

爱建证券有限责任公司 研究发展总部

分析师：侯佳林

执业编号：S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com

分析师：刘孙亮

执业编号：S0820513120002

TEL: 021-32229888-25517

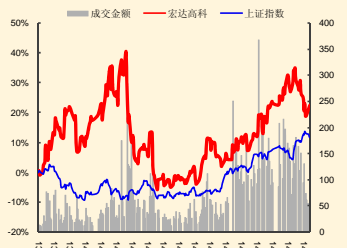
E-mail: liusunliang@ajzq.com

助理分析师：熊佳琪

执业编号：S0820114050005

TEL: 021-32229888-25523

E-mail: xiongjiadai@ajzq.com



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-5.21	30.65	23.94
相对表现	-9.91	7.37	10.06

评级：推荐(首次)
基础数据

收盘价(2014-11-19)	20
目标价(未来 6 个月)	—
52 周内高	22.94
52 周内低	15.37
总市值(百万元)	3535.25
流通市值(百万元)	3535.25
总股本(百万股)	176.76
已流通(百万股)	157.76
限售股(百万股)	19.40
每股净资产(元)	9.37

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

纺织服装行业

风物长宜放眼量，经编龙头的双轴发展

投资要点

□ 国内经编龙头，汽车内饰面料业务优势明显。公司作为国内经编行业的龙头企业之一，其汽车内饰面料特别是车顶棚面料是公司经编业务的主要增长点，为上海大众、上海通用、上海汽车、一汽大众、比亚迪、吉利、奇瑞等多家国内主流汽车品牌的供应商，合作关系与供货比例均较为良好，具有龙头优势。同时，在未来国产替代环境向好的情况下，公司正在开拓宝马、奥迪以及日系韩系车等的内饰市场，并有意进一步扩大在交通领域的覆盖面，向高铁和大飞机相关应用领域拓展。

□ 医疗器械成为公司另一主业与发展新动力。近年来医疗器械逐步成为公司发展的新方向与主要培育的增长点，相关产品包括诊断类的黑白超、彩超、新型彩超和超声治疗类的四大产品等。随着公司研发实力的不断提升，有望凭借其产品的技术与价格优势，抢占更大的市场份额。同时，在医疗器械行业良好的政策空间与发展环境下，公司医疗器械业务正经历着内生结构优化及纵向拓展扩张的发展期，未来公司医疗产品具有良好的增长潜力。

□ 经编加医疗战略明确，为今后发展打下基础。2012年公司明确了自身的发展战略，其发展将主要围绕做大做强医疗器械和做强做精经编面料上展开。具体来看，2013年公司增发投资于超声诊断与治疗产业、研发中心建设及销售服务中心建设。此外，公司也在为如宝马、奥迪等以订单式生产做一些配套供应，并争取早日进入其主要供应商列表，而在医疗器械领域，一方面公司推出了移动心电图仪，并计划推出更多移动医疗产品，进入社区医疗服务，另一方面也计划先进行体外诊断试剂的开发与生产来拓展新领域。值得注意的是随着国家对小贷公司政策力度的加大，公司收购的宏达小贷公司也有望为做强主业助力。

□ 盈利预测：预计2014-2016年公司归属母公司净利润分别为1.16、1.28和1.45亿元，基本每股收益分别为0.66、0.72和0.82元，对应当前股价的市盈率分别为30.30倍、27.78倍和24.39倍。2014年公司两大业务所属纺织与医疗器械行业市盈率整体法分别为31.52倍、56.04倍，未来公司估值具有一定的溢价空间。我们认为在经编加医疗业务双轴驱动战略明确的前提下，公司做大与做强主业的潜力较大，明后两年业务发展与业绩持续提升值得期待，首次给予“推荐”的投资评级。

□ 风险提示：市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、医疗器械销售渠道开拓不畅风险。

财务预测简表(单位：百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	585.87	570.72	635.81	725.15
增长率(%)	-6.81	-2.59	11.23	14.23
归属母公司股东净利润	81.20	116.01	127.72	145.23
增长率(%)	-29.22	40.41	10.09	13.70
每股收益(EPS)	0.46	0.66	0.72	0.82
市盈率(PE)	43.48	30.30	27.78	24.39

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

内容目录

一、公司介绍：以经编与医疗双轴驱动的高新技术企业.....	5
1.1 国内经编龙头的历史沿变	5
1.2 沈国甫先生为公司实际控制人	5
1.3 经编与医疗有望齐头并进，驱动公司发展	6
二、经编业务：国内龙头企业，占有率位居行业第一	7
2.1 稳定的客户源和优质的品质是成为龙头的基础	7
2.2 内饰面料需求增加顺应了市场现状	9
2.3 进口替代的时代已经来临，成本优势显现	10
三、医疗业务：行业发展前景广，业务增长新动力	10
3.1 行业发展前景广阔，国产化进程加快	10
3.1.1 老龄化加剧，市场需求激增	10
3.1.2 政策扶持行业前景看好	11
3.2 行业集中度仍然较高，超声设备发展较快	12
3.2.1 国内超声设备市场普及度高	13
3.2.2 超声设备异军突起，便携式、可穿戴式将成未来主流	14
3.3 公司在超声设备领域具有竞争优势	14
3.3.1 研发产品不断丰富，自主研发能力强	14
3.3.2 顺应发展趋势，新产品打开未来空间	15
3.3.3 募投强化医疗主业，为产品销售提升铺路	16
四、公司各项指标均达到拐点，期待爆发	16
4.1 资产负债分析	16
4.2 营运效率分析	17
4.3 经营利润分析	18
4.4 现金流量分析	19
4.5 杜邦分析	20
4.5.1 权益净利率的分析	20
4.5.2 销售净利率的分析	22
4.5.3 总资产周转率的分析	23
五、发展战略明晰，强化两大主业发展不动摇	23
六、盈利预测与估值	24
七、风险提示	26
附：公司财务报表预测(单位：百万元)	26

图目录

图 1	公司历史沿变情况	5
图 2	公司旗下主要产品概览	5
图 3	公司主要股权结构	6
图 4	今年中期公司各业务收入占比	6
图 5	近年来公司整体毛利率变化情况	6
图 6	今年中期公司各业务净利占比	7
图 7	近年来公司医疗器械毛利率变化情况	7
图 8	公司客户多为主流汽车生产商	8
图 9	国内汽车产量稳步上升	9
图 10	国内自主品牌增速明显	9
图 11	2001 - 2013 中国医疗器械市场销售规模统计	10
图 12	近年来我国医疗器械新注册数情况	12
图 13	威尔德主要研发产品	15
图 14	公司资产稳步增加	17
图 15	公司各类负债逐年减少	17
图 16	流动资产占总资产比例	17
图 17	公司采用保守型财务结构	17
图 18	公司存货周转天数	18
图 19	公司存货周转率	18
图 20	公司营业收入下降，但营业利润上升	19
图 21	公司主要成本有所下降	19
图 22	公司投资性现金净流入增加	19
图 23	公司战略框架运作图	24
图 24	近年公司 PE-BAND 情况	25
图 25	近年公司 PB-BAND 情况	25

表目录

表 1	市场上主要内饰面料分类	8
表 2	内饰面料主要采用的原材料纤维	8
表 3	2011 年来医疗器械相关政策法规	12
表 4	国内医院超声使用情况	13
表 5	超声仪器国内外品牌概况	13
表 6	公司新产品概况	13
表 7	杜邦分析主要因素	15
表 8	权益净利率分解表	20
表 9	权益乘数分解表	20

表 10 资产增值比率表	21
表 11 所有者权益比率表	21
表 12 资产负债比率表	21
表 13 销售净利率表.....	22
表 14 主要收入分解(单位: 万元)	22
表 15 主要成本分解(单位: 万元)	22
表 16 总资产周转率表	22
表 17 公司主要业务预测情况(单位: 百万元).....	25

