



2017-03-14

公司点评报告

增持/维持

健盛集团 (603558)

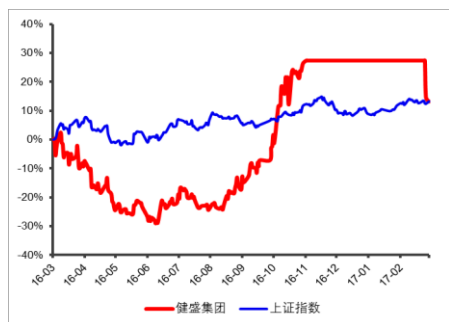
目标价: 35

昨收盘: 27.11

纺织服装 服装家纺

## 健盛集团 (603558): 业绩触底, 看好公司 17 年业绩反转及贴身内衣全品类布局

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	370/75
总市值/流通(百万元)	10,192/2,063
12 个月最高/最低(元)	30.97/17.24

《健盛集团 (603558): 收购无缝内衣制造商龙头俏尔婷婷, 迈出贴身衣物全品类拓展第一步》--2017/03/09

《健盛集团 (603558): 外需不振导致收入下滑, 关注自有品牌建设及产能扩张情况》--2016/07/22

证券分析师: 刘丽

电话: 010-88321609

E-MAIL: liuli@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516020001

2016 年公司实现营业收入 6.64 亿元, 同比下降 7.12%; 实现归属母公司净利润 1.04 亿元, 同比增长 2.24%, 实现扣非归属母公司净利润 5907 万元, 同比下降 39.54%, 实现每股收益 0.29 元, 分配方案为 10 股派 1 元。分季度看, 第四季度公司实现营业收入 1.85 亿元, 同比增长 13.76%; 归属母公司净利润亏损 111 万元。

从收入端看, 迪卡侬订单转移至土耳其导致公司外销收入出现了近 10 年来首次下滑。2016 年外销收入金额达 5.32 亿元, 同比下降 14.7%。其中对欧洲地区销售金额 2.78 亿元, 同比降 22.5%; 对日本地区销售金额 1.45 亿元, 同比降 20.05%; 对澳洲地区销售金额 7736.5 万元, 同比降 6.25%。外销降幅较大的原因主要是订单金额占比较高的迪卡侬因土耳其货币贬值制造成本更低, 于 2016 年将订单全部转移到土耳其。但是由于土耳其政治经济形势不稳定, 经过公司与迪卡侬协商, 迪卡侬订单将于 2017 年回流 80%-90%。另外, 17 年公司将新增生产 UA、HM、Stance 订单, 且经过双方磨合期后, UA 和 HM 有望成为公司重量级客户。内销方面, 公司实现收入 1.3 亿元, 同比增长 49.51%, 自有品牌健盛之家完成了品牌形象、品牌定位、体系建立, 新开店 27 家, 目前共有店铺 28 家。

从供给端来看, 未来两年公司产能增速达年均 29%, 有效突破产能瓶颈: 1、健盛越南一工厂一期项目 2016 年产能达 4000 万双, 二期项目即将进入试生产阶段; 越南印染也将于 17 年进入试生产阶段, 将有效解决公司在越南原材料供应问题。2、杭州乔登年产 1 万双高档棉袜智慧工厂项目已开工, 江山产业园项目已完成前期土地平整工作。我们预计 17 年、18 年越南基地产能将达到 7000 万双以及 1.2 亿双, 公司国内外总产能达到 2.5 亿双、3 亿双, 年均增速 29%, 有效补充了公司国内产能不足的局面。

毛利率下滑, 费用率上升, 营业利润同比下降 37.05%。综合毛利率同比下滑 4.46 个百分点至 26.06%, 外销毛利率下滑 6.02 个百分点至 23.59%; 内销毛利率下滑 0.9 个百分点至 36.09%。三项费用率同比上升 1.87 个百分点至 14.26%, 其中因公司开拓内销市场增加相应广告费、办公费等费用, 销售费用率上升 1.08 个百分点至 5.03%; 因 2015 年年底新取得土地使用权增加相应的无形资产摊销导致管理费用率上升 2.77 个百分点至 10.12%; 因人民币贬值汇兑收益增加导致财务费用率下降 1.99 个百分点至 -0.89%。受以上因素影响, 营业利润同比下降 37.05%。

**收购全球无缝内衣制造商龙头俏尔婷婷，迈向贴身内衣全品类布局第一步。**1)、俏尔婷婷盈利能力强，16年净利润率达到18.65%，毛利率达到33.5%，位于行业领先地位。根据俏尔婷婷出具的业绩承诺，其17年-19年净利润分别为6500万元、8000万元、9500万元，相当于再造一个健盛集团。2)、双方能够发挥协同效应，实现客户、渠道、生产资源共享：外销客户资源方面，公司和俏尔婷婷已拥有优衣库、迪卡侬等相同客户，双方还有更多潜在客户可以相互推荐、共享，共同巩固发展外销市场。国内自有门店建设方面，公司计划17年、18年开设70家、200家“健盛之家”贴身衣服全品类门店，俏尔婷婷及相关品牌的引入将丰富门店的品类，提升顾客黏性和购物体验。生产基地方面，公司13年开始在越南建设生产基地，成本低、位置好，为俏尔婷婷在越南扩产提供了良好的资源配套优势。

