

2015年1月8日

健盛集团 (603558.SH)

公司新股定价

证券研究报告

## 中高档棉袜出口龙头，募投项目解决产能瓶颈

■国内棉袜生产领先企业：公司从事各类棉袜的生产及销售，主要采用 ODM、OEM 的生产模式，为冈本、伊藤忠、迪卡侬等国际厂商生产供应 PUMA、FILA、MIZUNO、NEW BALANCE 等品牌及 TOPVALU、UNIQLO、无印良品等卖场自有品牌袜类产品。公司目前拥有 2400 多台自动编织机，目前年产能约为 1.4 亿双。2014 年上半年公司实现营业收入和净利润 2.88 亿元和 0.39 亿元。2011 年至 2013 年公司营业收入和净利润复合增速分别为 18.6% 和 20.1%。

■行业盈利水平有望提高，国际市场稳定增长：棉袜生产所需的原料主要有棉纱等，2014 年以来原材料价格的下降有助于行业毛利率回升。根据 OXYLANE 统计及预测，2010 年全球袜子销售量达到 620 亿双，销售额达 920 亿欧元；2007-2015 年亚太及拉美的棉袜市场复合增速约为 3.5%、3.0%，欧洲/美国/日本等国家的棉袜复合增速约为 1%。

■把握优质客户群，逐步开拓国内市场：公司主营 ODM、OEM 模式，主要客户是国际名牌。优质客户群保证了公司产品的需求量稳定，附加值高。目前生产以外销为主，正在通过经营自主品牌和加强国际品牌在国内的销售逐步开拓国内市场。

■本次募集项目将扩充产能，改善财务状况：两项产能扩充项目全部达产后将新增中高档棉袜产能 9000 万双，两个项目将提升公司产能 65.7%，同时提高中高档产品的比例，解决产能不足的状况，快速提高公司的市场地位。

■盈利预测与估值：我们预计公司 2014-2016 三年净利润增长率分别为 16.1%/9.2%/17%，摊薄后 EPS 分别为 1.09 元/1.20 元/1.4 元。据可比上市公司 2015 年 PE 估值对比，我们建议询价区间为 18.00-26.40 元，定价区间 21.60-28.80 元，对应 2015 年 PE 为 18-24 倍。

■风险提示：1) 海外出口汇率风险；2) 客户集中度较高的风险；3) 纺织产业转移风险；4) 出口退税风险；5) 原材料价格波动风险。

询价区间： 18.00-26.40 元  
定价区间： 21.60-28.80 元

### 发行数据

总股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
网下发行(万股)	1,200
网上发行(万股)	800
保荐机构	
发行日期	2015-1-15
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

张茂义	72.00%
胡天兴	6.30%
杭州普裕投资有限公司	5.83%
姜凤	4.50%
李卫平	4.50%
江山普裕投资有限公司	4.17%
周水英	2.70%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

苏林洁 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450514110002  
sulj@essence.com.cn  
021-68763865

### 相关报告

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	444.7	558.3	640.9	681.5	796.0
净利润	65.3	75.4	87.6	95.6	111.9
每股收益(元)	1.09	1.26	1.09	1.20	1.40
每股净资产(元)	4.06	4.80	9.05	9.88	10.86

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	28.7%	28.1%	27.9%	28.8%	29.0%
净利润率	14.7%	13.5%	13.7%	14.0%	14.1%
净资产收益率	26.8%	26.2%	12.1%	12.1%	12.9%
ROIC	22.3%	22.6%	20.3%	23.1%	16.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

图 1: 2011-2014h 公司营业收入和净利润及增速	3
图 2: 公司主要产品工艺流程	3
图 3: 公司产品示意图	3
图 4: 公司股权结构	4
图 5: 2010 年以来国内及国际棉花价格变化	4
图 6: 2014 年以来国内及国际棉花价格变化	4
图 7: 2010 年全球袜子销售额区域饼图	5
图 8: 2010 年全球袜子销售量区域饼图	5
图 9: 日本国内棉袜生产数量及进口率	5
图 10: 城镇、农村居民人均年度衣着消费支出及增速	6
图 11: 公司营收与净利润及其增速	7
图 12: 公司对外出口情况 (单位: 万元)	7
图 13: 公司各类产品毛利率情况	7
图 14: 公司营业成本组成情况	7
图 15: 公司与行业竞争对手毛利率对比	8
图 16: 2011 年以来公司期间费用率变化情况	8
图 17: 行业可比上市公司销售费用率	8
图 18: 公司存货周转率与应收账款周转率 (次/年)	9
图 19: 公司经营性现金流情况 (万元)	9
图 20: 2013 年主营业务收入结构按地区分 (%)	9
图 21: 2013 年公司营收和销量结构按客户分 (%)	9
图 22: 信息化系统全面覆盖公司的生产流程	10
图 23: 全球袜子销售增长率 (%)	11
图 24: 内销收入、占比及自主品牌收入比例 (百万元, %)	11
图 25: 公司向拥有国内市场的客户的销售情况 (百万元)	11
图 26: 补充运营资金项目实施前后公司偿债能力指标变动情况 (%)	13
表 1: 公司产品对外出口情况	4
表 2: 本次 IPO 前后股本结构对比 (万股, %)	4
表 3: 国际棉袜市场主要生产厂商情况	6
表 4: 公司主要客户情况	9
表 5: 公司通过的管理体系认证	10
表 6: 公司获得的验厂资质	10
表 7: 公司的拥有国内市场的客户情况	11
表 8: 募集资金项目	12
表 9: 项目产出计划 (万双)	12
表 10: 盈利预测表 (货币单位: 百万元, 数量单位: 百万双, 价格单位: 元/双)	错误!未定义书签。

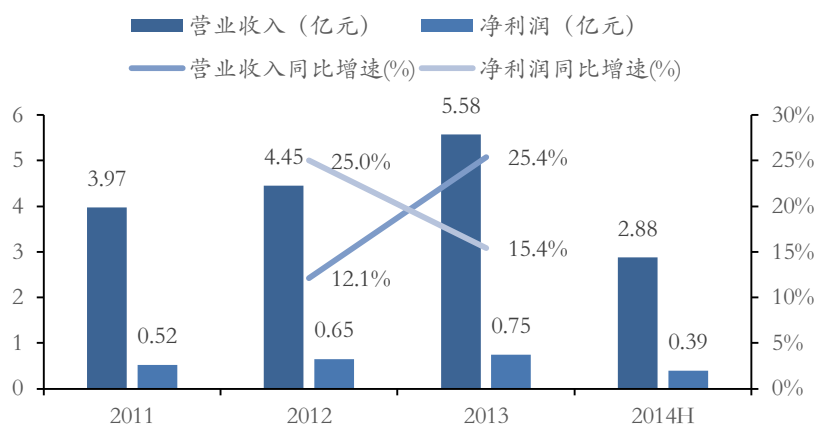
## 1. 公司概况

### 1.1. 国内棉袜生产领先企业

公司地处浙江杭州萧山，从事各类棉袜的生产及销售，主要采用 ODM、OEM 的生产模式，为冈本、伊藤忠、迪卡侬等国际厂商生产供应 PUMA、FILA、MIZUNO、NEW BALANCE 等品牌及 TOPVALU、UNIQLO、无印良品等卖场自有品牌袜类产品。公司目前拥有 2400 多台自动编织机，目前年产能约为 1.4 亿双。

