

南旋控股 (1982 HK)

拋售過度，估值比較吸引

❖ 目前估值處於歷史低位，我們認為市場過於悲觀，維持買入評級。我們認為市場對未來 18 財年下半年疲弱的業績已有所預期，加上目前估值相當低廉，因此我們維持買入評級。現價的 1.50 港元（從高位下跌了約 58%），甚至較去年 10 月向大股東收購“保麗信”時以股票支付的收購價格 1.72 港元還要低。目前估值僅為 7.3 倍的 19 財年預測市盈率（3 月年結），十分接近其於 2016 年 4 月上市以來的歷史低點。我們新的目標價為 2.47 港元，基於 12 倍 19 財年預測市盈率（之前為 17 倍，我們現在對針織鞋業務沒有以前的樂觀），但仍然提供約 64% 的上漲空間，比行業平均水平 20 倍還有約 40% 的折讓。

❖ 由於 1) 人民幣走強和羊絨價格大幅上漲而帶來的毛利率壓力以及 2) 更為保守的針織鞋業務預測，導致我們下調 18 到 20 財年的每股盈利預測 18-21%。我們分別調低 18 財年/19 財年/20 財年的每股盈利預測 18.7%/18.7%/20.6%，原因是：1) 人民幣對美元強勁的升值和原材料價格猛漲都導致毛利率大幅下降，在 2017 年 12 月至 2018 年 3 月分別同比上升約 6 至 9%，而原材料如羊絨的價格也在 2018 年 2 月至 4 月，較 2017 年 9 月的低位上漲了約 27 至 53%，以及 2) 由於競爭加劇所帶來的銷售均價壓力，令公司對針織鞋業務擴張的態度更為審慎。總而言之，我們預計 18 財年/19 財年/20 財年的淨利潤增長僅為 2.9%/45.5%/19.3%（之前的估計為 26.6%/44.1%/21.0%）。

❖ 人民幣升值會損害毛利率，但在我們看來，可能會從 19 財年上半年開始有所緩解。公司接近 90% 的銷售是出口到海外，因此我們估計人民幣升值 5% 可能導致約 1 個百分點的淨利潤率下降。同時，18 財年下半年的人民幣同比上漲 6-9%，將導致毛利率下降 75 個百分點（我們預計 18 財年的毛利率為 20.8%，而 18 財年下半年的毛利率為 17.3%，而 17 財年則為 23.7%）。但是，人民幣升值的趨勢正在 2018 年 4 至 6 月有所逆轉。

❖ 18 財年羊絨訂單的利潤有限，但由於在 19 財年的平均售價應該會有所調整，所以只是暫時性的影響。來自優衣庫的 200 萬件 100% 羊絨衫訂單可以在 18 財年增加 4.36 億港元的銷售（相對於 17 財年的集團銷售可增長 15.6%），這是由於其較高的平均售價（約 28 美元，比平均產品水平高 70%），但它的毛利率是普遍較低，只有約 15-20%，而平均值為 23%（因為羊絨占其銷售成本的比例較高，分別為 70%，而一般羊毛產品只為 40%）。自 2017 年 9 月以來，羊絨價格上漲了 20-30%，對公司造成巨大的負面影響，并把產品的毛利率在 18 財年拖累至 10% 以下，但我們認為這只是暫時性的，因為未來在 19 財年所下的 280 萬件的訂單的平均售價已經相應有所調整。

❖ 18 財年起針織鞋機器的購買可能會暫停。公司現在對於購買更多的針織鞋機器更為保守，並在 18 財年後暫時沒有任何具體的擴張計劃（之前是有意向在 19 財年在越南增加 200 台和在 20 財年增加 1,000 台），我們認為行業競爭開始激烈。此外，我們還將其於 19 財年和 20 財年的平均售價的假設從 6.0 美元下調至 5.8/5.6 美元。我們亦注意到，公司現在是更積極地贏得中國客戶（如李寧和特步）的訂單，以提高銷售，儘管這類型訂單的利潤率通常略低。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	2,775	2,797	3,387	4,225	4,739
淨利潤 (百萬港元)	232	328	338	487	575
每股收益 (港元)	0.155	0.156	0.143	0.206	0.243
每股收益變動 (%)	(15.2)	0.9	(8.4)	44.2	18.2
市盈率 (x)	9.7	9.6	10.5	7.3	6.2
市帳率 (x)	3.4	2.0	1.6	1.4	1.2
股息率 (%)	5.3	3.9	3.5	5.1	6.0
權益收益率 (%)	26.1	29.5	18.2	21.2	21.7
財務杠杆 (x)	96.5	6.4	13.7	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$2.47
(前目標價)	HK\$4.31
潛在升幅	+64.8%
當前股價	HK\$1.50

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)	3,419
3 月平均流通量 (百萬港元)	9.09
52 周內股價高/低 (港元)	3.53/1.40
總股本 (百萬)	2,275.6

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	-2.0%	-2.4%
3-月	-41.4%	-41.3%
6-月	-51.1%	-54.8%

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）	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預測

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預測

現金流量表

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預測

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
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
平均應付帳款周轉天數	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於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)并没有在發表研究報告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)并没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。接收本報告之行爲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。