

# 南六(6504)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 陳怡如 Eva Chen  
yiruchen@masterlink.com.tw

## 評等

日期: 2020/8/12  
目前收盤價 (NT\$): 289.0  
目標價 (NT\$): 320  
52 週最高最低(NT\$): 124.5-315  
加權指數: 12780.19

## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 726  
市值 (NT\$/mn): 20,980  
市值 (US\$/mn): 699  
20 日平均成交量(仟股): 2,711  
PER (2020): 13.84  
PBR (2020): 4.41  
外資持股比率: 12.00  
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	12.0	25.1	79.5
加權指數報酬率	5.9	16.0	9.6

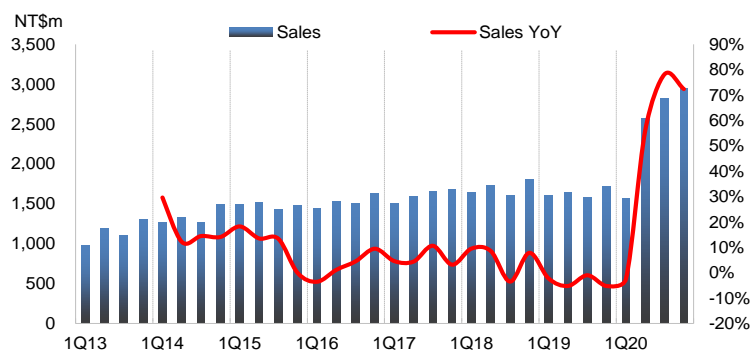
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	320	280
營業收入 (NT\$/mn)	9,908	8,628
毛利率 (%)	27.10	23.91
營益率 (%)	20.91	16.81
EPS (NT\$)	20.88	14.67
BVPS(NT\$)	65.5	49.5



## 營運動能續強且能見度到年底

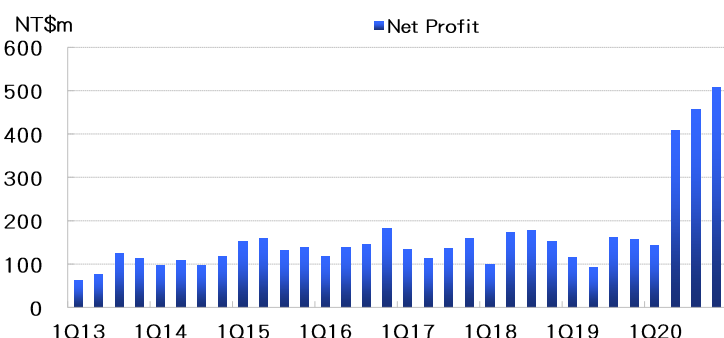
- **短期營運**：2Q20 EPS 5.62 元，1H20 獲利賺贏 2019 年。展望下半年，隨著(1)口罩產能持續開出；(2)防護衣/隔離衣持續出貨；(3)既有產品線傳統旺季帶動下，單月營收有機會上看 9.5~10 億元，預估 3Q20 營收 28.23 億元，QoQ+10.2%，YoY+78%，本業獲利 6.38 億元，營業利益率 22.6%，本業獲利成長 2.2 倍以上；稅後 EPS 預估 6.37 元，第四季營運可望維持高檔。
- **口罩需求仍強，訂單能見度到年底；印度 2021 年有貢獻**：全球因 Covid-19 影響導致口罩需求激增，南六在 4 月中旬也正式加入口罩國家隊的生產行列，整體口罩國家隊設備投資，包含無塵室、熔噴布、口罩機含周邊等，總投資金額 4 億元，其中口罩機折舊採 5 年攤提、熔噴布 10 年攤提。另在印度廠方面，預計 2020 年底完工，2021 有較明顯貢獻營收，初步規劃熱風熱壓線兩條，滿載產值為 10 億元。
- **持續看好長期競爭力且營運動能續強，維持買進**：2020 年 EPS 預估為 20.88 元；就長線來看，我們依舊看好南六的產業布局以及地位，未來三年隨著燕巢廠、平湖擴廠以及印度廠的投入生產，長線穩定獲利；短線受惠於疫情商機，2020 年獲利動能強勁，營運持續向上，投資評等維持買進，目標價 320 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: 稅後淨利



