

南旋控股 (1982 HK)

预计原材料价格对利润率压力持续

- ❖ 受原材料成本压力增加和鞋面业务的竞争加剧，上半年业绩令人失望。尽管南旋 19 财年上半年销售同比增长 36.3%，但净利润同比下降 19.2%，低于市场预期 18.6% 的 19 财年净利润增长。然而，我们认为市场应该已有一定预期，因为其股价自 18 年 9 月起已经下跌了 25.7%。我们认为这令人失望的业绩是因为 1) 原材料成本上涨和 2) 针织鞋面业务的竞争加剧。
- ❖ 原材料成本压力可能在下半年持续，并有机会抑制订单增长。毛衣/羊绒产品的平均售价在上半年同比增长 12.3%/10.7%，但原材料(羊毛和羊绒)的价格上涨速度更快(在 18 年 9 月份中国羊绒+25.0%，羊毛和羊绒 PPI+25.7%)。因此，19 财年上半年毛利率仅保持在 17.3%，仍然很接近 18 财下半年的历史低位 17.1%。澳大利亚的旱灾将继续，导致羊毛供应在 19 财年下半年下降，我们认为这会削弱毛利率和销售增长，因为高羊毛/羊绒价格将促使时尚品牌转向生产成本较低的其他产品。
- ❖ 针织鞋行业的整合或刚开始。我们相信针织鞋行业竞争日益激烈，因为现在越来越多制造商能够掌握足够的技术知识，不用购买全新的针织机器，而是改装现有的机器，就已经能够生产针织鞋面的产品。因此，与 18 财年相比，南旋的鞋业务业绩在 19 财年上半年承受了很大压力：1) 19 年上半年针织鞋的销量为 280 万双，远低于 18 财年全年的 900 万双(招银国际估算)，2) 19 财年上半年毛利率下降至 15.6%，而 18 财年约为 25%(招银国际估算)，3) 19 财上半年的平均售价为每对 5 美元，对比 18 财年的每对 6 美元下跌了 20-25%。我们预计南旋有机会进一步下调产品售价，以提高利用率，而业务亦会持续亏损。
- ❖ 下调至持有，目标价为 0.87 港元，因为我们认为短期内的股价催化剂十分有限。我们认为 1) 19 财年下半年和 20 财年的销量增长有限，2) 进一步的原材料价格压力将会持续拖累整体毛利率，3) 越南和中国劳动力成本压力上升和 4) 中国产能规模下降，这些的影响会大于其他正面因素如 1) 产品组合带来的平均售价增长，2) 生产效率提升和 3) 人民币贬值。因此，我们将 19 财年/20 财年/21 财年每股盈利预测下调 47.3%/50.4%/50.5%。我们的新目标价是基于 8 倍 19 财年市盈率(此前为 12 倍市盈率，因为增长速度已经减慢)。公司目前的估值为 7.2 倍。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	2,797	3,446	4,384	4,817	5,168
净利润(百万港元)	328	327	256	285	312
每股收益(港元)	0.156	0.151	0.108	0.121	0.132
每股收益变动(%)	0.9	(3.0)	(28.4)	11.3	9.5
市盈率(x)	5.0	5.2	7.2	6.5	5.9
市帐率(x)	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	7.4	6.6	4.9	5.4	5.9
权益收益率(%)	20.9	13.4	9.8	10.2	10.4
财务杠杆(x)	6.4	42.0	31.6	25.0	18.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有(下调)

目标价	HK\$0.87
(前目标价)	HK\$1.98
潜在升幅	+11.5%
当前股价	HK\$0.78

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)	1,778
3月平均流通量(百万港元)	1.25
52周内股价高/低(港元)	3.53/0.67
总股本(百万)	2,279.4

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	-3.8%	-9.8%
3-月	-34.2%	-29.3%
6-月	-50.0%	-41.6%

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)	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部

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、厂房及设备	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
受限制銀行結余	50	-	-	-	-
現金及現金等价物	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
離職后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部

现金流量表

年结：3月31日 (百万元港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	395	396	338	376	407
折旧和摊销	138	158	172	188	203
营运资金变动	8	(337)	123	(62)	(50)
税务开支	(38)	(28)	(40)	(44)	(47)
其他	(17)	(24)	52	50	49
经营活动所得现金净额	486	165	645	507	563
购置固定资产	(304)	(264)	(307)	(241)	(258)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(26)	(29)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(330)	(292)	(307)	(241)	(258)
股份发行	667	6	-	-	-
净银行借贷	(272)	799	-	-	-
股息	(79)	(145)	(90)	(95)	(104)
其他	(44)	(193)	(44)	(48)	(50)
融资活动所得现金净额	273	466	(134)	(143)	(154)
现金增加净额	429	339	204	123	150
年初现金及现金等价物	222	643	1,009	1,214	1,337
汇兑	(7)	27	-	-	-
年末现金及现金等价物	643	1,009	1,214	1,337	1,487

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
日本	40.0	39.1	37.5	36.0	35.7
北美	22.1	18.7	17.6	16.8	16.6
欧洲	16.8	18.5	17.5	17.2	17.0
中国	10.2	12.1	14.3	15.6	16.0
其他	10.9	11.6	13.1	14.4	14.7
总额	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
息税前利润率	14.1	11.5	7.7	7.8	7.9
税前利润率	13.6	10.9	6.8	6.8	6.9
净利润率	11.7	9.5	5.8	5.9	6.0
调整后净利润率	-	-	-	-	-
有效税率	13.8	13.3	13.5	13.5	13.0

增长 (%)

收入	0.8	23.2	27.2	9.9	7.3
毛利	9.7	7.5	7.7	11.1	9.1
息税前利润	32.5	0.3	(14.7)	11.3	8.2
净利润率	41.5	(0.4)	(21.6)	11.3	9.5
摊薄每股盈利	0.9	(3.0)	(28.4)	11.3	-

资产负债比率

流动比率 (x)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	13.7	15.8	15.0	15.0	15.0
平均应付账款周转天数	29.9	27.9	30.0	30.0	30.0
平均存货周转天数	71.5	108.4	75.0	75.0	75.0
净负债/总权益比率 (%)	6.4	42.0	31.6	25.0	18.3

回报率 (%)

资本回报率	20.9	13.4	9.8	10.2	10.4
资产回报率	12.0	6.6	4.9	5.2	5.4

每股数据

摊薄每股盈利(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
每股账面值(港元)	0.757	1.076	1.149	1.233	1.324

来源：公司及招银国际研究部

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）發表於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並無直接或間接關係。

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载的大不相同。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士。