一、公司介绍：以经编与医疗双轴驱动的高新技术企业

1.1 国内经编龙头的历史沿革

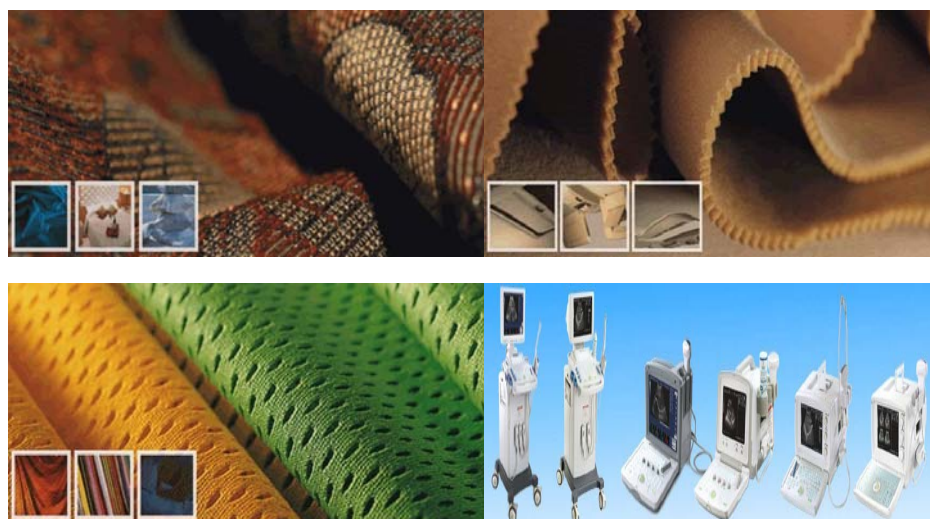
公司最早的前身可以追溯到1985年成立的海宁市许村镇中心小学办集体企业海宁许村经编厂。多年来经历了由海宁许村经编厂、浙江宏达经编实业公司、浙江宏达经编有限公司、浙江宏达经编股份有限公司再到浙江宏达高科控股股份有限公司的多个发展阶段。随着2007年公司在深圳交易所成功挂牌上市以及2010年并购深圳威尔德之后，目前公司已初步形成了以经编和医疗器械两大主业双轴驱动，以贸易和产业投资为辅助的产业格局，同时公司也是集生产、销售、科研于一体的国家重点高新技术企业。

图 1 公司历史沿革情况



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

图 2 公司旗下主要产品概览



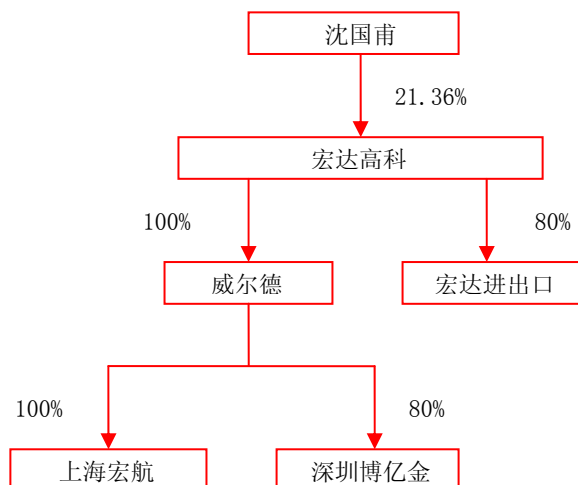
资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

1.2 沈国甫先生为公司实际控制人

目前公司的实际控制人为沈国甫先生，其曾在海宁市许村中学任教，1985年创建海宁许村经编厂，2001年变更设立股份公司后一直担任公司董事长。先后当选为中国家用纺织品行业协会副会长、浙江省经编行业协会会长、浙江省小额贷款公司协会会长、浙江省民办学校协会副会长、浙江省民营经济发展联合会执行会长。同时曾

被评为全国优秀乡镇企业家、全国纺织工业劳动模范、浙江省优秀创业企业家。此外，公司大股东实力雄厚，旗下产业涉足纺织、金融、服务及教育等多个领域。

图3 公司主要股权结构



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

1.3 经编与医疗有望齐头并进，驱动公司发展

目前公司收入与净利的主要来源于经编业务，2014年中期该业务收入与净利占比分别达55.31%、62.99%。同时，自2010年收购威尔德后公司毛利率明显提高，从2009年17.09%提升至今年三季度的27.99%。此外，可以发现公司对于威尔德的持续投入以及新产品的开发使的公司在医疗器械方面保持了良好的增长速度，虽然前期上海佰金的剥离短期导致公司增长放缓，但我们认为随着上海宏航医疗的成熟，器械整体销售将步入新的增长期，同时考虑到未来器械板块新产品以及扩张的提速，医疗器械将逐步成为公司的主要支柱业务，将与经编业务齐头并进驱动公司的未来发展。

图4 今年中期公司各业务收入占比

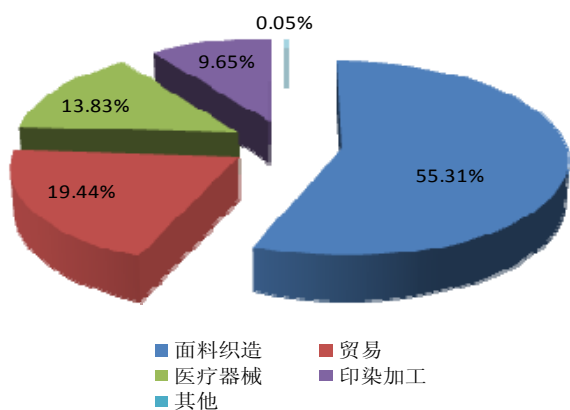
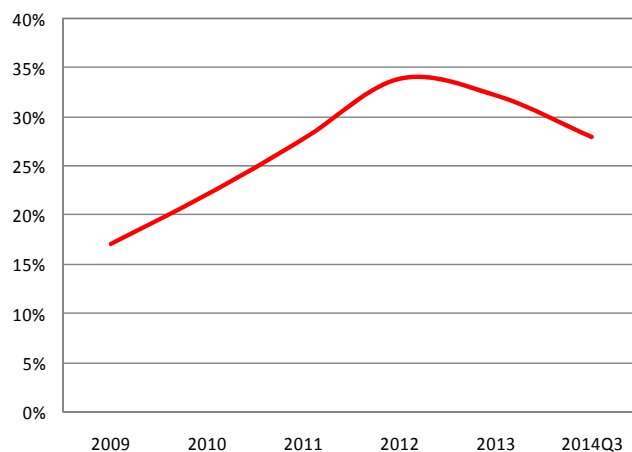


图5 近年来公司整体毛利率变化情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图6 今年中期公司各业务净利占比

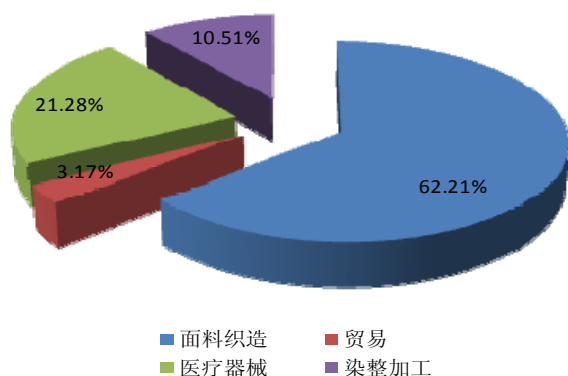
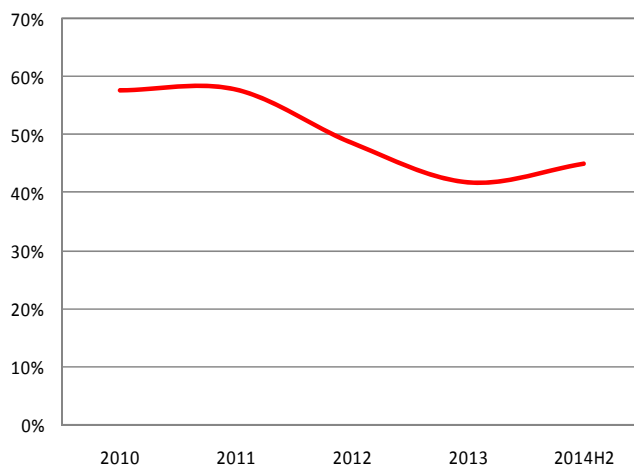


图7 近年来公司医疗器械毛利率变化情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

二、经编业务：国内龙头企业，占有率位居行业第一

2.1 稳定的客户源和优质的品质是成为龙头的基础

随着需求者对汽车舒适度要求的逐日提高，汽车内饰的要求与需求也在相应增加。首先，要求是最直观的。目前用于汽车内饰的材料主要包括了纺织物、真皮、人造革等。其中纺织物的应用范围最多，对面料的要求也最高。因此，内饰面料则正在成为整个纺织行业的一大热门品种。区别于传统纺织品，内饰面料具有独特的装饰性和功能性，对材质的要求也较普通纺织品要高，非一般纺织品可以比拟的。目前汽车内饰面料的主要工艺包括了机织和针织。其中针织包括了经编和纬编；原材料则主要以涤纶、锦纶、腈纶等为主。

表1 市场上主要内饰面料分类

汽车内饰面料分类		
类型	产品特点	主要用途
机织面料	质地紧密、耐光照、耐摩擦	座椅、门板、窗帘、顶棚
经编面料	弹性适中、绒面丰满、耐摩擦	顶棚、座椅、门板、中柱、窗帘
纬编面料	绒面丰满、图案丰富、装饰性强	座椅、门板、顶棚