Sources : Masterlink

南六為亞洲不織布大廠，其主要產品為醫療用手術衣、面膜/濕紙巾及熱風不織布

南六為亞洲不織布大廠，產品擴及手術衣、面膜、濕紙巾以及紙尿布表材

南六為亞洲不織布大廠，其主要產品根據技術製程可分為水針不織布以及熱風不織布，2018 年亞洲水針不織布產能約 92.4 萬噸，以 2019 年南六兩岸年產能約 7 萬噸來看，市佔率約 7.57%，南六擁有全球最大 6.2 寬幅水針布生產線，目前已是亞洲最大水針不織布廠商；熱風不織布亞洲產能共 26.5 萬噸，以 2019 年南六兩岸總產能 1.86 萬噸來看，市佔率約 7%；南六的水針不織布主要應用於醫療手術用衣以及面膜/濕紙巾等等，餘者外賣；1H20 醫療手術用衣佔營收比重約 12.3%、生技產品(面膜/濕紙巾/口罩成品)約 32.3%以及水針布外賣約 25.82%；熱風不織布主要應用於紙尿布表材，佔營收比重約 26.46%，主要客戶為 Unicharm、金百利、恆安國際、好孩子等。

南六營收佔比

NT\$m	營收			營收佔比		YoY		
	2018	2019	2020	2019	2020	2018	2019	2020
醫療手術用衣	877	798	1,107	12.19%	11.17%	-11.23%	-9.01%	38.69%
水針布	1,565	1,752	2,972	26.76%	30.00%	4.75%	11.95%	69.65%
面膜/濕紙巾	2,576	2,201	3,552	33.62%	35.85%	5.08%	-14.58%	61.40%
熱風不織布	1,768	1,796	2,277	27.43%	22.98%	17.87%	1.58%	26.80%
合併營收	6,786	6,547	9,908			5.48%	-3.53%	51.35%

Source: : Company Data、Masterlink

#### What's New ;

2Q20 EPS 5.62 元，1H20 獲利賺贏 2019 年

2Q20 EPS 5.62 元，1H20 獲利賺贏 2019 年

在防疫需求持續增溫帶動下，2Q20 營收 25.65 億元，QoQ+63.5%，YoY+56.1%，就各產品線來看，醫療手術衣與水針布成長八成以上、熱風不織布則有五成以上的成長；獲利方面，由於需求強勁帶動售價上揚且稼動率高，各品項毛利率均有所提升，2Q20 合併毛利率為 27.73%，費用方面，隨著營收規模放大且費用沒有等幅成長下，費用率來到 5.4%，整體營業利益 5.73 億元，營業利益率 22.33%，優於我們預估的 21.38%，本業獲利成長 2.4 倍；業外因人民幣貶值，產生小幅匯損，稅前淨利 5.57 億元，所得稅方面，六月因海外所得匯回 1000 萬美金需繳 10%的稅，影響 EPS 約 0.4 元，整體所得稅費用 1.49 億元，稅後歸屬母公司淨利潤 4.08 億元，EPS 5.62 元；不考慮海外盈餘匯回 EPS 為 6 元；整體 1H20 EPS 7.59 元，賺贏 2019 年全年。

南六 2Q20 財報

6504 南六	1Q20	2Q20(A)	2Q20(F)	Diff	QoQ	YoY	YTD YoY
Net sales	1,568	2,565	2,565	0.0%	63.5%	56.1%	27.2%
Gross profit	322	711	708	0.4%	120.9%	138.5%	81.9%
Gross margin(%)	20.53%	27.73%	27.62%	0.1%	7.2%		
Operating profit	194	573	548	4.4%	194.5%	239.3%	163.5%
Operating Margin(%)	12.40%	22.33%	21.38%	0.9%	9.9%	12.1%	
Pre-tax profit	224	557	537	3.7%	148.3%	216.6%	140.5%
Net Profit	143	408	389	4.9%	186.3%	343.1%	166.3%
EPS (NT\$)	1.96	5.62	5.36				