2014 年上半年公司实现营业收入和净利润 2.88 亿元和 0.39 亿元。2011 年至 2013 年公司营业收入和净利润复合增速分别为 18.6% 和 20.1%。

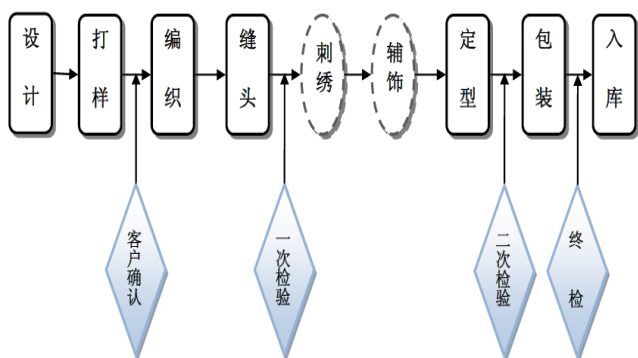
图 1：2011-2014h 公司营业收入和净利润及增速



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司产品主要包括短筒袜、中筒袜、长筒袜、连裤袜等棉袜产品，除生产常规棉袜以外，还生产各类体育用袜，如高尔夫袜、滑雪袜、网球袜、跑步袜等；同时生产多种特殊功能袜，如双罗口袜、紧身袜、竹纤维袜、红外线保暖袜、抗菌防臭袜等。生产过程以编织、缝头、定型为主，公司的主要生产工艺和生产过程中，对环境的污染较小，重大环保风险较小。

图 2：公司主要产品工艺流程



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 3：公司产品示意图



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司目前在棉袜出口市场中所占的份额较高，且产品单价高于行业平均水平。根据中国海关提供的数据，2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年 1-5 月公司出口棉袜分别位居国内棉袜类企业出口金额第二位、第四位、第四位和第三位。

表 1: 公司产品对外出口情况

排名	2014 年 1-5 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	出口金额	出口数量	出口金额	出口数量	出口金额	出口数量	出口金额	出口数量
国内棉袜总出口	3	6	4	5	4	3	2	2
对欧洲棉袜出口	1	3	1	4	2	4	3	6
对日本棉袜出口	2	3	4	3	3	3	5	5
对大洋洲棉袜出口	2	2	2	2	2	2	2	2

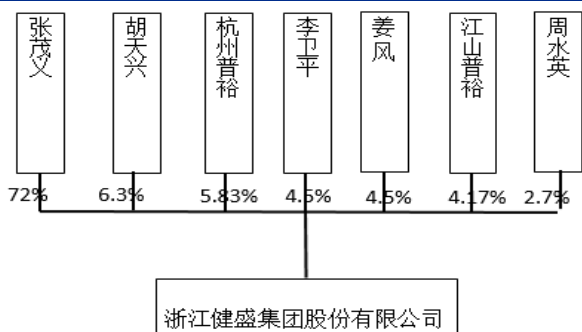
数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

## 1.2. 股权结构

截至招股意向书签署日, 持有公司5%以上股份的主要股东为张茂义、胡天兴先生。张茂义先生担任公司董事长、总经理, 直接持有公司72%的股份, 为公司实际控制人。胡天兴先生担任公司董事、财务总监。

公司本次发行前总股本为6000万股, 本次拟公开发行普通股不超过2000万股, 发行后公司总股本不超过8000万股。本次公开发行的股份不低于发行后总股本的25%。

图 4: 公司股权结构



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

表 2: 本次 IPO 前后股本结构对比 (万股, %)

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数	比例	持股数	比例
张茂义	4320	72%	4320	54%
胡天兴	378	6.3%	378	4.725%
李卫平	270	4.5%	270	3.375%
其他	1032	17.2%	1866.32	12.9%
本次发行股数	-	-	2000	25%
合计	6000	100%	8000	100%

数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

## 2. 棉袜行业需求与未来盈利能力仍具提升空间

### 2.1. 棉花价格下降, 行业毛利率有望回升

棉袜生产所需的原料主要有棉纱、毛纱、尼龙、氨纶包覆纱等, 其中最主要的原料是棉纱, 而棉纱的价格取决于棉花的市场价格。2014年以来由于中国政府取消临时收储政策, 国内328棉花价格一度由19000元/吨下滑至13000元/吨, 原材料价格的下降有助于行业毛利率回升。

图 5: 2010 年以来国内及国际棉花价格变化

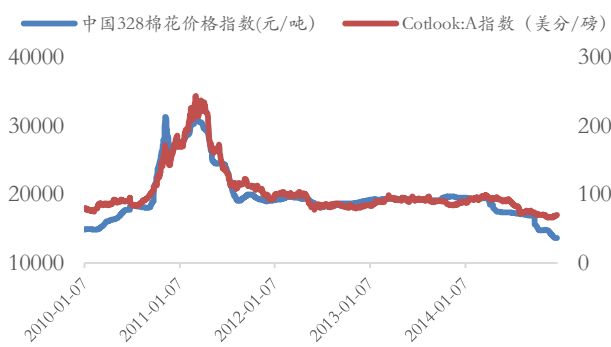
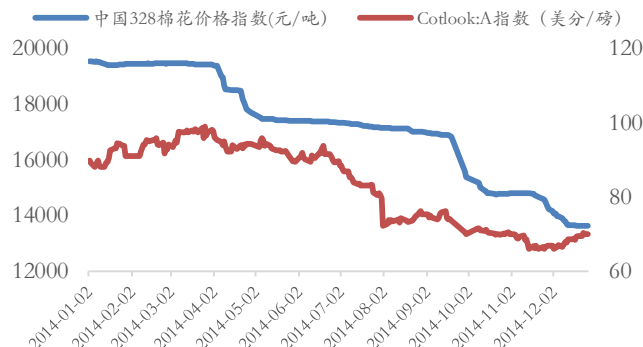


