



南旋控股 (1982 HK)

多元化產品，多地區，高科技的增長

- ❖ 美國和日本的服裝需求和中國紡織品出口都在全面改善，美國所得稅減免是2018年消費需求的潛在催化劑。美國2017年零售銷售小幅增長0.5%，較2016年下降0.2%有所改善，受惠於勞動力市場向好和房價上漲。根據歷史記錄，美國所得稅減免對之後兩年的整體消費是會有明顯刺激的。2017年中國紡織品出口也增長了4.5%，在經歷了兩年的下滑之後首次出現上漲，我們傾向於認為該行業已觸底反彈，並可能在2018年加速。
- ❖ 在“新零售”的框架下，品牌對供應鏈進行數字化，科技化有迫切需要，而優質的龍頭供應商可望贏得更多市場份額。通過加快運營的反應和速度，品牌可以賣得更多，商店庫存更少，減少折扣銷售的金額，因此縮短交貨時間（從典型的45-60天減少到現在的25-35天）現在是他們的首要任務。南旋是一家非常優秀的製造商，擁有出色的“速度”、“質量”和“價格”，從而獲得更多的市場份額。
- ❖ 南旋在橫針織方面擁有超強的專業知識和研發能力，使他們能夠探索更多的發展空間，例如WHOLEGARMENT和針織鞋面。WHOLEGARMENT和針織鞋面是兩個搭載尖端技術的高級產品，在市場裡滲透率低，成功進入這兩個將會快速增長的領域，標誌著南旋超強的針織能力。
- ❖ 優衣庫的業務正在良好復蘇，受惠創新產品的暢銷，國際業務快速增長以及今年冬季持續寒冷的天氣（利好毛衫銷售）的支持。優衣庫最近在2017年開始的數字化改革已經取得了進展，因為他們的創新產品和電商銷售在9至12月期間表現亮麗。
- ❖ 我們預計FY18E-20E的銷售複合增長為20.5%，淨利潤複合增長為30.2%。推動因素包括：1）更多的羊絨訂單（在優衣庫的市場份額將會增加），2）更多WHOLEGARMENT的訂單，自動化機器製造的無縫產品滲透率會逐漸提高，3）優衣庫銷售增長迅速（尤其是海外業務），4）新客戶銷售貢獻提升（2014年起積極開發新客戶），5）越南產能逐步釋放，6）針織鞋面業務合併報表和快速增長。
- ❖ 首次覆蓋給予買入評級，目標價為4.31港元。我們對南旋首次給予買入評級，目標價為4.31港元，基於17倍的19年的預測市盈率，意味著有32.6%的上漲空間。公司目前的估值僅為12.8倍市盈率，相當吸引，我們認為合理價應該最少與同行平均相當（平均16.9倍），特別是考慮到18至20年期間淨利潤複合增長為30.2%（同業平均水平只有10.0%），並隱含著0.42倍的18至20年PEG。與DCF模型進行交差核對的估值則為4.57港元，假設了9.2%的WACC和1%的終端增長。

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	3,421	4,313	4,889
淨利潤(百萬港元)	232	328	415	599	725
每股收益(港元)	0.155	0.156	0.176	0.253	0.307
每股收益變動(%)	(15.2)	0.9	12.7	44.1	21.0
市盈率(x)	20.9	20.7	18.5	12.8	10.6
市帳率(x)	7.4	4.3	3.4	2.8	2.4
股息率(%)	2.5	1.8	2.0	2.9	3.5
權益收益率(%)	26.1	29.5	22.1	25.0	25.5
財務杠杆(x)	96.5	6.4	10.5	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$4.31
潛在升幅	+32.6%
當前股價	HK\$3.25

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)	7,404
3月平均流通量(百萬港元)	21.32
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	74.66%
自由流通	25.34%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.7%	-12.7%
3-月	38.6%	18.6%
6-月	118.2%	78.4%

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	3,421.4	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	2,009.6	1,961.1	1,956.0
物業、廠房及設備	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
受限制銀行結餘	-	50.2	50.2	50.2	50.2
現金及現金等價物	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	2,217.7	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	498.1	704.9	851.1
折舊和攤銷	155.9	138.5	157.2	168.1	184.6
營運資金變動	21.9	8.1	(200.4)	(20.1)	(65.0)
稅務開支	(34.3)	(38.1)	(67.6)	(89.5)	(108.3)
其他	(61.2)	(17.4)	85.1	141.5	140.7
經營活動所得現金淨額	380.1	485.7	472.3	904.9	1,003.1
購置固定資產	(193.5)	(304.3)	(239.5)	(258.8)	(317.8)
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)	(789.5)	(258.8)	(317.8)
股份發行	-	667.2	344.0	-	-
淨銀行借貸	(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)
融資活動所得現金淨額	(159.6)	273.1	187.6	(210.7)	(264.5)
現金增加淨額	(106.1)	428.8	(129.6)	435.4	420.9
年初現金及現金等價物	333.7	221.6	643.2	513.6	949.0
匯兌	(6.0)	(7.2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	221.6	643.2	513.6	949.0	1,369.9

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	36.5	33.9	32.5
北美	26.9	22.1	19.9	18.2	17.3
歐洲	15.0	16.8	19.9	22.1	22.8
中國	6.1	10.2	10.9	11.6	12.3
其他	10.9	10.9	12.8	14.2	15.1
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	23.0	25.1	26.3
息稅前利潤率	10.7	14.1	14.6	16.3	17.4
稅前利潤率	9.8	13.6	14.1	16.0	17.0
淨利潤率	8.4	11.7	12.1	13.9	14.8
有效稅率	14.6	13.8	14.0	13.0	13.0
增長 (%)					
收入	8.1	0.8	22.3	26.1	13.4
毛利	5.3	9.7	18.8	37.6	18.8
息稅前利潤	(10.9)	32.5	26.2	41.5	20.7
淨利潤率	(15.2)	41.5	26.6	44.1	21.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.7	1.6	1.6	2.1	2.6
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	10.5	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	22.4	20.5	18.7	22.7	23.2
資產回報率	9.2	12.3	12.2	15.8	16.8
每股數據					
攤薄每股盈利 (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
每股賬面值 (港元)	0.438	0.757	0.963	1.142	1.353

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。