

南旋控股 (1982 HK)

抛售过度，估值比较吸引

❖ 目前估值处于历史低位，我们认为市场过于悲观，维持买入评级。我们认为市场对未来 18 财年下半年疲弱的业绩已有所预期，加上目前估值相当低廉，因此我们维持买入评级。现价的 1.50 港元（从高位下跌了约 58%），甚至较去年 10 月向大股东收购“保丽信”时以股票支付的收购价格 1.72 港元还要低。目前估值仅为 7.3 倍的 19 财年预测市盈率（3 月年结），十分接近其于 2016 年 4 月上市以来的历史低点。我们新的目标价为 2.47 港元，基于 12 倍 19 财年预测市盈率（之前为 17 倍，我们现在对针织鞋业务没有以前的乐观），但仍然提供约 64% 的上涨空间，比行业平均水平 20 倍还有约 40% 的折让。

❖ 由于 1) 人民币走强和羊绒价格大幅上涨而带来的毛利率压力以及 2) 更为保守的针织鞋业务预测，导致我们下调 18 到 20 财年的每股盈利预测 18-21%。我们分别调低 18 财年/19 财年/20 财年的每股盈利预测 18.7%/18.7%/20.6%，原因是：1) 人民币对美元强劲的升值和原材料价格猛涨都导致毛利率大幅下降，在 2017 年 12 月至 2018 年 3 月分别同比上升约 6 至 9%，而原材料如羊绒的价格也在 2018 年 2 月至 4 月，较 2017 年 9 月的低位上涨了约 27 至 53%，以及 2) 由于竞争加剧所带来的销售均价压力，令公司对针织鞋业务扩张的态度更为审慎。总而言之，我们预计 18 财年/19 财年/20 财年的净利润增长仅为 2.9%/45.5%/19.3%（之前的估计为 26.6%/44.1%/21.0%）。

❖ 人民币升值会损害毛利率，但在我们看来，可能会从 19 财年上半年开始有所缓解。公司接近 90% 的销售是出口到海外，因此我们估计人民币升值 5% 可能导致约 1 个百分点的净利润率下降。同时，18 财下半年的人民币同比上涨 6-9%，将导致毛利率下降 75 个百分点（我们预计 18 财年的毛利率为 20.8%，而 18 财下半年的毛利率为 17.3%，而 17 财年则为 23.7%）。但是，人民币升值的趋势正在 2018 年 4 至 6 月有所逆转。

❖ 18 财年羊绒订单的利润有限，但由于在 19 财年的平均售价应该会有所调整，所以只是暂时性的影响。来自优衣库的 200 万件 100% 羊绒衫订单可以在 18 财年增加 4.36 亿港元的销售（相对于 17 财年的集团销售可增长 15.6%），这是由于其较高的平均售价（约 28 美元，比平均产品水平高 70%），但它的毛利率是普遍较低，只有约 15-20%，而平均值为 23%（因为羊绒占其销售成本的比例较高，分别为 70%，而一般羊毛产品只为 40%）。自 2017 年 9 月以来，羊绒价格上涨了 20-30%，对公司造成巨大的负面影响，并把产品的毛利率在 18 财年拖累至 10% 以下，但我们认为这只是暂时性的，因为未来在 19 财年所下的 280 万件的订单的平均售价已经相应有所调整。

❖ 18 财年起针织鞋机器的购买可能会暂停。公司现在对于购买更多的针织鞋机器更为保守，并在 18 财年后暂时没有任何具体的扩张计划（之前是有意向在 19 财年在越南增加 200 台和在 20 财年增加 1,000 台），我们认为行业竞争开始激烈。此外，我们还将其在 19 财年和 20 财年的平均售价的假设从 6.0 美元下调至 5.8/5.6 美元。我们亦注意到，公司现在是更积极地赢得中国客户（如李宁和特步）的订单，以提高销售，尽管这类型订单的利润率通常略低。

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	3,387	4,225	4,739
净利润 (百万港元)	232	328	338	487	575
每股收益 (港元)	0.155	0.156	0.143	0.206	0.243
每股收益变动 (%)	(15.2)	0.9	(8.4)	44.2	18.2
市盈率 (x)	9.7	9.6	10.5	7.3	6.2
市帐率 (x)	3.4	2.0	1.6	1.4	1.2
股息率 (%)	5.3	3.9	3.5	5.1	6.0
权益收益率 (%)	26.1	29.5	18.2	21.2	21.7
财务杠杆 (x)	96.5	6.4	13.7	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$2.47
(前目标价)	HK\$4.31
潜在升幅	+64.8%
当前股价	HK\$1.50

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)	3,419
3 月平均流通量 (百万港元)	9.09
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	74.58%
自由流通	25.42%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.0%	-2.4%
3-月	-41.4%	-41.3%
6-月	-51.1%	-54.8%