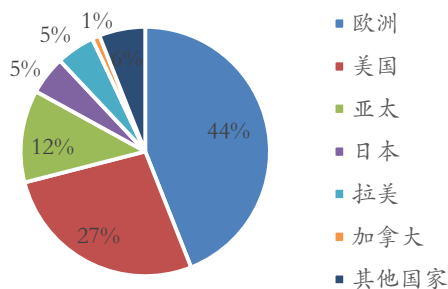
图 6: 2014 年以来国内及国际棉花价格变化



## 2.2. 国际棉袜市场稳定增长，发达国家以进口为主

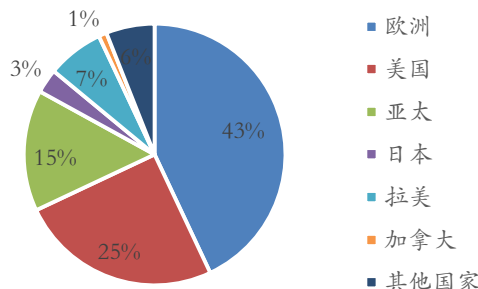
袜子是生活中必不可少的消费品，具有单价低、需求大的特点。根据OXYLANE统计，2010年全球袜子销售量达到620亿双，销售额达920亿欧元，市场容量巨大，且呈逐年递增趋势。除日本、欧美等发达国家年消费量基本趋向饱和外，其他地区都还在不断增长。根据OXYLANE的预测，2007年至2015年亚太及拉美的棉袜市场复合增长率约为3.5%、3.0%，而欧洲、美国、日本等国家的棉袜市场复合增长估计约为1%。

图 7: 2010 年全球袜子销售额区域饼图



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

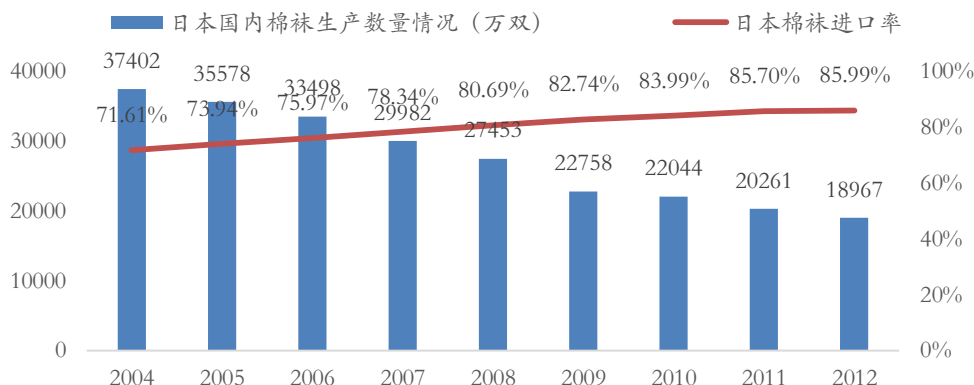
图 8: 2010 年全球袜子销售量区域饼图



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

袜子制造行业起源于欧美，但随着经济全球化的不断深入，袜子制造产业的国际分工趋势也日益明显。日本、欧美等国家在设计、研发和营销方面占据主导地位，而发展中国家凭借原材料、劳动力资源的优势，在生产制造环节中突显出较强的市场竞争力。由于原材料及劳动力成本高昂，当前发达国家的棉袜消费以进口为主。以日本为例，日本是全世界对棉袜质量要求最高的国家，需求量非常庞大，但日本国内的棉袜生产量正在逐年减少，与此同时进口数量在不断扩大。据日本袜业协会统计，2012年日本棉袜消费量13.37亿双，其中国内生产1.90亿双，比2011年下降6.39%；棉袜进口数量占其消费量的比例为85.99%，比2011年上涨0.29个百分点。

图 9: 日本国内棉袜生产数量及进口率



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

## 2.3. 国际棉袜生产产能较分散

世界中高档棉袜生产企业主要为欧洲企业以及国内的一些合资企业，如 GELAL SOCKS 公司、NEMAR S.P.A.公司、北京快鹿织造有限公司、烟台厚木华润袜业有限公司、浙江梦娜袜业股份有限公司等。



表 3: 国际棉袜市场主要生产厂商情况

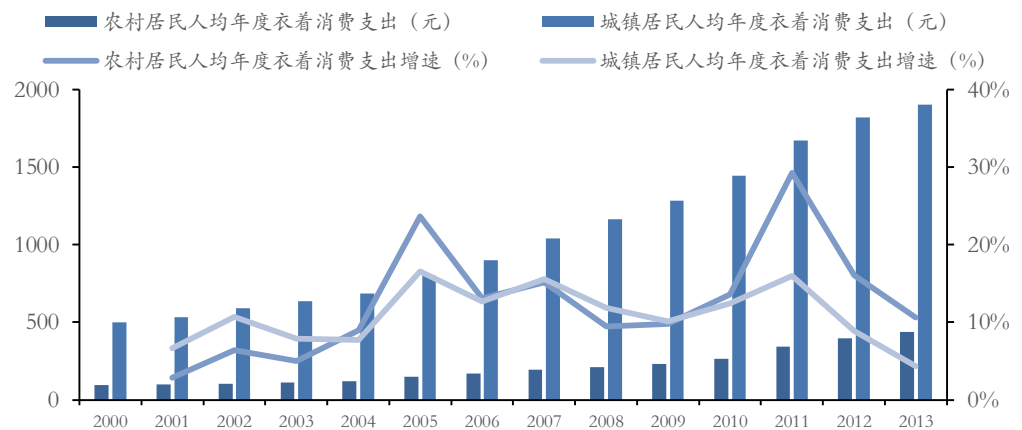
公司名称	所处国家	公司占地面积 (万平方米)	拥有编织机数量	年销售额	出口数量 (万双)	产品主要销售区域
GELAL SOCKS	土耳其	3.3	-	-	-	-
NEMAR S.P.A.	意大利	2.5	-	1550 万欧元 (2010)	-	欧洲
北京快鹿织造有限公司	中国	3.5	500+	-	3000	日本
烟台厚木华润袜业有限公司	中国	5.6	700+	-	2200	日本
浙江梦娜袜业股份有限公司	中国 义乌	45	4000	-	10000	中国、北美、欧洲
浙江健盛集团股份有限公司	中国 杭州	11.3	2400+	5.5 亿人民币 (2013)	12000+	日本、欧洲、大洋洲

数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

## 2.4. 国内棉袜市场仍具潜力

国内人口基数庞大以及收入水平提高使得作为必需品的棉袜市场也保持了稳步增长。根据《中国统计年鉴》，2000-2012 年城镇居民人均消费水平年平均增长速度为 10.56%，2012 年城镇居民人均衣着类消费性支出为 1823.39 元，其在城镇居民人均年消费中的占比为 10.94%，且相比国外，我国棉袜产品的消耗水平较低。据了解，美国人均消耗棉袜是我国的 6 倍，而欧洲是我国的 3-4 倍，国内棉袜市场仍然具备一定的成长空间。

图 10: 城镇、农村居民人均年度衣着消费支出及增速



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

## 2.5. 国内棉袜行业较为分散，集中度有望提高

国内棉袜生产行业基本竞争格局以中小微型企业为主，其定位于低档产品，市场竞争激烈。总体来说，内销市场竞争比出口市场更激烈，低档产品竞争比高档产品更激烈。具体特点包括：