**盈利预测及投资建议：**如果只考虑健盛集团原有业务，公司17年-19年归母净利润分别为1.13亿元、1.54亿元、2.23亿元，同比增速分别为9.08%、36.54%、44.27%。如果考虑俏尔婷婷并表，基于公司的业绩承诺，俏尔婷婷2017-2019年净利润分别为6500万元、8000万元、9500万元。因此，公司并表俏尔婷婷后，17年-19年净利润将达到1.78亿元、2.34亿元、3.18亿元，按照并表后总股本4.02亿股计算，每股收益将达到0.44元、0.58元、0.79元，对应的PE分别为62.13倍、47.26倍、34.78倍，估值略高，存在短期回调风险。但是考虑到公司未来三年订单增长，产能扩张以及收购俏尔婷婷后双方形成巨大的协同效应，对公司长期发展前景充满信心，给予公司“增持”评级。

#### ■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	663.8	862.9	1121.8	1570.6
净利润(百万元)	103.6	113.0	154.3	222.7
摊薄每股收益(元)	0.28	0.31	0.42	0.60

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	85.2	272.2	151.0	82.8	307.9	营业收入	714.7	663.8	862.9	1121.8	1570.6
应收和预付款项	151.5	157.4	176.3	257.5	349.7	营业成本	496.0	492.9	603.2	779.7	1083.7
存货	171.1	255.1	132.0	368.3	327.1	营业税金及附加	5.0	7.0	8.6	11.2	15.7
其他流动资产	15.7	559.6	559.6	559.6	559.6	销售费用	28.2	33.4	30.2	42.6	59.7
流动资产合计	423.5	1244.2	1018.9	1268.1	1544.3	管理费用	52.5	67.2	69.0	89.7	125.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	7.8	-5.9	0.2	-8.4	-12.5
投资性房地产	38.8	36.4	36.4	36.4	36.4	资产减值损失	1.7	1.0	1.0	1.2	1.5
固定资产	577.1	840.0	812.0	783.8	755.4	投资收益	0.0	10.2	0.0	0.0	0.0
在建工程						公允价值变动	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	93.7	208.1	208.1	208.1	208.1	营业利润	124.7	78.5	150.7	205.8	296.9
长期待摊费用						其他非经营损益	8.4	52.9	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	23.6	17.3	13.7	10.0	10.0	利润总额	133.1	131.4	150.7	205.8	296.9
资产总计	1156.7	2346.1	2089.1	2306.5	2554.2	所得税	31.7	27.8	37.7	51.4	74.2
短期借款	207.2	352.3	0.0	0.0	0.0	净利润	101.4	103.6	113.0	154.3	222.7
应付和预收款项	160.3	145.4	141.2	222.5	273.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	6.0	2.0	2.0	2.0	2.0	归母股东净利润	101.4	103.6	113.0	154.3	222.7
其他负债	8.7	6.1	6.1	6.1	6.1						
负债合计	382.2	505.8	149.2	230.6	282.0						
股本	300.0	370.5	370.5	370.5	370.5	预测指标					
资本公积	166.8	1081.7	1081.7	1081.7	1081.7		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	307.8	388.0	487.7	623.8	820.1	毛利率	30.60%	25.75%	30.10%	30.50%	31.00%
归母公司股东权益	774.6	1840.2	1939.9	2075.9	2272.2	销售净利率	14.18%	15.61%	13.10%	13.76%	14.18%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	销售收入增长率	10.83%	-7.12%	30.00%	30.00%	40.00%
股东权益合计	774.6	1840.2	1939.9	2075.9	2272.2	EBIT 增长率	19.13%	-5.97%	15.76%	30.79%	43.95%
负债和股东权益	1156.7	2346.1	2089.1	2306.5	2554.2	净利润增长率	31.58%	2.24%	9.08%	36.54%	44.27%
						ROE	13.09%	5.63%	5.83%	7.43%	9.80%
						ROA	12.34%	5.72%	7.44%	8.81%	11.46%
						ROIC	18.68%	7.26%	6.05%	8.49%	10.96%
						EPS(X)	0.27	0.28	0.31	0.42	0.60
						PE(X)	100.56	98.36	90.17	66.04	45.78
						PB(X)	13.16	5.54	5.25	4.91	4.49
						PS(X)	14.26	15.35	11.81	9.09	6.49
						EV/EBITDA(X)	45.00	53.43	54.01	43.26	30.97

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。