资料来源：爱建证券研究发展总部整理

表 2 内饰面料主要采用的原材料纤维

主要面料的原材料及特性			
原料	优点	缺点	用途
涤纶	耐磨性好、抗紫外线、价格适宜	吸湿差、压缩弹性差	地毯、座套等
锦纶	弹性好、耐磨性好、热吸收好	不易抗紫外线	安全气囊、簇绒地毯等
腈纶	抗紫外线、手感柔软	耐磨度不佳	车顶材料等
丙纶	廉价、质地轻便	吸湿差、色泽单一	针刺地毯等
羊毛	舒适、弹性好	价高、季节性因素	车座套等

资料来源：爱建证券研究发展总部整理

根据整个汽车行业格局来看，汽车市场上车辆种类不胜枚举，所对应的内饰面料的要求也不尽相同，导致不同种类的汽车所选用的内饰面料各有特性，直接产生的效应是所生产的内饰面料多批次但批量小，缺乏一定的集中度。同时，由于对面料较高的品质需求，以及多级配套商体系的限制，整个内饰面料行业的竞争格局是以质量、技术和品牌优势为主。因此，目前业内龙头企业多以品质优势和客户稳定度作为占据市场份额的砝码。

公司是全国最大的汽车内饰面料生产厂家之一，原材料为氨纶丝、锦纶丝、涤纶丝、海绵、染料和助剂，特别是公司系列产品通过国家火炬计划项目验收，列入国家重点新产品，品质得到保证。同时，已为上海大众、上海通用、上海汽车、一汽大众、神龙汽车、北京现代、长城汽车、比亚迪、江淮汽车、吉利汽车、奇瑞汽车等大型汽车制造企业多款车型配套，并出口美国、德国、日本等国家和地区。此外，值得注意的是公司还于近日获得一种适用于膜粘合的经编汽车内饰复合材料的生产工艺发明专利，专利权期限为二十年。

图 8 公司客户多为主流汽车生产商



资料来源：爱建证券研究发展总部整理

2.2 内饰面料需求增加顺应了市场现状

其次，随着我国的内需消费和外需出口的逐年增长，纺织品服装需求一直保持着持续的增长。由于纺织品服装行业的快速发展，经编行业也随之发展迅速。另一方面，近年来汽车产业的高速成长，特别是我国自有汽车品牌的知名度不断提升，使得汽车内面料的需求量正在不断攀升。

2009-2014年5年间，国内汽车销量实现了18.1%的复合增长率。其中，2013年全年国内自主汽车销量累计达到724万辆，同比增长12.07%。目前，我国超过德国成为全球第三大汽车生产国，同时仅次于美国成为全球第二大新车消费市场。2014年前三个季度汽车产量同比增长7%、我国自主汽车销量同比增长3%。国内汽车行业依旧保持稳步发展。

图9 国内汽车产量稳步上升

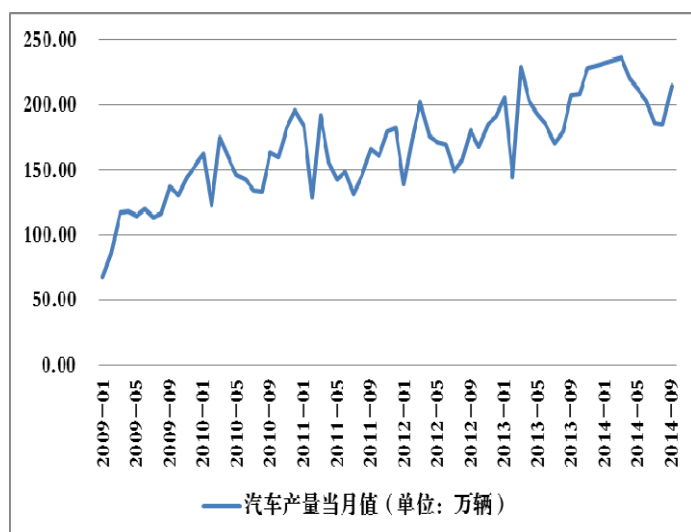
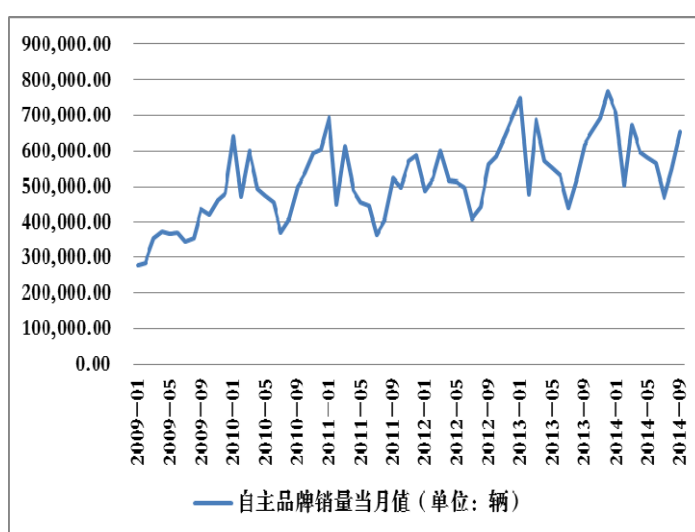


图10 国内自主品牌增速明显



资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

国内汽车行业依旧将保持着良好的发展势头，因此预计我国汽车用纺织品的需求量将呈现稳步增长的态势。特别是在中高级轿车方面，汽车内饰纺织品每年的增长速度很快。尤其是在汽车座椅、车顶棚、地毯、安全气囊等方面，应用面广泛且用量大。2014年我国汽车座椅面料约需2.1亿平方米，乘用车地毯约需2,900万平方米，汽车顶棚面料约需超过3,200万平方米，安全带约需9,700余万米，未来几年，预计我国汽车用纺织品的需求量将以每年10%的幅度增长。

公司所生产的汽车内饰面料产品市场占有率居同行首位。特别是车顶棚面料的年产能达到400万米，占到市场份额的20%左右。公司主要客户均为国内主流汽车制造商，其中上海大众和上海通用对车顶棚面料需求已占公司近一半的产能，同时随着国产自有品牌的汽车销量稳步上升，对汽车内饰面料的需求将进一步提升，同时未来大飞机、铁路用内饰面料也将会纳入公司业务发展的序列，未来新增产能预期则可以期待。

3.3 进口替代的时代已经来临，成本优势显现

由于公司拥有海外进口的计算机整经机、经编机，还配备了进口染色机、水洗机、定型机、检验机和测试设备，使得整条经编生产线已经达到高自动化、高程序化，具备较强的国际竞争力。另一方面，汽车行业的繁荣背后隐藏着激烈的价格战和市场竞争。目前中低档汽车依旧是消费主群，而汽车制造商受制于成本压力，将更少的使用真皮、人造革，取而代之的是纺织面料。由于我国深厚的纺织文化，以及生产成本，未来进口替代的空间会非常巨大。

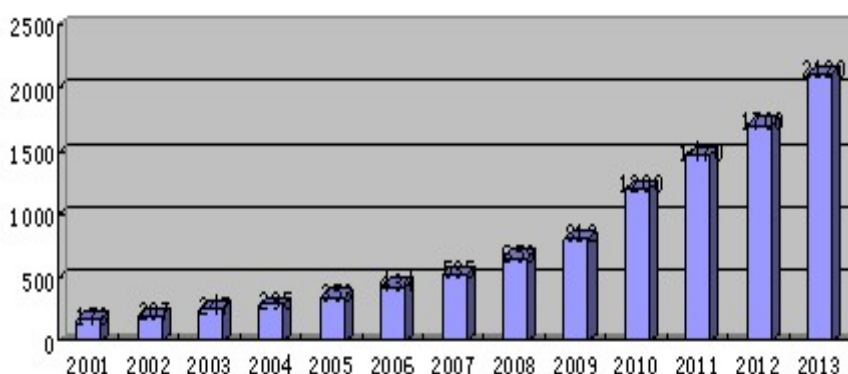
目前公司是宝马试车唯一的内饰面料供应商，一旦试车成功将会以成本优势替代海外进口。并且公司一直专注于德系汽车，未来很大可能将会与日系汽车厂商进行深度合作，公司业绩将会有明显增长。

三、医疗业务：行业发展前景广，业务增长新动力

3.1 行业发展前景广阔，国产化进程加快

近年来，我国的医疗器械行业实现了较快的发展。据数据统计，我国医疗器械设备的市场规模在2011年已达到1200多亿元，2000－2010年的复合增长率约21.30%，预计到2015年将超过3000多亿元。目前，全球医药和医疗器械的消费比例约为1：0.7，而欧美日等发达国家已达到1：1.02，全球医疗器械市场规模已占据国际医药市场总规模的42%，并有持续扩大之势。我国医疗器械市场总规模2013年达到2120亿元，医药市场总规模为10372亿元，医药和医疗消费比为1：0.2。就此方面来看，我国医疗器械行业仍然还有较广阔的成长空间。