- (1) 行业较为分散。大多数棉袜企业为小微型企业，生产规模小，分散在浙江、江苏、广东等地。未来行业集中度有望提高。
- (2) 产品低档化。一方面由于企业规模小，生产设备陈旧，工艺技术落后；另一方面由于缺乏自行开发的能力，同质化竞争严重，难以进入国内外高端市场。
- (3) 中高档棉袜市场竞争相对平稳。中高档棉袜市场不但需要先进的设备、管理理念和生产技术，更要求创新研发能力和市场营销能力。而具有此类能力的国内企业

数量并不多。

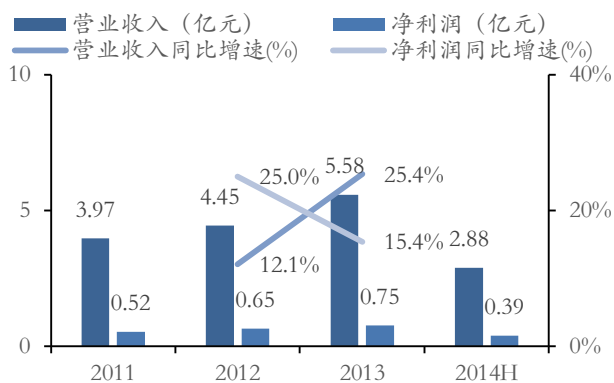
### 3. 历史业绩回顾

#### 3.1. 公司以外销为主，增长较为稳健

2014年上半年公司实现营业收入和净利润 2.88 亿元和 0.39 亿元。2011 年至 2013 年公司营业收入和净利润复合增速分别为 18.6%和 20.1%。

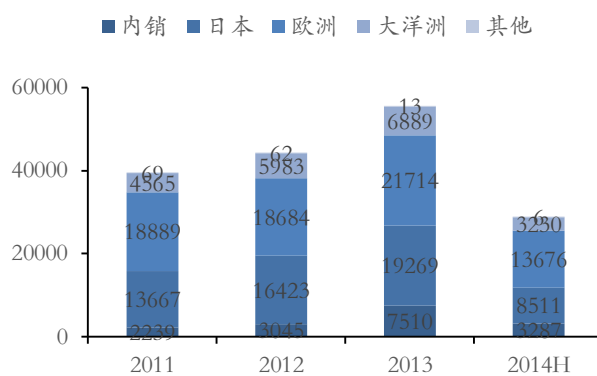
公司产品以外销为主，2011-2013 年公司出口收入分别为 3.7 亿元、4.1 亿元、4.8 亿元，占主营业务收入的比例分别达 94.08%、93.11%、86.44%。公司产品主要出口日本和欧洲市场，2011-2013 年两个市场合计占主营业务收入的比例分别为 82.35%、79.43%、73.99%。公司内销收入占比较低，但受益于公司的主要客户冈本、迪卡侬、道步等公司在国内扩张，增长速度较快。

图 11: 公司营收与净利润及其增速



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 12: 公司对外出口情况 (单位: 万元)



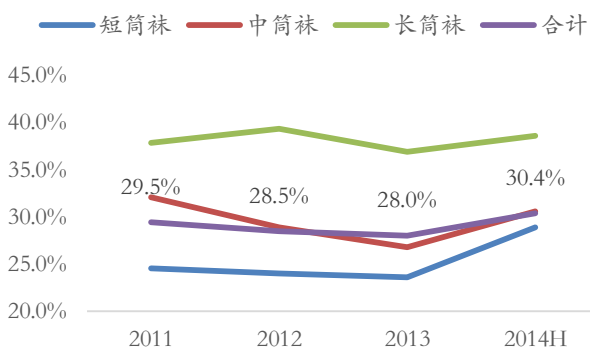
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

#### 3.2. 毛利率近年来有所回升

受到下游需求低迷、劳动力等成本上升影响，公司各类产品毛利率在 2011-13 年间略有下滑，14 年以来由于棉花等原材料价格大幅下降，毛利率有所回升。2014 年上半年公司综合毛利率达到 30.4%，为近年来高位。

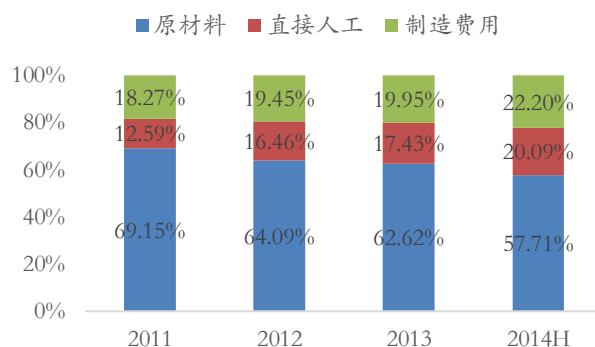
公司主要原材料纱线占当期原材料采购总额的比例在 70%左右。由于纱线价格波动较大，对公司合理控制生产成本及保持主营业务利润的稳定增长造成了一定影响。整体来看，原材料价格下跌使得原材料占整体成本的比例减少，而人工与制造费用占比有所上升。

图 13: 公司各类产品毛利率情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

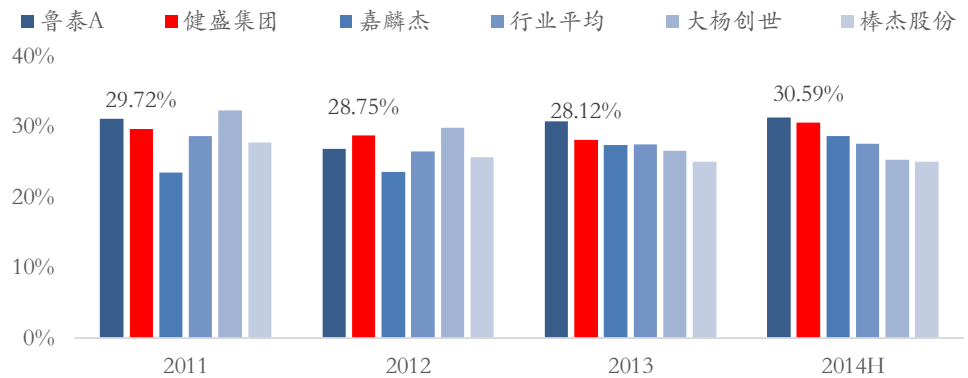
图 14: 公司营业成本组成情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