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	3,387.1	4,198.4	4,678.5
日本	1,141.1	1,120.0	1,238.2	1,411.6	1,516.9
北美	747.4	619.2	681.1	783.2	845.9
歐洲	416.6	468.8	656.3	886.0	974.6
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)	(2,682.6)	(3,237.0)	(3,546.3)
毛利	603.9	662.6	704.5	961.4	1,132.2
其他收入	3.4	27.1	40.0	45.3	45.8
銷售費用	(41.8)	(40.5)	(47.0)	(73.1)	(82.9)
一般及行政費用	(267.8)	(254.6)	(289.8)	(354.0)	(411.6)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	297.7	394.6	407.7	579.7	683.5
淨融資成本	(26.3)	(14.0)	(15.1)	(17.0)	(18.6)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	271.4	380.6	392.6	562.7	664.9
所得稅	(39.5)	(52.5)	(55.0)	(76.0)	(89.8)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	231.9	328.1	337.6	486.7	575.2

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	2,007.3	1,952.6	1,935.4
物業、廠房及設備	847.8	1,227.8	1,286.5	1,348.0	1,443.9
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	1,348.6	1,712.7	2,139.4
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	422.2	418.0	661.5	665.1	728.7
貿易及其他應收賬款	42.6	104.9	185.6	172.5	192.3
受限制銀行結餘	-	50.2	50.2	50.2	50.2
現金及現金等價物	221.6	643.2	451.3	824.8	1,168.2
流動負債	905.9	697.8	816.8	788.8	814.3
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	294.0	266.1	291.5
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
離職後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	2,157.8	2,495.2	2,879.2
非控股權益	-	-	-	-	-
權益股東應占總權益	694.7	1,597.1	2,157.8	2,495.2	2,879.2

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	407.7	579.7	683.5
折舊和攤銷	155.9	138.5	157.0	167.6	183.2
營運資金變動	21.9	8.1	(205.4)	(12.1)	(54.1)
稅務開支	(34.3)	(38.1)	(55.0)	(76.0)	(89.8)
其他	(61.2)	(17.4)	85.0	141.1	140.2
經營活動所得現金淨額	380.1	485.7	389.4	800.3	863.1
購置固定資產	(193.5)	(304.3)	(237.1)	(251.9)	(304.1)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(133.0)	(25.7)	(550.0)	-	-
投資活動所得現金淨額	(326.6)	(330.0)	(787.1)	(251.9)	(304.1)
股份發行	-	667.2	344.0	-	-
淨銀行借貸	(32.2)	(271.6)	-	-	-
股息	(120.0)	(78.9)	(120.7)	(155.8)	(194.9)
其他	(7.4)	(43.7)	(17.5)	(19.1)	(20.7)
融資活動所得現金淨額	(159.6)	273.1	205.9	(174.9)	(215.6)
現金增加淨額	(106.1)	428.8	(191.9)	373.5	343.4
年初現金及現金等價物	333.7	221.6	643.2	451.3	824.8
匯兌	(6.0)	(7.2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	221.6	643.2	451.3	824.8	1,168.2

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
日本	41.1	40.0	36.6	33.6	32.4
北美	26.9	22.1	20.1	18.7	18.1
歐洲	15.0	16.8	19.4	21.1	20.8
中國	6.1	10.2	11.0	12.0	12.9
其他	10.9	10.9	12.9	14.6	15.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率（%）

毛利率	21.8	23.7	20.8	22.9	24.2
息稅前利潤率	10.7	14.1	12.0	13.8	14.6
稅前利潤率	9.8	13.6	11.6	13.4	14.2
淨利潤率	8.4	11.7	10.0	11.6	12.3
調整後淨利潤率	-	-	-	-	-
有效稅率	14.6	13.8	14.0	13.5	13.5

增長（%）

收入	8.1	0.8	21.1	24.0	11.4
毛利	5.3	9.7	6.3	36.5	17.8
息稅前利潤	(10.9)	32.5	3.3	42.2	17.9
淨利潤率	(15.2)	41.5	2.9	44.2	18.2
攤薄每股盈利	(15.2)	0.9	(8.4)	44.2	18.2

資產負債比率

流動比率（x）	0.7	1.6	1.6	2.0	2.4
平均應收賬款周轉天數	5.6	13.7	20.0	15.0	15.0
平均應付賬款周轉天數	21.6	29.9	40.0	30.0	30.0
平均存貨周轉天數	71.0	71.5	90.0	75.0	75.0
淨負債／總權益比率（%）	96.5	6.4	13.7	淨現金	淨現金

回報率（%）

資本回報率	22.4	20.5	15.6	19.5	20.0
資產回報率	9.2	12.3	10.1	13.3	14.1

每股數據

攤薄每股盈利(港元)	0.155	0.156	0.143	0.206	0.243
每股股息(港元)	0.080	0.058	0.053	0.077	0.090
每股賬面值(港元)	0.438	0.757	0.937	1.082	1.249

來源：公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分內容之分析員，就本报告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的證券及其發行人的观点；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的观点并无直接或间接关系。

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

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报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，並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，並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，本公司及其僱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责任。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。

本報告基於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並不时自行及/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 年證券交易法規則 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。