图 11 2001－2013 中国医疗器械市场销售规模统计



数据来源：中国医药物资协会，爱建证券研究发展总部

3.1.1 老龄化加剧，市场需求激增

我国人口老龄化现象的加剧，一定程度上拉动了医疗器械的需求。同时，在政

策方面，继“十二五”医改规划提出“到2015年非公立医疗机构的床位数和服务量要达到医疗机构总数的200%目标”之后，去年卫生部发布的《健康中国2020战略研究报告》又明确指出，未来8年将推出涉及金额高达4000亿元的7大医疗体系重大专项，其中有1090亿元将用于县级医院技术配置，在此背景下，非公立医疗机构和县级医院对医疗设备的购置需求将会大量增加，这将很好地拉动医疗器械行业的发展。

3.1.2 政策扶持行业前景看好

政策导向一直是我国各行各业发展前景的风向标，有了政策的扶持，为行业乃至企业的发展提供了更良好的市场环境。自2013年来，我国持续关注医疗器械行业的发展，政策导向也倾向于扶持医疗器械的国产化。

表 3 2011 年来医疗器械相关政策法规

时间	政策	影响
201307	国务院公布《关于深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排的通知》	主要工作任务包括加快健全全民医保体系，探索建立跨省异地就医即时结算机制；启动第二批县级公立医院综合改革试点工作；预计将促进医疗器械购销服务的发展
201304	工信部：今年五大专项扶持生物医药产业	其中的高性能医学诊疗设备发展专项将取得大发展
201403	国家食药监局开展整顿医疗器械市场专项行动	进一步规范医疗器械市场
201301	国家药监局、发改委、工信部、卫生部联合发文，合力推进加快实施新版 GMP。	四部委明确坚持标准不降低、时间不放宽，推出兼并重组、认证检查、审评审批、委托生产、价格调整、招标采购和技术改造等七个方面的鼓励措施。预计今年无菌制剂企业的兼并浪潮将持续，大输液以及其他无菌制剂的龙头企业将继续维持高增长态势。
201212	《生物产业发展规划》	大力发展先进体外诊断产品，推动生物传感器等新技术的应用，研制数字化、智能化的新型体外诊断系统、医疗仪器和康复器械
201112	《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》	初步建立医疗器械研发创新链，医疗器械产业技术创新能力显著提升；重点开发基本医疗器械产品；医疗器械科技产业迎来春天
201106	《医疗器械召回管理办法(试行)》	规范医疗器械市场，增加企业犯错成本，利好运作规范且产品质量较好的龙头企业
201106	刘殿奎：“十二五”期间将大力支	

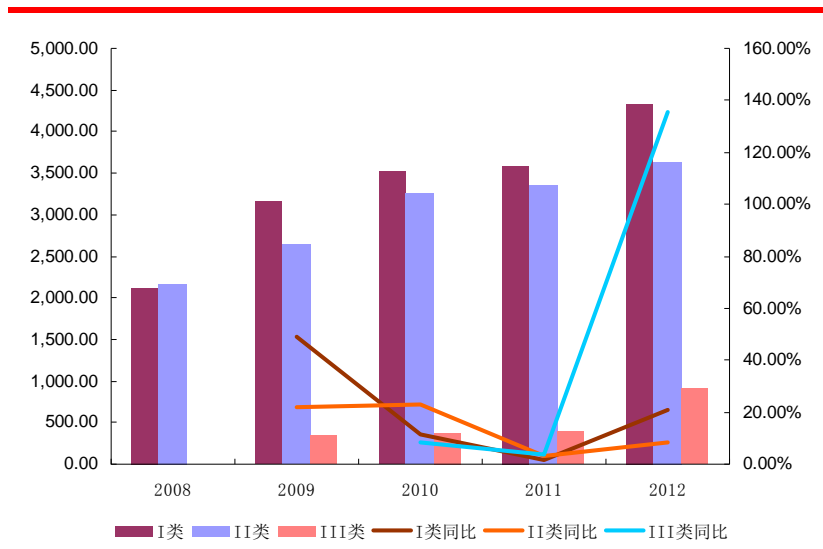
	持国产医疗器械发展,实施集中采购时,优先采购国产医疗器械,并以经济手段有效引导医疗机构使用国产医疗器械	国产医疗器械迎来政策春天
201102	医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排:再支持 300 所以上县级医院、1000 所以上中心乡镇卫生院和 13000 个以上村卫生室建设	拉动医疗器械的采购

数据来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

3.2 行业集中度仍然较高, 超声设备发展较快

目前全球排名前10位的医疗器械企业分别是强生、西门子、GE医疗、美敦力、百特医疗、飞利浦医疗、波斯顿科学、碧迪、史赛克、贝朗医疗, 这10家公司占全球市场份额的44.8%。在超声设备领域则以GE、西门子、飞利浦三大巨头为主, 市场占有率高达65%。但近十年来, 我国的医疗器械行业高速发展, 实现了从无到有, 并不断发展壮大的突破过程。

图 12 近年来我国医疗器械新注册数情况



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

表 4 超声仪器国内外品牌概况

企业名称	主要产品	情况
GE	LOGIQ 系列、VIVID 系列、Voluson系列	腹超、心超、3D 及4D 优势明显。产品覆盖面广, 维护成本较高

Philips	IE 系列	荷兰心超、腹超、小器官超声领先者。产品线丰富，融合成像、用户忠诚度较高
Siemens	Acuson 系列、Sonolin 系列	相干成像、微米成像优势
百胜	Caris+ 系列、Mylab 系列 CnTI	低压实时造影、融合成像、空间复合成像
迈瑞	iVis 系列	自主研发、品牌优势强，但心脏灵敏度一般
阿洛卡	Alpha 系列、SSD 系列	日本血管回声跟踪技术
威尔德	FDC 系列、WED 系列等	技术优势、产品类型较多，品牌认可度较高

资料来源：爱建证券研究发展总部整理

3.2.1 国内超声设备市场普及度高

2010年，我国超声市场规模达到7.6亿美元，约占全球超声市场的14.6%。预计未来5年，国内超声市场将以每年8.2%左右的速度增长。2015年，中国超声市场可望达到11亿美元的规模，约占全球超声市场的16.4%，有望成为全球超声第一大市场。超声设备在各类医院中的普及度较高，超过95%的医疗机构都配备有超声设备。超声诊断设备分为B超设备和彩超设备，B超设备成本相对较低，其普及度和使用率都非常高；而彩超设备能提高诊断的准确性，也是越来越多的医院配备该设备的原因。同时，根据医疗设备使用的有关规定，高端超声设备如彩超的折旧时间基本在6年左右，低端的则更短，因此有不断更新换代的需求，有较大的市场空间。

表 5 国内医院超声使用情况

医院类型	调查医院数量	拥有设备医院数量	数量%	设备拥有数量	设备平均数量
A	192	191	99.47	904	4.71
B	237	233	98.31	665	2.81
C	170	162	95.29	421	2.48
D	26	20	76.92	28	1.08
总数	625	606	96.48	2018	3.23

（表中医院类型按病床数划分，500 以上为 A，200~499 为 B，100~199 为 C，100 以下为 D）（数据来源：《中国医疗》杂志）

数据来源：《中国医疗》杂志，爱建证券研究发展总部

3.2.2 超声设备异军突起，便携式、可穿戴式将成未来主流

随着分级诊疗制度的试点与推行，“健康进家庭、小病在基层、大病到医院、康复回基层”的格局将逐渐形成。因此，中低端的医疗设备需求量有望逐步加大，家用医疗设备也将更加普及。公司所研发生产的便携式B超设备正式顺应了这种行业趋势，未来随着中低端医疗设备的普及，公司将大大受益。

此外，国内外医学专家利用超声技术在治疗肢体软组织损伤、肢体慢性疼痛康复、肢体运动康复方面取得了非常好的疗效，并把超声治疗拓展到各类科室，在临床得以广泛应用，取得了满意的治疗效果。其最大的亮点在于对颈椎病、腰椎病等不容易通过常规医疗手段治愈的慢性疾病有一定疗效，同时能对肿瘤患者的治疗起到辅助作用。便携式超声设备操作安全简单，可以深入家庭，随着伏案工作人员、肿瘤患者的增多，未来这一市场的需求潜力较大。

3.3 公司在超声设备领域具有竞争优势

公司全资子公司深圳市威尔德是国内领先的高科技医疗设备研发制造商，同时也是国内超声领域最大的研发制造商之一，主要产品涵盖超声诊断、超声治疗、超声理疗、超声监视及其它设备。其中以便携式超声诊断设备为主，目前已上市有手提式、掌上式等黑白超、彩超设备。公司于2013年定增募投的超声诊断及治疗设备研发扩产项目在1年的建设期之后将逐步投产，3年达产后可年产B超诊断设备20000台、彩超诊断设备1000台、超声治疗设备3600台，将为公司带来可观的收益。在行业前景看好以及公司扩产的情况下，预计该募投项目将于明年开始逐步对公司业绩有所贡献。