横向来看，公司综合毛利率处于行业较高水平，体现了公司产品较高的附加值，以及公司在国际市场具有较强的议价能力。

图 15: 公司与行业竞争对手毛利率对比



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

### 3.3. 期间费用率平稳

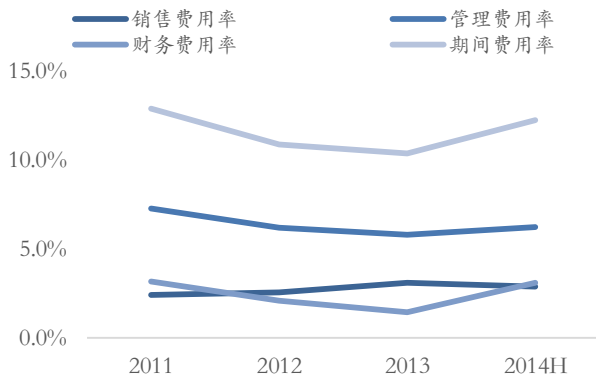
报告期内各期, 期间费用总额占当期营业收入的比例分别为 12.86%、10.86%、10.36%和 12.22%, 期间费用占营业收入比例基本保持稳定。

其中, 公司销售费用分别为 964.18 万元、1146.89 万元、1741.41 万元和 835.03 万元, 销售费用率分别为 2.43%、2.58%、3.12%、2.90%, 低于行业平均水平。

公司管理费用分别为 2881.27 万元、2756.57 万元、3235.75 万元和 1793.49 万元, 管理费用率分别为 7.2%、6.2%、5.8%、6.2%。

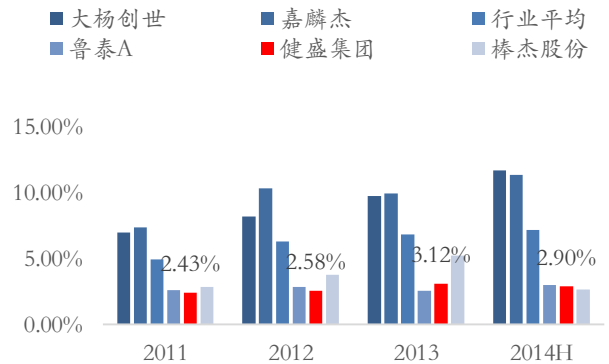
公司财务费用分别为 1267.11 万元、926.44 万元、805.00 万元和 893.36 万元, 财务费用率分别为 3.2%、2.1%、1.4%、3.1%。

图 16: 2011 年以来公司期间费用率变化情况



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 17: 行业可比上市公司销售费用率



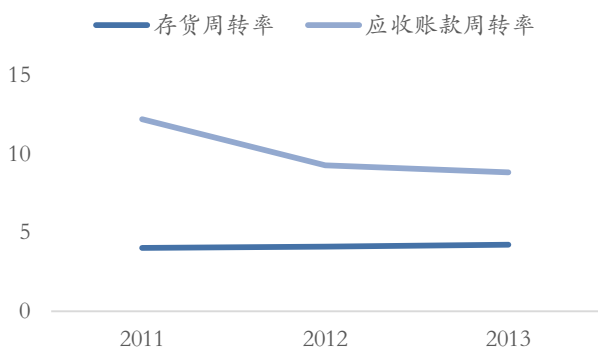
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

### 3.4. 存货周转率稳定, 应收周转率下降, 经营性现金流稳定

2011-2013 年公司存货周转率基本保持稳定, 约为 4 次/年; 应收账款周转率有所下滑, 由 11 年 12.23 次/年下降至 8.85 次/年, 主要因为公司 2011 年以来对部分客户调整了信用期; 经营活动产生的现金流量净额较高, 11-13 年分别为 8641.65 万元、6525.66 万元、9885.10 万元。

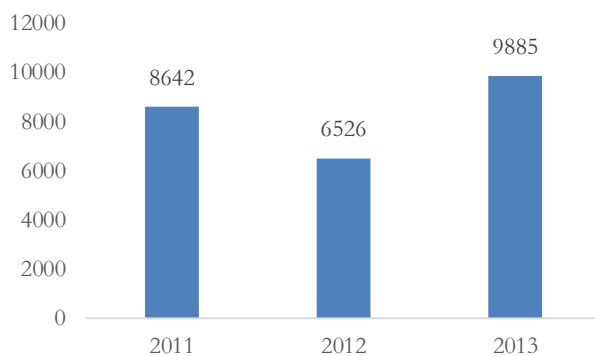


图 18: 公司存货周转率与应收账款周转率 (次/年)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 19: 公司经营性现金流情况 (万元)



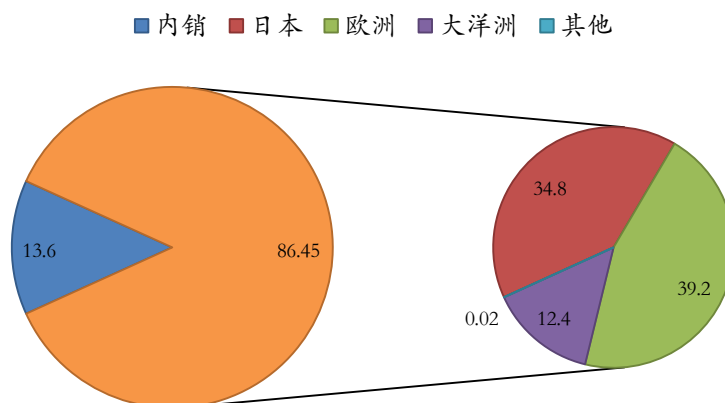
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

## 4. 把握优质客户群, 生产管理水平高, 逐步开拓国内市场

### 4.1. 主营 ODM、OEM 模式, 资质健全, 把握住国际品牌商

公司主要经营 ODM、OEM 模式。公司合作对象为世界品牌商和零售商自有品牌, 主要销往海外。2013 年外销比例达到 86.45%, 产品主要销往日本、欧洲和大洋洲。

图 20: 2013 年主营业务收入结构按地区分 (%)



数据来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

公司的主要客户为道步、迪卡侬、冈本、太平洋、伊藤忠、麦德龙, 这 6 家客户在 2013 年的收入总和占全部收入的 87.5%, 均是国际著名的品牌商或者零售商, 形成了公司以日本、欧洲、大洋洲为主体的销售渠道。公司与这些优质客户建立了长期稳定的合作关系。受于此, 公司产品的需求量稳定, 毛利率较高, 议价能力较强。

图 21: 2013 年公司营收和销量结构按客户分 (%)

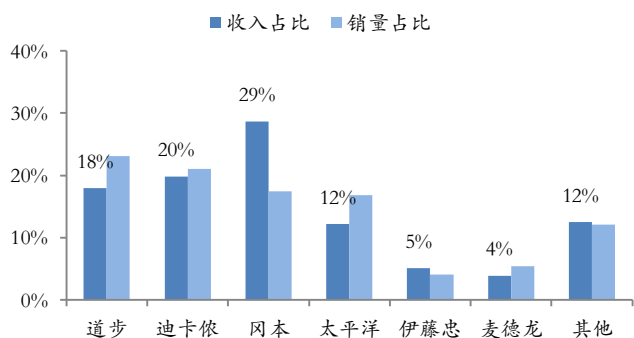


表 4: 公司主要客户情况

客户	国家	2011 年棉袜销售成绩	与公司开始合作年份
迪卡侬	法国	1 亿双	2004
冈本	日本	1.5 亿双	2002
道步	欧洲	1.1 亿双	2009
太平洋	澳大利亚	4200 万双	2001
伊藤忠	日本	40-50 亿日元	2008
麦德龙	德国	800 万美元	2000