Source: : Company Data、Masterlink

展望下半年，七月營收 9 億元，YoY+63.54%，續創歷史新高，隨著(1)口罩產能持續開出、(2)防護衣/隔離衣持續出貨；(3)既有產品線傳統旺季帶動下，預估八~九月分營收持續向上，月營收有機會上看 9.5~10 億元，整體我們預估 3Q20 營收 28.23 億元，QoQ+10.2%，YoY+78%，毛利率隨著稼動率持續提升且口罩貢獻增加帶動，毛利率可望持續向上提升，整體本業獲利 6.38 億元，營業利益率 22.6%，本業獲利成長 2.2 倍以上；業外持平，所得稅因海外盈餘匯回故較高，稅後 EPS 預估 6.37 元，第四季營運可望維持高檔。

**因應全球口罩需求強勁，南六正式跨入口罩生產行列，規劃產線達 30 條；印度廠預計年底完工，2021 年貢獻營收**

**因應全球口罩需求強勁，南六正式跨入口罩生產行列，規劃產線達 30 條；印度廠預計年底完工，2021 年貢獻營收**

全球因 Covid-19 影響導致口罩需求激增，南六在 4 月中旬也正式加入口罩國家隊的生產行列，公司規劃整體平面口罩產線共 30 條，目前七月底達 15 條，日產能約 150~160 萬片、8 月底達 20 條。2Q20 口罩營收貢獻約 1.2 億元，七月營收貢獻約 7500 萬元，目前口罩除政府徵收以外，內銷與外銷都有，內外銷比大約 3:7；人力方面，目前已有暑期工讀生支應包裝需求，預估每日可包裝產能達 170~180 萬片，後續公司規劃新增自動包裝線以及自動摺紙盒機台，預計九月會到，屆時將可滿足暑期工讀生開學後的人力短缺問題；若以 15 條產線滿載生產推估，八月單月口罩營收貢獻可達 1~1.5 億元以上；另在熔噴布方面，目前公司已有一條熔噴布產線稼動生產，七月中旬再新增一條，預計八月底會進第三條，目前熔噴布日產能約 1.3~1.5 噸，以自用為主，未來三條產線都架好後，除了滿足自用外，餘者多的可以外賣。除了口罩機以及熔噴布以外，公司也新增一條淋膜產線，主要 for 隔離衣/防護衣之用；9 月底~10 月初預計新增一條 Spun bond 外科一級口罩用布產線；同時間公司要預計引進數位印刷機，意味著南六要進軍彩色口罩生產行列，未來的口罩除了可以印上 LOGO 外，也可以在布料上噴塗圖案，將可與國際大廠合作客製化口罩。整體口罩國家隊設備投資，包含無塵室、熔噴布、口罩機含周邊等，總投資金額 4 億元，其中口罩機折舊採 5 年攤提、熔噴布 10 年攤提。2020 年整體折舊金額約 3.5~3.7 億元。另在印度廠方面，預計印度廠 2020 年底完工，2021 有較明顯貢獻營收，初步規劃熱風熱壓線兩條，滿載產值為 10 億元。