3.3.1 研发产品不断丰富，自主研发能力强

作为一家高新技术企业，威尔德高度重视研发的作用，拥有一支经验丰富且稳定的研发队伍，其在产的所有产品均系研发队伍自主研发，具备相应的知识产权。其掌上式、便携式B超的产量在国内企业中位于市场前列，尤其是掌上式B超的市场地位突出，在内销和出口两方面均占据了明显优势地位。同时，公司还推出了只有信用卡大小的移动心电仪，该产品有较好的便携性，且可与手机相连，实时传输监测健康状况，公司还有望通过该产品，进入到社区医疗的领域，为公司产品的销售打开更宽的渠道。目前，公司拥有超声诊断和超声治疗相关专利达50份，软件著作权现有42种。可以看到，公司正通过研发来不断提高既有超声诊断产品的竞争力，并开拓进入超声治疗设备领域的步伐在推进中。

图 13 威尔德主要研发产品



资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

3.3.2 顺应发展趋势，新产品打开未来空间

从发展趋势上看，未来便携式B超机、超声理疗机有望进入社区、进入家庭是一种新趋势。由于便携式、掌上式的诊断机和理疗机使用方便、成本也较低，目前威尔德的超声治疗仪的售价在1万元左右，掌上式超声诊断机售价也在1万元左右，而笔记本及台式的售价在2-3万元，在较大医院应用更广的手推式则售价更高。在政府加大对医疗卫生事业的投入、医疗体制改革不断深化的背景下，公司正面临农村和社区医院对小型化超声诊断及理疗设备快速增长的市场需求，将进入企业的高速成长期。同时，公司还积极研发体外诊断试剂，预计在2015年5月有第一批常规产品上市。

此外，公司新产品超声溶栓仪优势显著，并有望于明年实现上市。公司所自主开发的超声溶栓仪采用超声微泡空化技术，将实现非创伤性超声溶栓技术在临床上应用，适用于脑血栓、心脏冠状动脉血栓和外周深血管血栓的临床溶栓治疗，提高溶栓疗效，降低疾病的死亡率和致残率。该项目开辟了超声治疗新的应用领域，与现行产品比较，在市场竞争中具有显著优势。它一方面完善了我国超声溶栓治疗仪产业的产品结构，同时也提升了公司超声溶栓治疗仪产品的市场竞争力。

表 6 公司新产品概况

名称	原理	适用范围
超声空化仪	存在于液体中的微气核空化泡在超声波的作用下产生振动，当此声压达到一定数值时所发生的生长和崩溃，一般包括3个过程：既空化泡的形成、长大	药物靶向输送、无血切割、治疗脑血栓、体外碎石等

	和剧烈的崩溃	
超声溶栓仪	将超声波指向患者病灶部位，利用超声波的机械、空化等作用将患者脑部血栓溶解，改善患者脑部缺血部位血液循环脑梗阻、失语、组织损伤、神经麻痹等	优势：简便、低成本、精确约为50元/次，部分治疗被纳入新农合报销清单中
移动心电仪	通过传感器包括一个放大信号、一个转换器以及一个低通滤波器等获取的心电信号	用于成人使用者对心率、心电波形进行自我监测、记录和回放

资料来源：爱建证券研究发展总部整理

3.3.3 募投强化医疗主业，为产品销售提升铺路

2013年，公司定向增发股份为威尔德募资来加强其设备研发、生产及销售环节的能力，其中，公司拟投入超过5000万元建设销售服务中心。我们认为由于国内医疗器械行业，特别是中低端国产产品的市场竞争非常激烈，打开销售渠道便成为各家企业占领市场的重要环节。目前该募投的销售服务中心项目已完成超过30%，同时公司先后建设了上海区域服务中心、深圳区域服务中心等，并在各省会城市及销量较集中区域设有销售及售后服务点，产品销售覆盖面遍及国内三十几个省、市、自治区、直辖市，远销欧洲、亚洲、非洲、南美洲、北美洲地区。目前公司仍在积极推动区域销售服务中心和网点的建设，这包括国外的销售区域建设，如南亚、东南亚地区的网络拓展。未来随着相关项目的持续推进，公司有望进一步打开市场，提高市场占有率。

四、公司各项指标均达到拐点，期待爆发

4.1 资产负债分析

从公司的财务会计报表及相关核心数据，我们了解到，2014年中期公司的总资产为180,661.64万元，货币资金为36,351.05万元，固定资产为20,856.70万元，流动资产为74,399.43万元，无形资产为3,711.29万元，流动负债达14,301.87万元，长期借款达319万元，短期借款达410万元。从半年报公布的数据可以看出，公司的总资产、货币资金、固定资产以及流动资产相较行业内其他公司实力上是比较雄厚的，且债务逐年减少、偿债能力比较强；另一方面，2014年中期，公司的货币资金、固定资产等较上年同期均出现不同程度的增长，说明公司在2014上半年的发展保持平稳，而总资产较去年同期出现下降是因为2013年中期，公司在医疗器械方面的商誉大增，也说明公司看重医疗器械未来的发展，并以超过市场公允价值对医疗器械业务进行投资。所以，公司在整体实力、发展空间与偿债能力等都是比较理想的。

图 14 公司资产稳步增加

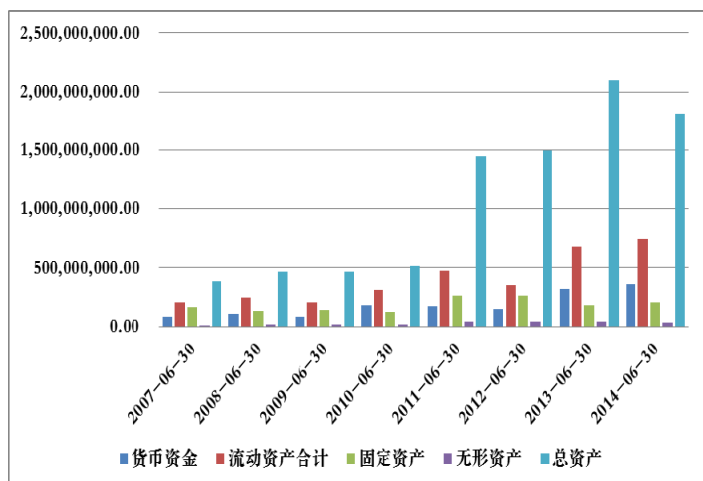
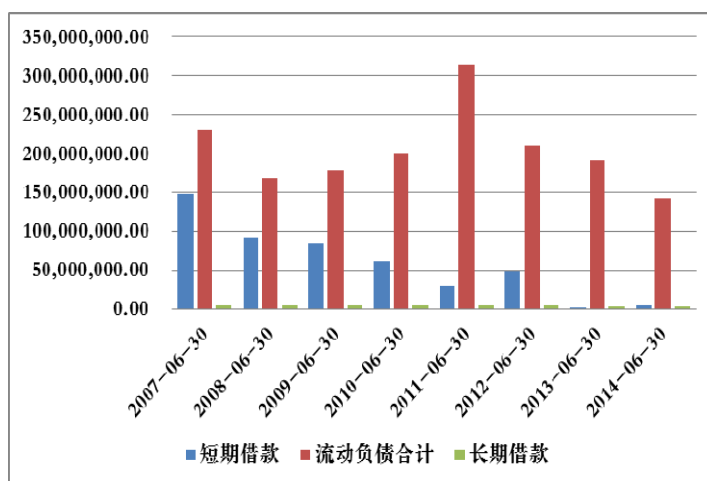


图 15 公司各类负债逐年减少



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

公司流动资产占总资产的比重有较大增加，这说明企业资产流动性较好，从而降低流动性了风险；公司财务结构呈现保守的趋势，短期偿债能力变强，也从另一个角度说明财务风险变小。从公司现阶段的财务结构来看，采用保守型财务结构是首选。