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

取得世界知名品牌企业的ODM、OEM 供应商资格时时，公司的生产水平和管理体系都将接收严格的审核。管理体系方面公司取得了众多知名的管理资质证书，取得了进入欧美日目标市场的通行证，建立健全了质量、环境、社会责任等管理体系以满足高端客户的要求。另外品牌商会对供应商进行“验厂”审核后，确认验厂资质后才能进入长期考察或合作阶段。目前公司已获得了多项国际名牌的验厂资格。健全的资质保证公司在中高端市场的客户群稳定扩张。

表 5：公司通过的管理体系认证

名称	认证机构	认证内容
ISO9001:2008	CNAS、IAF、方圆标志	质量管理体系
ISO14001:2004	CNAS、IAF、方圆标志	环境管理体系
GB/T28001:2001	CNAS、方圆标志	职业健康与安全管理体系
SA8000:2008	Bureau Veritas Certification	社会责任管理体系

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

表 6：公司获得的验厂资质

客户	部分品牌名称
道步	PUMA、Levi's
太平洋	BONDS、JOCKEY
家乐福	TEX
迪卡侬	Kalenji、Quechua
麦德龙	Manguun、Emotions
冈本株式会社	TOPVALI、UNIQLO
伊藤忠商事株式会社	FILA、NEW BALANCE
喜多株式会社	ADIDAS
福助株式会社	WRANGLER
KB 福助株式会社	无印良品

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

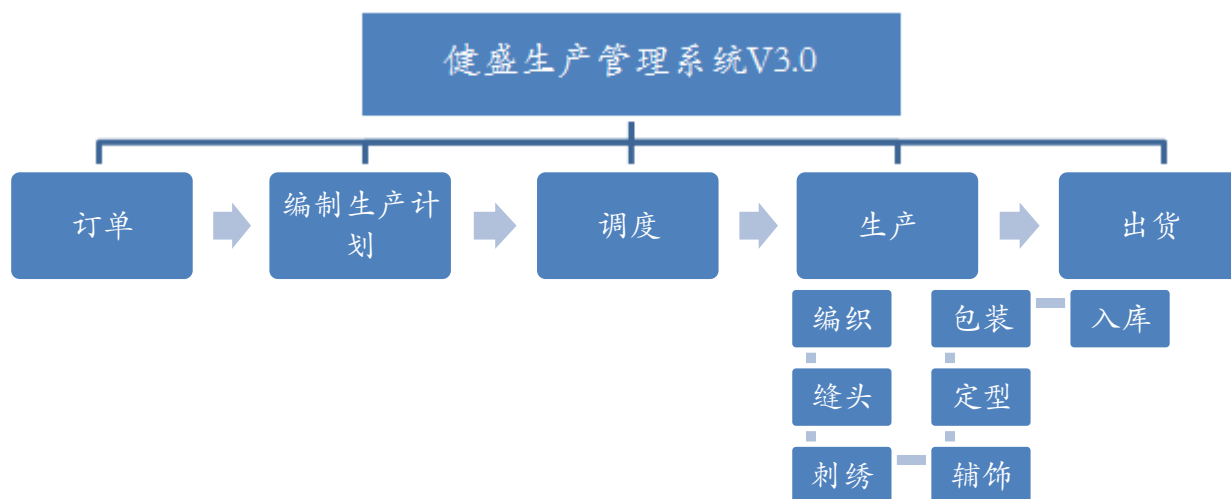
#### 4.2. 引入信息化管理系统，进行现代化生产运营

棉袜行业是一个传统产业，以手工工艺为主，规模生产化后容易存在运营低效的问题。公司较早地引入信息化管理系统——健盛生产管理系统V3.0，用以优化生产、销售、物流信息的畅通和资源的配置。

该系统软件快速的实现生产计划编制、调度、生产与出货情况跟踪等数据处理，主要对生产定单、生产各工序等环节进行管理。公司在2010年取得该系统的软件著作权，目前其作为核心技术在生产中使用。

信息化系统的运用使得公司具备快速的订单反应能力，以适应棉袜短单款式多、批量小、批次多、交期短的特点。对于每个短单公司都快速定制了相应的生产方案，安排相应的生产流程，以确保多个工序协同合作，并通过健盛生产管理系统V3.0 准确地了解各个工序的完成进度，以确保按时、按质完成订单。目前，公司已做到新订单一旦确定，当天就能制定相应的生产方案并完成所有相应生产计划的调整。

图 22：信息化系统全面覆盖公司的生产流程



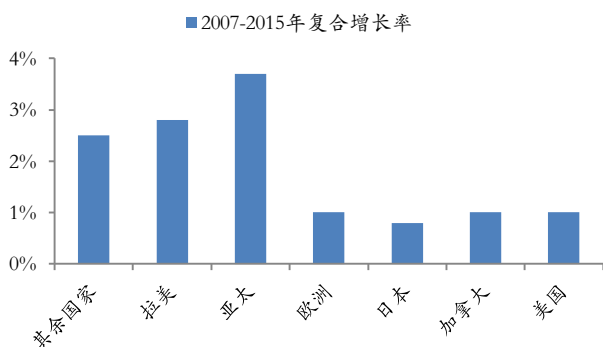
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

信息化系统的引入提高了内部管理沟通效率，加快物流周转和财务成本信息反馈速度，降低生产成本。公司利用科技创新提升传统加工制造业的生产模式，形成竞争优势。

### 4.3. 开拓国内市场，经营自主品牌初见成效

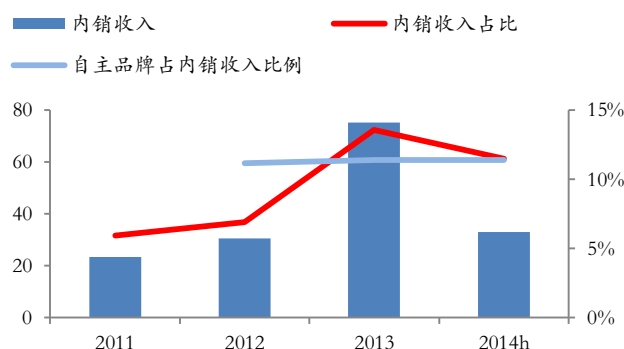
中国是袜子消费增长最快的市场，中国所在的亚太地区2007-2015年袜子销售复合增长率超过3.5%。尽管公司产品以外销为主，但国内市场的潜力不容忽视。所以近年来公司开拓国内市场的步伐加快。内销比例从2011年的6%提升至2014年中期的11%。内销金额较小但是增长较快。目前公司开拓国内市场主要通过经营自主品牌和加强国际品牌在国内的销售。

