

南旋控股 (1982 HK)

預計原材料價格對利潤率壓力持續

- ❖ 受原材料成本壓力增加和鞋面業務的競爭加劇，上半年業績令人失望。儘管南旋 19 財年上半年銷售同比增長 36.3%，但淨利潤同比下降 19.2%，低於市場預期 18.6% 的 19 財年淨利潤增長。然而，我們認為市場應該已有一定預期，因為其股價自 18 年 9 月起已經下跌了 25.7%。我們認為這令人失望的業績是因為 1) 原材料成本上漲和 2) 針織鞋面業務的競爭加劇。
- ❖ 原材料成本壓力可能在下半年持續，並有機會抑制訂單增長。毛衣/羊絨產品的平均售價在上半年同比增長 12.3%/10.7%，但原材料(羊毛和羊絨)的價格上漲速度更快(在 18 年 9 月份中國羊絨+25.0%，羊毛和羊絨 PPI+25.7%)。因此，19 財年上半年毛利率僅保持在 17.3%，仍然很接近 18 財年下半年的歷史低位 17.1%。澳大利亞的旱災將繼續，導致羊毛供應在 19 財年下半年下降，我們認為這會削弱毛利率和銷售增長，因為高羊毛/羊絨價格將促使時尚品牌轉向生產成本較低的其他產品。
- ❖ 針織鞋行業的整合或剛開始。我們相信針織鞋行業競爭日益激烈，因為現在越來越多製造商能夠掌握足夠的技術知識，不用購買全新的針織機器，而是改裝現有的機器，就已經能夠生產針織鞋面的產品。因此，與 18 財年相比，南旋的鞋業務業績在 19 財年上半年承受了很大壓力：1) 19 年上半年針織鞋的銷量為 280 萬雙，遠低於 18 財年全年的 900 萬雙(招銀國際估算)，2) 19 財年上半年毛利率下降至 15.6%，而 18 財年約為 25%(招銀國際估算)，3) 19 財年上半年的平均售價為每對 5 美元，對比 18 財年的每對 6 美元下跌了 20-25%。我們預計南旋有機會進一步下調產品售價，以提高利用率，而業務亦會持續虧損。
- ❖ 下調至持有，目標價為 0.87 港元，因為我們認為短期內的股價催化劑十分有限。我們認為 1) 19 財年下半年和 20 財年的銷量增長有限，2) 進一步的原材料價格壓力將會持續拖累整體毛利率，3) 越南和中國勞動力成本壓力上升和 4) 中國產能規模下降，這些的影響會大於其他正面因素如 1) 產品組合帶來的平均售價增長，2) 生產效率提升和 3) 人民幣貶值。因此，我們將 19 財年/20 財年/21 財年每股盈利預測下調 47.3%/50.4%/50.5%。我們的新目標價是基於 8 倍 19 財年市盈率(此前為 12 倍市盈率，因為增長速度已經減慢)。公司目前的估值為 7.2 倍。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬港元)	2,797	3,446	4,384	4,817	5,168
淨利潤 (百萬港元)	328	327	256	285	312
每股收益 (港元)	0.156	0.151	0.108	0.121	0.132
每股收益變動 (%)	0.9	(3.0)	(28.4)	11.3	9.5
市盈率(x)	5.0	5.2	7.2	6.5	5.9
市帳率(x)	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	7.4	6.6	4.9	5.4	5.9
權益收益率 (%)	20.9	13.4	9.8	10.2	10.4
財務杠杆(x)	6.4	42.0	31.6	25.0	18.3

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有 (下調)

目標價	HK\$0.87
(前目標價)	HK\$1.98
潛在升幅	+11.5%
當前股價	HK\$0.78

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國紡織行業

市值(百萬港元)	1,778
3 月平均流通量 (百萬港元)	1.25
52 周內股價高/低 (港元)	3.53/0.67
總股本 (百萬)	2,279.4

資料來源：彭博

股東結構

王庭聰家族	74.58%
自由流通	25.42%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.8%	-9.8%
3-月	-34.2%	-29.3%
6-月	-50.0%	-41.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.namesonholdings.com