图 16 流动资产占总资产比例

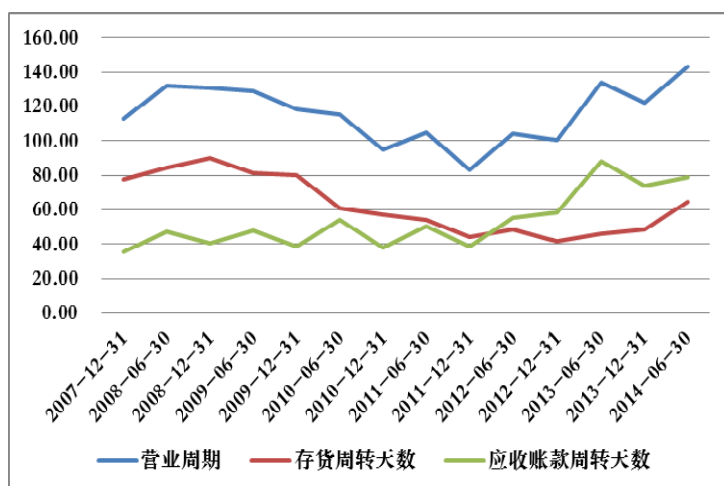
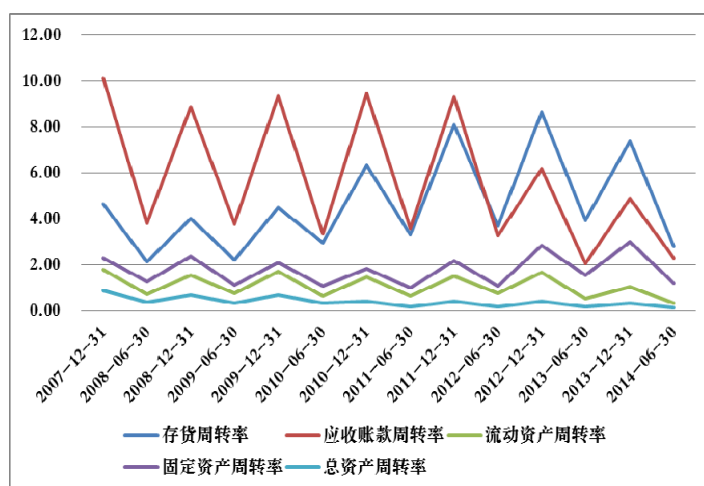


图 17 公司采用保守型财务结构



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

4.2 营运效率分析

通过对公司的财务指标的分析得出,2014年前半年,公司的应收账款达到9,767.78万元,存货达到6,185.67万元。从公司的经营效率来看,该公司单位资产所创造的销售收入额度较2013年有所减少,主要原因是公司销售收入额度的增长速度要比总资产、固定资产等的增速要小。另外,公司的总资产、应收账款固定资产等在周转率上有一定程度的提升,主要是因为公司的营运周期以及公司营业利润同比增加的缘故。另一方面,虽然公司的总资产、固定资产以及流动资产的绝对数也有所增加,但是库存周转率较2013年同期下降,说明公司去库存能力有所下降,库存周转天数已由2013年中期的46.09天上升至2014年中期的64.54天,也说明了公司所库存存货的时间相对较多。

图 18 流动资产占总资产比例

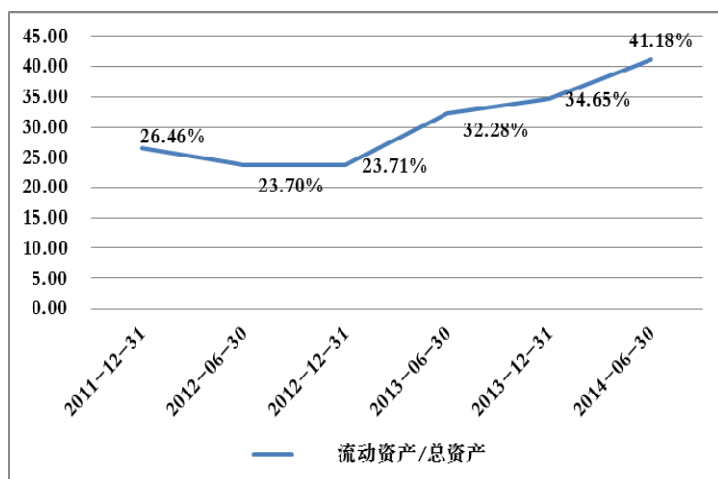
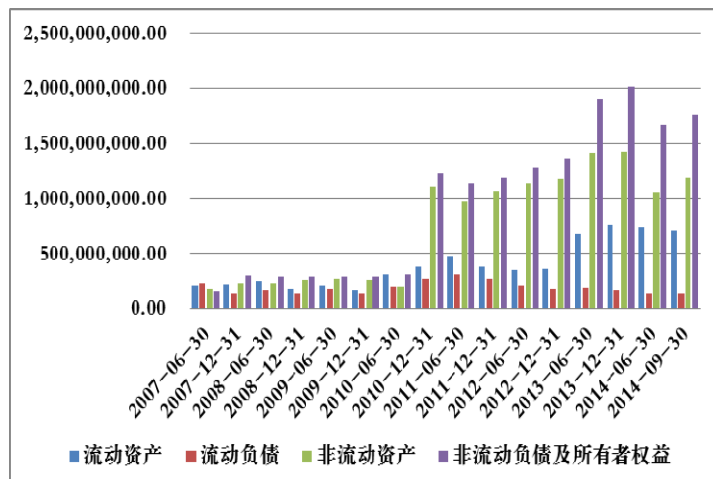


图 19 公司采用保守型财务结构



资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

4.3 经营利润分析

截至2014年09月30日止,公司的营业总收入为40,514.85万元,较2013年有所减少;净利润为9,500万元,较2013年同期增加了逾45%;销售费用为1,722.39万元,较2013年有所减少;管理费用为4016.76万元,较2013年同期略有增加。公司营业收入的减少在一定程度上说明了公司所生产的产品的盈利空间有限,公司的销售毛利率从去年同期的32.27%下降至今年的27.99%。不过,值得关注的是虽然2014年三季度公司的营业收入有所减少,其营业利润却较去娘同期有49%的增幅,这是因为该公司在销售费、财务费用等方面有所减少,并且在投资净收益方面有所增加所致。总体来说,公司营业收入稳定,随着其他业务的加速发展,公司利润空间仍有上升的空间

图 20 公司营业收入下降，但营业利润上升

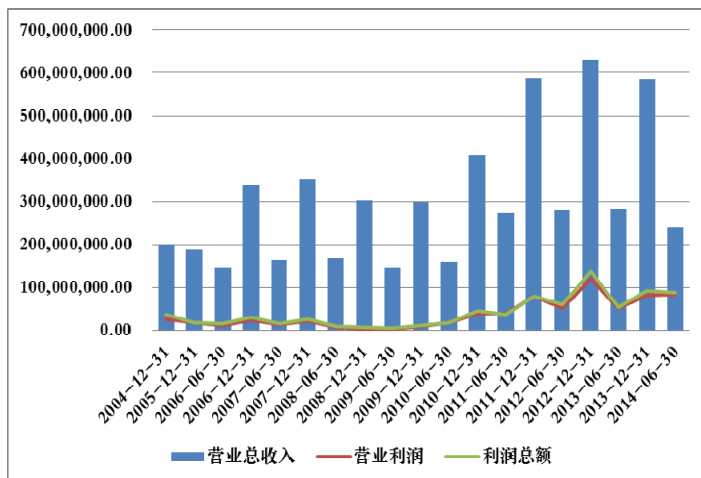
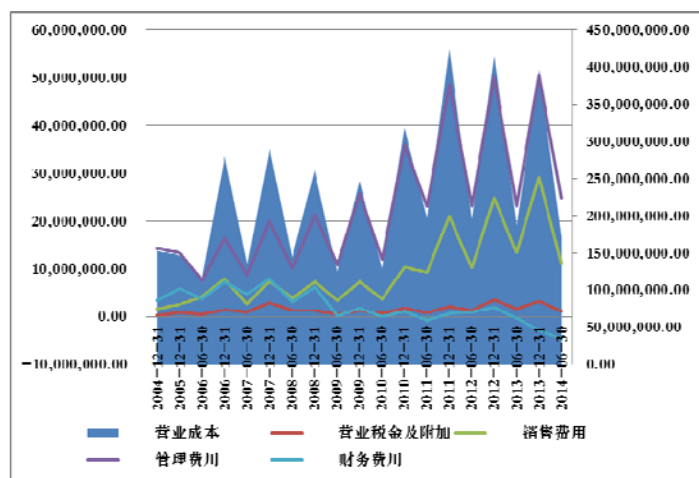


图 21 公司主要成本有所下降

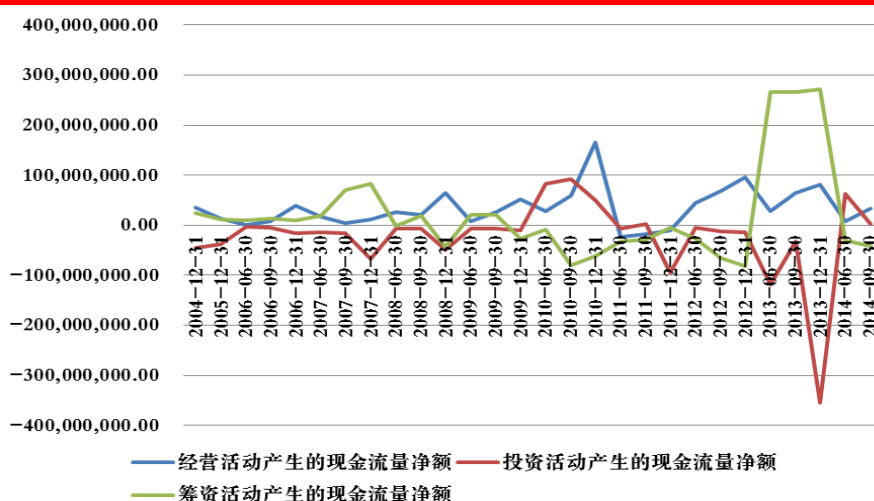


资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

4.4 现金流量分析

2014年前三季度公司的经营活动现金流量3,405.11万元，较2013年大幅下降。投资活动现金流量187.74万元，较2013年同期明显增加；筹资活动现金流量-4054.76万元，较2013年有所减少。由此可见，公司在变现能力方面有所下降，但在筹资活动中外借资金的情况有所减少。在投资方面方面，公司现金流入明显增加。