图 23: 全球袜子销售增长率 (%)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 24: 内销收入、占比及自主品牌收入比例(百万元,%)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

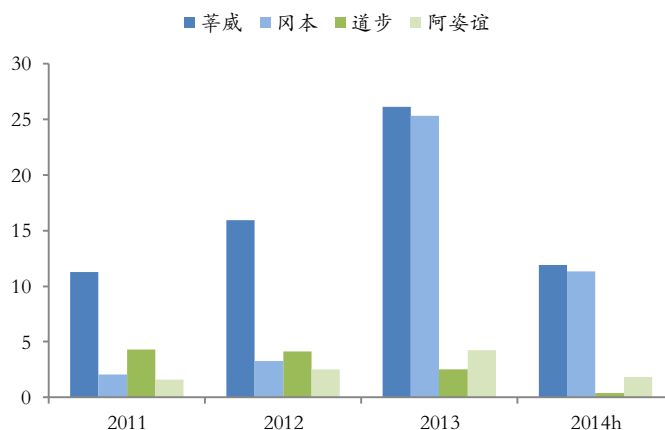
自主品牌方面，公司充正在积极开拓“万盛”等自主品牌棉袜在国内的销售。公司成立了国内市场拓展部，并逐步建立了以区域代理制为核心的分销渠道系统。目前，经销区域已遍布全国27个省、市、自治区。自主品牌占内销比例保持在11%，经营逐渐成规模。另一方面，由于与公司合作的部分国际品牌在中国有着很好的销售规模，国际品牌内销增长成为了公司开拓国内市场的主要增长点。其中，迪卡侬和冈本贡献的公司内销金额快速增加，并且相应产品的单价和毛利率较高，带动公司收入提升。

表 7: 公司的拥有国内市场的客户情况

上海莘威运动品有限公司	迪卡侬全资子公司，从事迪卡侬中国市场的销售
冈本制袜(张家港)有限公司	冈本在中国的生产工厂，从事部分产品中国市场的销售
道步贸易(上海)有限公司	道步子公司，从事道步中国市场的销售
阿姿谊(上海)针织有限公司	厚木株式会社全资子公司，从事外销日本产品的采购和检品及中国市场的销售

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 25: 公司向拥有国内市场的客户的销售情况 (百万元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 5. 募集项目分析

公司拟向社会公开发行不超过2000万股人民币普通股。募集资金主要用于以下3个项目，总计投资额4.3亿元。

表 8: 募集资金项目

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入完成时间
年新增 1200 万双高档棉袜生产线技改项目	5020	12 个月
年新增 7800 万双中高档棉袜生产线技改项目	26230	24 个月
补充营运资金项目	3300	
合计	34550	

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

### 5.1. 棉袜生产线技改项目

公司目前存在产能不足的情况。截止2013年末, 公司拥有各类编织机2330台, 产能达到1.37亿双, 当年产能利用率达到97.49%, 产能接近饱和。公司每年通过外协加工的棉袜均超过四百万双; 同时, 公司每年因产能不足推诿的订单量亦达上百万双。为解决因产能有限而流失客户的问题, 公司迫切需要大规模增加产能, 打破产能瓶颈。

从公司产品需求上看目前已经是产能升级的时机, 公司在2013年的产销率达到97.33%, 与主要客户的合作关系稳定。此外, 公司的现有客户中迪卡侬、PUMA品牌加速在国内的销售, 新客户方面公司已获得UNIQLO、JUSCO、无印良品等知名品牌的验厂资质, 未来产品需求不断扩张。

本次募集项目中有两项棉袜生产线技改项目, 全部达产后将新增中高档棉袜产能 9000 万双。两个项目将提升公司产能 65.7%, 同时提高中高档产品的比例。公司的市场地位有望随着本次项目进一步提高。

表 9: 项目产出计划 (万双)

项目产品	第一年	第二年	第三年	第四年
高档棉袜	建设期	840	1200	1200
中高档棉袜	建设期	建设期	5460	7800

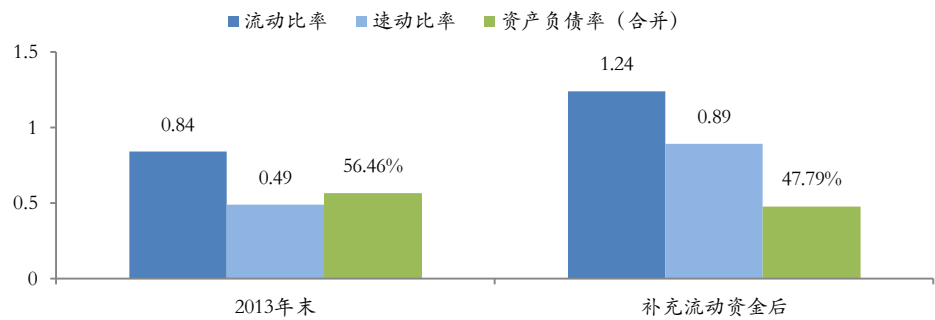
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

### 5.2. 补充运营资金项目

公司的资本性投入较大, 主要为了增加机器设备和新建厂房。2011-2013 年, 公司用于购建固定资产、土地、收购子公司少数股权等长期投资支出分别为9,407.62 万元、7,234.73 万元和13,347.62 万元。目前公司的主要融资渠道为银行贷款, 随着生产规模继续扩大, 公司继续通过银行增加融资规模的空间有限。

截止2013年末, 公司的流动比率、速动比率、资产负债率分别为0.84、0.49、56.46%, 在行业内偿债能力较低。经测算, 补充运营资金项目实施后将提高流动比率、速动比率至1.24、0.89, 降低资产负债率至47.79%, 将一定程度上改善公司的财务状况, 降低运营风险。

图 26: 补充运营资金项目实施前后公司偿债能力指标变动情况 (%)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测假设

我们对健盛集团进行盈利预测的基本假设包括:

- (1) 公司 2014-2016 年产能利用率分别为 98%、100%、100%，产销率分别为 102%、100%、100%；随着国内市场继续拓展，内销占比逐年提高，2014-2016 年分别为 9%、10%、12%。
- (2) 2014-2016 年外销毛利率分别为 26.2%、27%、28%，内销毛利率分别为 36%、36%、36%。
- (3) 2014-2016 年销售费用率分别为 3.2%、3.5%、3.8%；管理费用率分别为 6%、7%、6.5%；税率为 25%、25%、25%。

