1	688.2	832.8
所得稅	(39.5)	(52.5)	(67.6)	(89.5)	(108.3)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	231.9	328.1	415.5	598.7	724.6

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：3月31日（百萬元港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	1,085.1	1,459.8	2,009.6	1,961.1	1,956.0
物業、厂房及设备	847.8	1,227.8	1,288.7	1,356.5	1,464.5
無形資產和商譽	-	-	495.0	385.0	275.0
土地使用權	44.9	42.6	36.4	30.2	27.1
投資型房地產	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	49.8	42.3	42.3	42.3	42.3
遞延稅項資產	-	-	-	-	-
其他	140.2	144.8	144.8	144.8	144.8
流動資產	686.4	1,216.3	1,400.9	1,840.3	2,361.4
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	422.2	418.0	649.6	663.8	740.4
貿易及其他應收賬款	42.6	104.9	187.5	177.2	200.9
受限制銀行結余	-	50.2	50.2	50.2	50.2
現金及現金等价物	221.6	643.2	513.6	949.0	1,369.9
流動負債	905.9	697.8	811.5	788.3	818.9
銀行借款	684.7	415.6	415.6	415.6	415.6
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	128.3	175.0	288.7	265.5	296.1
即期稅項	92.9	107.2	107.2	107.2	107.2
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	171.0	381.3	381.3	381.3	381.3
帶息借款	171.0	378.8	378.8	378.8	378.8
離職后福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	-	2.4	2.4	2.4	2.4
撥備	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
資產淨額	694.7	1,597.1	2,217.7	2,631.8	3,117.2
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	694.7	1,597.1	2,217.7	2,631.8	3,117.2

來源：公司及招銀國際研究部

现金流量表

年結：3月31日（百萬元港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	297.7	394.6	498.1	704.9	851.1
折旧和摊销	155.9	138.5	157.2	168.1	184.6
营运资金变动	21.9	8.1	(200.4)	(20.1)	(65.0)
税务开支	(34.3)	(38.1)	(67.6)	(89.5)	(108.3)
其他	(61.2)	(17.4)	85.1	141.5	140.7
经营活动所得现金净额	380.1	485.7	472.3	904.9	1,003.1
购置固定资产	(193.5)	(304.3)	(239.5)	(258.8)	(317.8)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(133.0)	(25.7)	(550.0)	-	-
投资活动所得现金净额	(326.6)	(330.0)	(789.5)	(258.8)	(317.8)
股份发行	-	667.2	344.0	-	-
净银行借贷	(32.2)	(271.6)	-	-	-
股息	(120.0)	(78.9)	(138.9)	(191.7)	(243.8)
其他	(7.4)	(43.7)	(17.5)	(19.1)	(20.7)
融资活动所得现金净额	(159.6)	273.1	187.6	(210.7)	(264.5)
现金增加净额	(106.1)	428.8	(129.6)	435.4	420.9
年初现金及现金等价物	333.7	221.6	643.2	513.6	949.0
汇兑	(6.0)	(7.2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	221.6	643.2	513.6	949.0	1,369.9

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年結：3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
日本	41.1	40.0	36.5	33.9	32.5
北美	26.9	22.1	19.9	18.2	17.3
欧洲	15.0	16.8	19.9	22.1	22.8
中国	6.1	10.2	10.9	11.6	12.3
其他	10.9	10.9	12.8	14.2	15.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.8	23.7	23.0	25.1	26.3
息稅前利润率	10.7	14.1	14.6	16.3	17.4
稅前利润率	9.8	13.6	14.1	16.0	17.0
净利润率	8.4	11.7	12.1	13.9	14.8
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效稅率	14.6	13.8	14.0	13.0	13.0
增长 (%)					
收入	8.1	0.8	22.3	26.1	13.4
毛利	5.3	9.7	18.8	37.6	18.8
息稅前利润	(10.9)	32.5	26.2	41.5	20.7
净利润率	(15.2)	41.5	26.6	44.1	21.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.7	1.6	1.6	2.1	2.6
平均应收账款周转天数	5.6	13.7	20.0	15.0	15.0
平均应付账款周转天数	21.6	29.9	40.0	30.0	30.0
平均存货周转天数	71.0	71.5	90.0	75.0	75.0
净负债 / 总权益比率 (%)	96.5	6.4	10.5	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	22.4	20.5	18.7	22.7	23.2
资产回报率	9.2	12.3	12.2	15.8	16.8
每股数据					
摊薄每股盈利 (港元)	0.155	0.156	0.176	0.253	0.307
每股股息 (港元)	0.080	0.058	0.065	0.094	0.114
每股账面值 (港元)	0.438	0.757	0.963	1.142	1.353

来源：公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。