**營運維持高檔且能見度到年底，維持買進，目標價 320 元**

**營運維持高檔且能見度到年底，維持買進，目標價 320 元**

南六 2019 年為 7.21 元，2020 年 EPS 預估為 20.88 元；就長線來看，我們依舊看好南六的產業布局以及地位，未來三年隨著燕巢廠、平湖擴廠以及印度廠的投入生產，長線穩定獲利；短線受惠於疫情商機，2020 年獲利動能強勁，營運持續向上，投資評等維持買進，目標價 320 元。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	6,434	6,786	6,547	9,908	
COGS	5,203	5,511	5,310	7,224	
Gross profit	1,231	1,276	1,237	2,685	
Operating expense	498	468	517	612	
<b>Operating profit</b>	<b>733</b>	<b>807</b>	<b>720</b>	<b>2,072</b>	
Total non-operate. Inc.	-12	77	70	2	
Pre-tax profit	720	884	791	2,074	
Total Net profit	541	603	526	1,516	
Minority	0	0	0	0	
<b>Net Profit</b>	<b>541</b>	<b>603</b>	<b>526</b>	<b>1,516</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>7.46</b>	<b>8.30</b>	<b>7.25</b>	<b>20.88</b>	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	5.6	5.5	(3.5)	51.3	
Gross profit	4.8	3.7	(3.0)	117.0	
Operating profit	5.6	10.2	(10.8)	187.6	
Pre-tax profit	(7.4)	22.8	(10.6)	162.3	
Net profit	(7.0)	11.3	(12.7)	188.1	
EPS	(7.0)	11.3	(12.7)	188.1	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	19.1	18.8	18.9	27.1	
Operating	11.4	11.9	11.0	20.9	
EBITDA	15.6	17.2	16.3	23.8	
Pre-tax	11.2	13.0	12.1	20.9	
<b>Net</b>	<b>8.4</b>	<b>8.9</b>	<b>8.0</b>	<b>15.3</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,568	2,565	2,824	2,952
Gross profit	322	711	808	844
Operating profit	194	573	638	667
Total non-ope inc.	30	-15	-6	-7
Pre-tax profit	224	557	632	660
Net profit	143	408	457	508
EPS	1.96	5.62	6.29	7.00
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	(2.4)	56.1	78.2	72.4
Gross profit	19.3	138.5	154.6	139.7
Operating profit	58.9	239.3	223.7	187.3
Net profit	24.3	343.1	182.9	222.1
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	(8.4)	63.5	10.1	4.5
Gross profit	(8.5)	120.9	13.5	4.5
Operating profit	(16.2)	194.5	11.4	4.5
Net profit	(9.6)	186.3	11.9	11.2
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Gross	20.5	27.7	28.6	28.6
Operating	12.4	22.3	22.6	22.6
Net	9.1	15.9	16.2	17.2

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,016	1,089	1,310	1,977	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	1,391	1,438	1,343	1,982	
Inventory	964	1,022	942	1,204	
Others	1,886	2,028	2,070	450	
<b>Total current asset</b>	<b>5,256</b>	<b>5,578</b>	<b>5,665</b>	<b>5,613</b>	
Long-term invest.	0	0	17	17	
<b>Total fixed assets</b>	<b>2,161</b>	<b>2,392</b>	<b>2,617</b>	<b>3,117</b>	
<b>Total other assets</b>	<b>797</b>	<b>1,697</b>	<b>2,763</b>	<b>2,530</b>	
<b>Total assets</b>	<b>8,214</b>	<b>9,667</b>	<b>11,061</b>	<b>11,276</b>	
Short-term Borrow	706	1,070	1,370	1,470	
A/P & N/P	1,089	1,168	1,222	1,642	
Other current liab.	734	514	743	1,126	
<b>Total current liab.</b>	<b>2,529</b>	<b>2,752</b>	<b>3,335</b>	<b>4,238</b>	
L-T borrows	1,266	2,211	2,505	2,175	
Other L-T liab.	86	90	591	108	
<b>Total liability.</b>	<b>5,087</b>	<b>6,264</b>	<b>7,495</b>	<b>6,521</b>	
Common stocks	726	726	726	726	
Reserves	453	453	453	453	
Retain earnings	1,948	2,224	2,387	3,576	
<b>Total Equity</b>	<b>3,127</b>	<b>3,403</b>	<b>3,566</b>	<b>4,755</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>8,214</b>	<b>9,667</b>	<b>11,061</b>	<b>11,276</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	541	603	526	1,516	
Dep & Amort	270	271	264	277	
Investment income	0	0	0	0	
Changes in W/C	-82	-27	230	-481	
Other adjustment	37	83	-230	54	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>767</b>	<b>930</b>	<b>790</b>	<b>1,365</b>	
Capex	-1,061	-1,435	-955	-500	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	0	-84	-40	5	
<b>Cash flow – inve.</b>	<b>-1,060</b>	<b>-1,519</b>	<b>-995</b>	<b>-495</b>	
Free cash flow	-294	-505	-165	865	
Inc. (Dec.) debt	1,113	1,035	898	100	
Cash dividend	-348	-327	-363	-327	
Other adjustment	-19	-1	-8	-25	
<b>Cash flow – Fin.</b>	<b>746</b>	<b>708</b>	<b>527</b>	<b>-252</b>	
Exchange influence	-14	-45	-101	24	
<b>Change in Cash</b>	<b>438</b>	<b>74</b>	<b>221</b>	<b>667</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
ROA	7.21	6.74	5.08	13.57	
ROE	17.86	18.46	15.09	36.43	

**Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS**

**MasterLink Securities – Stock Rating System**

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.