### 6.2. 相对估值

我们预计公司 2014-2016 三年净利润增长率分别为 16.1%/9.2%/17%，摊薄后 EPS 分别为 1.09 元/1.20 元/1.4 元。

A 股可比上市公司鲁泰 A、棒杰股份、嘉麟杰、大杨创世 2015 年 PE 估值均值为 20.5 倍，港股可比上市公司魏桥纺织、天虹纺织、德永佳集团、申洲国际 2015 年估值均值为 9.8 倍，相对来说国内纺织出口类公司估值略高，我们建议询价区间为 18.00-26.40 元，定价区间 21.60-28.80 元，对应 2015 年 PE 为 18-24 倍。

表 10: A 股可比公司 PE

	2013	2014E	2015E	2016E
鲁泰 A	11.5	10.5	9.3	8.4
棒杰股份	70.6			
嘉麟杰	37.0	32.6	28.2	24.7
大杨创世	35.9	32.0	24.0	20.2
<b>均值</b>	<b>38.7</b>	<b>25.0</b>	<b>20.5</b>	<b>17.8</b>

数据来源: Wind、安信证券研究中心 (截止至 2015 年 1 月 8 日)

表 11: 港股可比公司 PE

	2013	2014E	2015E	2016E
魏桥纺织	6.8			
天虹纺织	3.9	12.3	6.9	5.4
德永佳集团	13.6	10.8	9.7	8.7
申洲国际	15.7	14.8	12.8	11.1
<b>均值</b>	<b>10.0</b>	<b>12.6</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>

数据来源: Wind、安信证券研究中心



## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	444.7	558.3	640.9	681.5	796.0	成长性					
减:营业成本	316.8	401.3	462.1	485.2	565.4	营业收入增长率	11.9%	25.6%	14.8%	6.3%	16.8%
营业税费	2.5	3.8	4.5	4.8	5.6	营业利润增长率	28.3%	9.9%	23.4%	8.7%	17.4%
销售费用	11.5	17.4	20.5	25.9	31.8	净利润增长率	27.0%	15.5%	16.1%	9.2%	17.0%
管理费用	27.6	32.4	38.5	47.7	51.7	EBITDA 增长率	16.8%	11.2%	6.9%	6.9%	27.0%
财务费用	9.3	8.1	4.7	-3.1	-2.1	EBIT 增长率	19.1%	7.5%	18.0%	1.6%	18.7%
资产减值损失	1.1	0.9	0.8	1.0	0.9	NOPLAT 增长率	16.1%	8.1%	17.1%	1.6%	18.7%
加:公允价值变动收益	6.1	-4.5	1.2	0.7	-0.9	投资资本增长率	6.8%	30.3%	-10.5%	65.8%	8.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	35.7%	18.2%	151.6%	9.3%	9.9%
营业利润	82.0	90.0	111.1	120.8	141.8	利润率					
加:营业外净收支	4.9	9.7	5.9	6.8	7.5	毛利率	28.7%	28.1%	27.9%	28.8%	29.0%
利润总额	86.9	99.8	117.0	127.6	149.3	营业利润率	18.4%	16.1%	17.3%	17.7%	17.8%
减:所得税	21.5	24.4	29.2	31.9	37.3	净利率	14.7%	13.5%	13.7%	14.0%	14.1%
净利润	65.3	75.4	87.6	95.6	111.9	EBITDA/营业收入	25.9%	23.0%	21.4%	21.5%	23.4%
						EBIT/营业收入	20.5%	17.6%	18.1%	17.3%	17.5%
						运营效率					
资产						固定资本周转天数	157	162	178	171	178
货币资金	50.4	49.1	316.5	139.3	173.8	流动营业资本周转天数	50	45	33	46	46
交易性金融资产	5.7	1.2	2.3	3.1	2.2	流动资产周转天数	156	152	204	232	180
应收帐款	74.2	89.2	63.0	122.5	90.4	应收帐款周转天数	52	53	43	49	48
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	62	61	52	58	56
预付帐款	0.8	0.8	3.4	0.8	3.3	总资产周转天数	385	382	425	480	454
存货	81.9	106.3	80.2	139.4	110.4	投资资本周转天数	257	243	227	269	298
其他流动资产	2.8	9.7	4.2	5.6	6.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	26.8%	26.2%	12.1%	12.1%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.5%	11.4%	10.3%	9.9%	10.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	22.3%	22.6%	20.3%	23.1%	16.5%
投资性房地产	46.1	43.6	43.6	43.6	43.6	费用率					
固定资产	176.9	326.7	305.9	341.3	444.7	销售费用率	2.6%	3.1%	3.2%	3.8%	4.0%
在建工程	63.5	12.5	12.5	148.8	149.4	管理费用率	6.2%	5.8%	6.0%	7.0%	6.5%
无形资产	18.5	18.2	17.8	17.3	16.9	财务费用率	2.1%	1.4%	0.7%	-0.5%	-0.3%
其他非流动资产	3.4	3.6	2.8	2.4	2.0	三费/营业收入	10.9%	10.4%	9.9%	10.3%	10.2%
资产总额	524.2	660.9	852.1	963.9	1,043.2	偿债能力					
短期债务	76.9	111.3	-	-	-	资产负债率	53.6%	56.5%	15.0%	18.0%	16.7%
应付帐款	48.5	57.5	55.8	75.5	71.5	负债权益比	115.3%	129.7%	17.7%	21.9%	20.0%
应付票据	19.0	18.8	15.3	26.6	21.3	流动比率	1.19	0.84	3.68	2.38	2.23
其他流动负债	37.5	115.6	56.6	70.1	80.7	速动比率	0.74	0.49	3.05	1.57	1.59
长期借款	97.5	69.6	-	-	-	利息保障倍数	9.85	12.19	24.65	-38.03	-65.71
其他非流动负债	1.4	0.3	0.6	0.8	0.5	分红指标					
负债总额	280.8	373.2	128.2	173.0	174.0	DPS(元)	-	-	0.33	0.36	0.42
少数股东权益	-	-	0.1	0.2	0.3	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率					
留存收益	183.0	227.4	643.7	710.7	789.0						
股东权益	243.4	287.7	723.9	790.9	869.3						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	65.3	75.4	87.6	95.6	111.9	EPS(元)	1.09	1.26	1.09	1.20	1.40
加:折旧和摊销	24.5	30.6	21.3	28.8	46.4	BVPS(元)	4.06	4.80	9.05	9.88	10.86
资产减值准备	1.1	0.9	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-6.1	4.5	1.2	0.7	-0.9	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	7.9	7.6	4.7	-3.1	-2.1	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	0.1	0.1	0.1	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-25.0	-20.1	44.0	-83.4	49.0	CAGR(%)	13.6%	14.1%	19.3%	13.6%	14.1%
经营活动产生现金流量	65.3	98.9	159.0	38.6	204.4	PAGER	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-71.8	-132.8	-2.2	-201.5	-148.2	ROIC/WACC	3.8	3.8	3.4	3.9	2.8
融资活动产生现金流量	3.6	29.9	110.7	-14.3	-21.6	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏林洁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