图 22 公司投资性现金净流入增加



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

4.5 杜邦分析

4.5.1 权益净利率的分析

权益净利率的指标是衡量企业利用资产获取利润能力的指标。权益净利率主要是用来衡量筹资方式对企业获利能力的影响。

表 7 杜邦分析主要因素

指标/年度	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
权益净利率	6%	3%	5%
权益乘数	1.26	1.19	1.15
销售净利率	18%	17%	31%
总资产周转率	24%	16%	15%
资产净利率	4%	3%	5%

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

从分析结果可以看出，公司的权益净利率是呈现起伏但平稳上升的趋势，为了更好的了解这趋势产生的原因，就把权益净利率进行分解。

表 8 权益净利率分解表

年度/指标	权益净利率	= 销售净利率	X 总资产周转率	X 权益乘数
2012/6/30	6%	18%	24%	1.26
2013/6/30	3%	17%	16%	1.19
2014/6/30	5%	31%	15%	1.15

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

通过分解后可以看出，权益净利率的变动在于权益乘数变动、销售净利率和资产周转率三方面共同作用的结果。以公司2014年半年为例，销售净利率较往年有显著提高，说明该公司在销售价格确定的情况下，成本有所降低。公司资产周转率的不断下降说明公司的资产周转能力有所下降，销售能力开始变弱。权益乘数的不断变小，说明公司的所有者对公司的投入比重越来越高，而公司目前的负债程度相对较低。

4.5.2 权益净利率的分析

表 9 权益乘数分解表

年度/指标	权益乘数	=总资产(万元)	÷ 所有者权益 (万元)
2012/6/30	1.26	149456.37	118441.2
2013/6/30	1.19	209628.62	176863.45
2014/6/30	1.15	180661.64	156819.4

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

表 10 资产增值比率表

指标/年度	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
资产总额 (万元)	149,456.37	176,863.45	180,661.64
增加/减少额 (万元)	--	601.72	-289.67
增长/减少比率 (%)	--	40.26%	-13.82%

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

表 11 所有者权益比率表

指标/年度	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
所有者权益 (万元)	118,441.2	176,863.45	156,819.4
增加/减少额 (万元)	--	584.22	-200.44
增长/减少比率 (%)	--	49.33%	-11.33%

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

表 12 资产负债比率表

指标/年度	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
资产负债率	0.21	0.16	0.13

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

从对权益乘数的解析可以看到，公司的资产和所有者权益较去年同期都有所下降，但是资产的下降幅度要比所有者权益的下降幅度大，说明了过去一年间，公司运用股权资本的次数要比用资产的次数多。另一方面，结合公司的资产负债率的逐年下降，说明当前公司的负债水平较低，承担风险的能力也相对较强。

4.5.3 销售净利率的分析

表 13 销售净利率表

年度/指标	销售净利率	=净利润(万元)	÷ 销售收入(万元)
2012/6/30	18%	5191.68	28218.51
2013/6/30	17%	4779.64	28249.71
2014/6/30	31%	7469.95	24175.85

资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

公司2014年中期的销售收入较前两年有明显的下滑,但是净利润的提高幅度却很大,通过分析后发现主要原因是成本费用减少,以及投资收益增加所致。

表 14 主要收入分解(单位: 万元)

指标/年度	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
面料织造	12,217.78	14,987.5	13,370.92
贸易	5,552.04	5,181.27	4,698.93
医疗器械	8,681.72	5,977.47	3,344.17
染整加工	1,520.92	1,632.98	2,334.29

资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

表 15 主要成本分解(单位: 万元)

指标/年度	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30
面料织造	7,928.4	8,856.3	8,969.35
贸易	5,213.7	4,902.57	4,475.28
医疗器械	4,897.85	3,452.18	1,838.12
染整加工	1,333.42	1,274.16	1,590.71

资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

由于面料织造的销售收入同比出现下降,而销售成本却较去年同期有所上升,说明公司在面料织造方面的销售盈利能力有所下降;医疗器械经历了2013年的快速增长后,2014年中期销售收入和成本均出现下降,但是成本下降的速度要超过收入,表明公司存在业务扩张的预期。值得关注的是,在业务的销售能力均出现不同程度的下降的同时,公司的投资净收益同比大幅增加876%,才使得公司的销售净利率出现大幅增加。

4.5.4 总资产周转率的分析

表 16 总资产周转率表

年度/指标	总资产周转率	=销售收入(万元)	÷ 资产总额(万元)
2012/6/30	24%	28,218.51	118,441.2
2013/6/30	16%	28,249.71	176,863.45
2014/6/30	15%	24,175.85	156,819.4

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

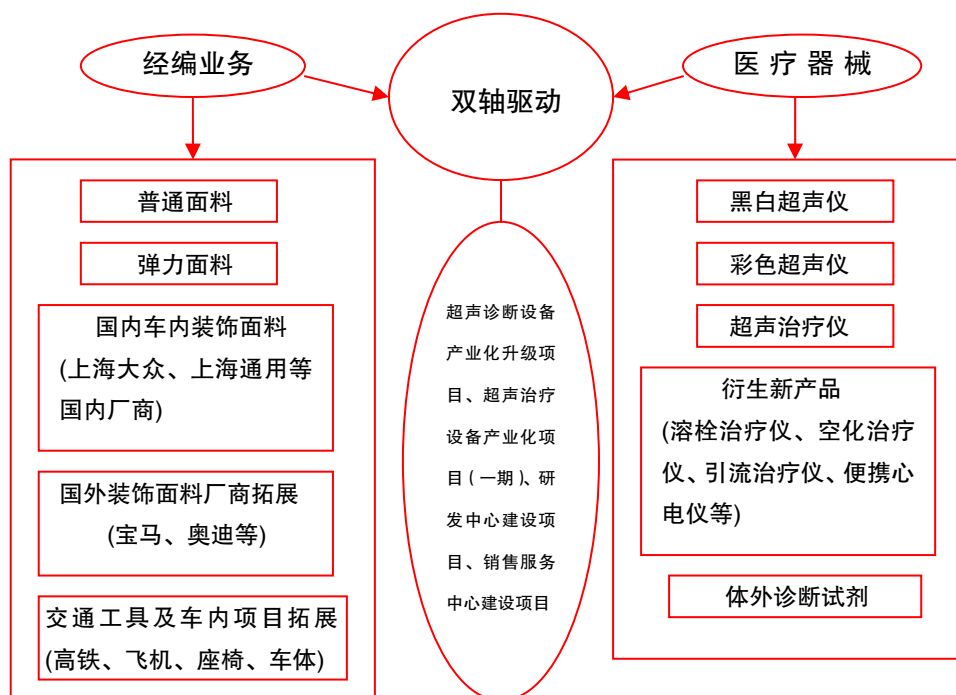
公司2014年中期的总资产周转率较去年同期所下降,主要原因是公司的资产总额和销售收入同时下降,这说明公司的资产利用率有所下降,再次佐证了资本使用效率要比资产利用效率要高。

五、发展战略明晰，强化两大主业发展不动摇

2012年公司明确了自身的发展战略，其发展将主要围绕做大做强医疗器械和做强做精经编面料上展开。首先，做大做强医疗器械产业，就是要使全资子公司威尔德加快建立完善的研发－生产－销售－培训体系，吸引更多国际、国内的专业人才开发出更多成系列、拥有独立自主知识产权的医疗器械产品，从而进一步提升公司经营规模与行业地位。其次，做强做精经编面料业务，就是要继续发挥公司原有的竞争优势，在确保销售渠道通畅的前提下提高公司在汽车顶棚内饰面料市场的优势并进一步拓展至汽车窗帘面料、汽车座椅面料等产品市场，从而确保公司在汽车内饰面料市场的整体优势。

具体来看，2013年公司非公开发行A股股票不超过3000万股，拟用于全资子公司投资于超声诊断设备产业化升级项目、超声治疗设备产业化项目(一期)、研发中心建设项目、销售服务中心建设项目。同时，收购了浙江丽宏君服饰有限公司的单项资产来扩大公司纬编面料产品经营范围，减少了日常关联交易。此外，目前公司也在为国外的厂商如宝马、奥迪等以订单式的生产做一些配套供应，并争取早日进入其主要的供应商列表，而在医疗器械领域方面，一方面公司已经推出了新品移动心电图仪，并计划推出更多移动医疗产品，进入社区医疗服务产业，另一方面也计划先进行体外诊断试剂的开发与生产，拓展新领域。值得注意的是随着国家对小贷公司政策力度的逐渐加大，公司前期收购了宏达小贷公司后可以多方式进行融资做强相关主业。