利潤表

年結：3月31日（百萬元港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	2,797	3,446	4,384	4,817	5,168
日本	1,120	1,347	1,643	1,735	1,844
北美	619	644	772	811	860
歐洲	469	638	766	827	877
中國	286	417	625	750	825
其他	303	401	577	693	762
銷售成本	(2,135)	(2,734)	(3,617)	(3,964)	(4,238)
毛利	663	712	767	853	930
其他收入	27	48	25	38	40
銷售費用	(40)	(50)	(61)	(67)	(72)
一般及行政費用	(255)	(314)	(394)	(447)	(492)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	395	396	338	376	407
淨融資成本	(14)	(19)	(40)	(45)	(47)
聯營公司	-	(0)	(1)	(1)	(1)
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	381	377	296	330	359
所得稅	(52)	(50)	(40)	(44)	(47)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	328	327	256	285	312

來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：3月31日（百萬元港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	1,460	2,857	2,942	2,947	2,955
物業、廠房及設備	1,228	1,943	2,054	2,082	2,110
無形資產和商譽	-	600	581	562	543
土地使用權	43	96	90	86	86
投資型房地產	2	2	2	2	2
聯營公司的權益	-	7	6	5	4
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	42	59	59	59	59
遞延稅項資產	-	-	-	-	-
其他	145	150	150	150	150
流動資產	1,272	2,126	2,332	2,563	2,799
其他金融資產	56	155	196	214	230
存貨	418	812	743	815	871
貿易及其他應收賬款	105	149	180	198	212
受限制銀行結餘	50	-	-	-	-
現金及現金等價物	643	1,009	1,214	1,337	1,487
流動負債	781	1,683	1,808	1,854	1,890
銀行借款	416	1,202	1,202	1,202	1,202
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	175	209	297	326	348
即期稅項	107	137	137	137	137
其他	83	135	171	188	202
非流動負債	381	852	852	852	852
帶息借款	379	836	836	836	836
離職後福利及其他長期福利	-	-	-	-	-
遞延稅項	2	16	16	16	16
撥備	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
資產淨額	1,570	2,448	2,614	2,804	3,012
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	1,570	2,448	2,614	2,804	3,012

來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：3月31日（百萬元港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	395	396	338	376	407
折舊和攤銷	138	158	172	188	203
營運資金變動	8	(337)	123	(62)	(50)
稅務開支	(38)	(28)	(40)	(44)	(47)
其他	(17)	(24)	52	50	49
經營活動所得現金淨額	486	165	645	507	563
購置固定資產	(304)	(264)	(307)	(241)	(258)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(26)	(29)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(330)	(292)	(307)	(241)	(258)
股份發行	667	6	-	-	-
淨銀行借貸	(272)	799	-	-	-
股息	(79)	(145)	(90)	(95)	(104)
其他	(44)	(193)	(44)	(48)	(50)
融資活動所得現金淨額	273	466	(134)	(143)	(154)
現金增加淨額	429	339	204	123	150
年初現金及現金等價物	222	643	1,009	1,214	1,337
匯兌	(7)	27	-	-	-
年末現金及現金等價物	643	1,009	1,214	1,337	1,487

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
日本	40.0	39.1	37.5	36.0	35.7
北美	22.1	18.7	17.6	16.8	16.6
歐洲	16.8	18.5	17.5	17.2	17.0
中國	10.2	12.1	14.3	15.6	16.0
其他	10.9	11.6	13.1	14.4	14.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	23.7	20.7	17.5	17.7	18.0
息稅前利潤率	14.1	11.5	7.7	7.8	7.9
稅前利潤率	13.6	10.9	6.8	6.8	6.9
淨利潤率	11.7	9.5	5.8	5.9	6.0
有效稅率	13.8	13.3	13.5	13.5	13.0

增長 (%)

收入	0.8	23.2	27.2	9.9	7.3
毛利	9.7	7.5	7.7	11.1	9.1
息稅前利潤	32.5	0.3	(14.7)	11.3	8.2
淨利潤率	41.5	(0.4)	(21.6)	11.3	9.5
攤薄每股盈利	0.9	(3.0)	(28.4)	11.3	

資產負債比率

流動比率 (x)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	13.7	15.8	15.0	15.0	15.0
平均應付賬款周轉天數	29.9	27.9	30.0	30.0	30.0
平均存貨周轉天數	71.5	108.4	75.0	75.0	75.0
淨負債 / 總權益比率 (%)	6.4	42.0	31.6	25.0	18.3

回報率 (%)

資本回報率	20.9	13.4	9.8	10.2	10.4
資產回報率	12.0	6.6	4.9	5.2	5.4

每股數據

攤薄每股盈利 (港元)	0.156	0.151	0.108	0.121	0.132
每股股息 (港元)	0.058	0.052	0.038	0.042	0.046
每股賬面值 (港元)	0.757	1.076	1.149	1.233	1.324

來源：公司及招銀國際研究預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。