图 23 公司战略框架运作图



资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

六、盈利预测与估值

综上所述，我们对公司的主要假设预计如下：

- 经编业务发展：公司经编业务主要集中于汽车方面，国内车顶棚市占率龙头企业，德系汽车占到公司业务的50%左右，并且与国内主要本土厂商均有合作关系。目前公司的产能利用率达到85%以上，未来公司在进一步开拓日系、韩系汽车同时，也有望向大飞机、轨道交通方面发展，产能扩张预期可期，业绩将会有提升空间。
- 医疗器械业务发展：目前行业年增长率约为20%，虽然公司对募投项目有所调整，但预计随着新产品的陆续上市销售以及产品的结构性优化，未来两年的增长率将高于行业平均水平，2014年的预测则主要以中报为准，下半年情况有望好于上半年。
- 其他业务发展：我们认为随着交通工具类经编与医疗器械业务的增长，相应的其贸易与印染加工业务预计也将同向保持稳定增长的发展态势。
- 毛利率：预计随着公司车型与内饰项目的不断开拓及多类型面料的应用，经编业务毛利总体将保持稳定，而医疗器械方面考虑到高毛利新产品的销售以及核心部件国产化的提升，业务毛利有望提高。
- 费用方面：考虑到营销网络与客户开拓的推进可能有所上升，预计销售费用率继续提高，而同期管理费用在新品逐步推出和产能释放下，预计先升后降。

同时，由于公司资金面相对充足，随着募集资金逐步投入使用，预计财务费用率将小幅上升。

- 投资收益方面：暂不考虑继续转让海宁皮城股票带来的投资收益，仅考虑持股小贷公司获得的投资收益，预计未来年均有望带来2000万左右的稳定收益。

表 17 公司主要业务预测情况(单位: 百万元)

主要业务	分项	2013A	2014E	2015E	2016E
经编业务	主营业务收入	305.69	298.12	332.66	381.08
	主营业务成本	182.38	201.10	236.68	273.42
	毛利率%	32.25	32.53	29.07	28.25
医疗器械	主营业务收入	115.05	81.60	110.90	139.65
	主营业务成本	66.92	46.24	61.36	75.91
	毛利率%	41.83	43.34	44.67	45.64
贸易	主营业务收入	123.46	86.32	114.26	132.53
	主营业务成本	116.75	82.27	108.88	125.73
	毛利率%	5.43	4.53	4.71	5.13

数据来源：爱建研究发展总部预测

不考虑并购收购等因素，我们预计2014-2016年公司归属母公司净利润分别为1.16、1.28和1.45亿元，基本每股收益分别为0.66、0.72和0.82元，对应当前股价的市盈率分别为30.30倍、27.78和24.39倍。同时，对应来看2014年两大业务所属纺织行业与医疗器械行业的市盈率整体法分别为31.52倍和56.04倍，未来公司估值上具有一定溢价空间。我们认为在公司经编加医疗业务双轴驱动战略明确的前提下，做大与做强主业的潜力依旧较大，明后两年的业务发展与业绩继续提升仍值得期待，首次给予“推荐”的投资评级。

图 24 近年公司 PE-BAND 情况

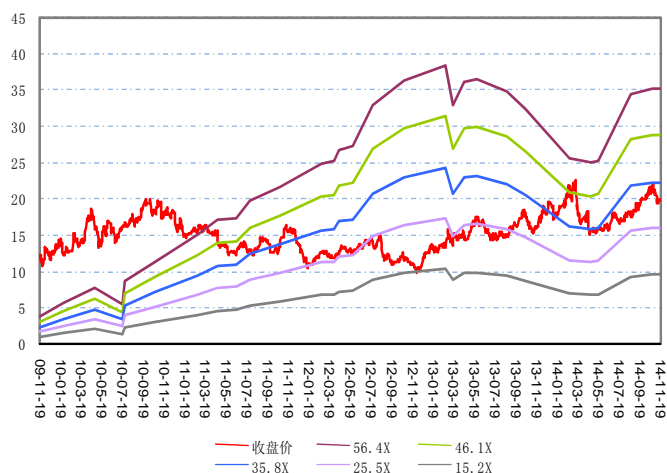
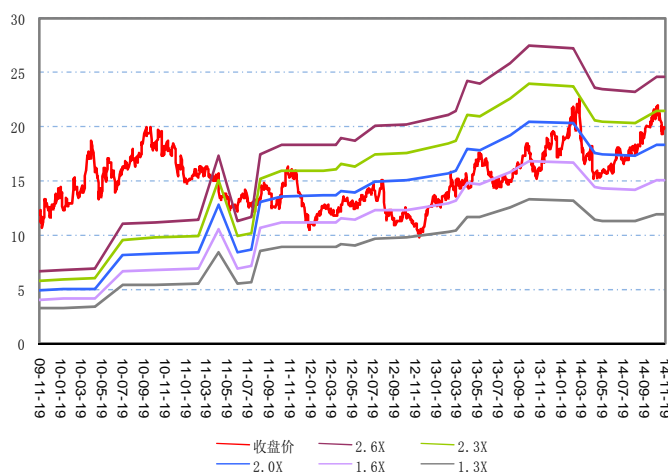


图 25 近年公司 PB-BAND 情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

七、风险提示

- 市场竞争加剧的风险
- 原材料价格波动的风险
- 医疗器械销售渠道开拓不畅的风险

附： 公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	44.00	280.90	496.73	541.69	776.72		营业收入	628.72	585.87	570.72	635.81	725.15
应收和预付款项	172.58	172.79	122.33	200.81	167.86		减：营业成本	415.44	396.96	384.66	425.18	480.82
存货	46.66	60.78	36.77	69.27	51.11		营业税金及附加	3.52	3.34	3.14	3.55	4.13
其他流动资产	4.82	105.84	105.84	105.84	105.84		营业费用	24.93	29.12	28.31	31.58	36.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		管理费用	50.19	50.52	48.91	54.34	61.93
投资性房地产	72.19	74.81	66.54	58.26	49.99		财务费用	2.02	-2.69	-5.45	-3.76	-3.43
固定资产和在建工程	210.75	228.22	188.77	149.31	109.85		资产减值损失	17.93	16.17	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	330.71	252.06	243.71	235.37	227.02		加：投资收益	5.16	-10.62	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	549.48	860.07	859.17	858.27	858.27		公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1431.20	2035.48	2119.87	2219.83	2347.67		其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	7.93	0.00	0.00	0.00		营业利润	119.84	81.85	111.15	124.92	145.37
应付和预收款项	150.57	135.13	147.47	160.10	189.04		加：其他非经营损益	17.12	11.29	25.00	25.00	25.00
长期借款	3.73	3.20	3.20	3.20	3.20		利润总额	136.96	93.14	136.15	149.92	170.37
其他负债	20.54	28.53	28.53	28.53	28.53		减：所得税	21.87	11.92	20.12	22.18	25.11
负债合计	174.84	174.79	179.20	191.83	220.77		净利润	115.09	81.21	116.03	127.74	145.26
股本	151.34	176.76	176.76	176.76	176.76		减：少数股东损益	0.37	0.01	0.02	0.02	0.02
资本公积	855.48	1380.20	1380.20	1380.20	1380.20		归属母公司股东净利润	114.72	81.20	116.01	127.72	145.24
留存收益	246.85	301.53	381.51	468.82	567.69							
归属母公司股东权益	1253.67	1858.50	1938.47	2025.78	2124.65							
少数股东权益	2.70	2.18	2.20	2.22	2.25		业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股东权益合计	1256.36	1860.68	1940.68	2028.00	2126.90		EBITDA	163.34	116.10	184.00	193.26	208.78
负债和股东权益合计	1431.20	2035.48	2119.87	2219.83	2347.67		净利润	114.72	81.20	116.03	127.74	145.26
							EPS	0.65	0.46	0.66	0.72	0.82
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		BPS	7.09	10.51	10.96	11.46	12.02
经营性现金净流量	97.80	82.44	58.05	88.81	109.13		PE	30.77	43.48	30.30	27.78	24.39
投资性现金净流量	-13.86	-354.02	2.17	4.98	16.13		PB	2.82	1.90	1.82	1.75	1.66
筹资性现金净流量	-81.22	271.56	-57.16	20.10	10.16		EV/EBITDA	14.43	19.90	11.70	10.90	8.97
现金流量净额	1.88	-1.38	3.06	113.89	135.42		股息率	0.009	0.008	0.010	0.011	0.012

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

分析师承诺

责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼(陆家嘴商务广场)

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com