

健盛集团 (603558)

证券研究报告

2017年06月09日

并购俏尔婷婷获得证监会无条件通过，一年一大步

事件：经中国证监会上市公司并购重组委6月8日召开的2017年第28次并购重组委工作会议审核，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过，公司股票自6月9日起复牌。

投资要点：

横向并购利好明显。

公司通过横向并购俏尔婷婷100%股权，在生产端继续发力，在棉袜和无缝贴身衣物制造方面处于行业领先地位，另外在下游客户方面两家公司也有重合，例如优衣库、迪卡侬、H&M、Under Armour等，对未来客户渗透率提升以及新客户开拓上都构成实质利好。

公司17年业绩弹性大，未来有望持续。

从棉袜订单来看，目前已确定的订单量(包括puma, 迪卡侬, H&M, UA, 优衣库等客户)已有2.5亿双；从单价来看，15年公司棉袜均价为3.99元，16年为3.74元，但公司在16年找了不少中高端新客户，因此17年均价有望稳步提升，收入层面有望达到9-10亿元，净利率方面在去年迪卡侬问题解决后有望恢复至12%-13%左右的正常水平。俏尔婷婷方面，17-19年对赌业绩为6500、8000和9500万元，较15/16年总体偏保守(之前也受到优衣库订单影响的问题，目前已恢复正常)。我们认为：公司17/18年在越南的产能的迅速释放，将有效缓解产能瓶颈并带动销售收入的快速增长。而公司在针织行业的深入整合有望给订单的量和价包括规模经济带来的成本管控效率提升都带来持续向好。

公司虽静态估值不低，但股价在低位震荡多日。

从静态估值来看，公司17年备考业绩有望达到2亿元(主业1.3亿元+俏尔婷婷6500万元)，PE高于30倍。然而董事长基于对公司发展的坚定信心，在15元左右增持100万股并计划未来半年内继续增持100-400万股。另一方面，公司第一次定增价格为14.21元，此次定增价格定在21.67元，股价有所超跌。

上调至“买入”评级，3-6个月目标价22元。

暂不考虑俏尔婷婷的并表影响，预计公司主业17-19年归母净利润分别为1.30、2.03和2.79亿元，考虑到俏尔婷婷的注入以及较为保守的对赌业绩，17-19年备考净利润分别为1.95、2.83和3.74亿元。公司通过横向拓展品类、丰富产品类型，未来有望继续在产业链上深耕细作，努力提升行业份额以及定价权，建议积极关注。

风险提示：公司产业整合效果低于预期等。

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 纺织服装/服装家纺 |
| 6个月评级 | 买入(调高评级) |
| 当前价格 | 17.51元 |
| 目标价格 | 22元 |
| 上次目标价 | 30.3元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 370.50 |
| 流通A股股本(百万股) | 115.50 |
| A股总市值(百万元) | 6,487.46 |
| 流通A股市值(百万元) | 2,022.41 |
| 每股净资产(元) | 5.02 |
| 资产负债率(%) | 19.59 |
| 一年内最高/最低(元) | 32.98/14.62 |

作者

吴晓宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《健盛集团-年报点评报告:16年遇挫折,17年收购俏尔婷婷大幅增厚业绩弹性》2017-03-14

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 715 | 664 | 996 | 1,394 | 1,812 |
| 增长率(%) | 10.8 | -7.1 | 50.0 | 40.0 | 30.0 |
| EBITDA(百万元) | 214 | 199 | 299 | 418 | 544 |
| 净利润(百万元) | 101 | 104 | 130 | 203 | 279 |
| 增长率(%) | 31.6 | 2.2 | 25.6 | 56.0 | 37.3 |
| EPS(元/股) | 0.27 | 0.28 | 0.35 | 0.55 | 0.75 |
| 市盈率(P/E) | 64 | 63 | 50 | 32 | 23 |
| 市净率(P/B) | 14.29 | 6.02 | 5.06 | 4.60 | 4.18 |
| 市销率(P/S) | 15.49 | 16.68 | 11.12 | 7.94 | 6.11 |
| EV/EBITDA | 48 | 51 | 34 | 24 | 19 |

资料来源：wind，天风证券研究所

*备注：盈利预测暂不考虑俏尔婷婷并表影响

图 1：盈利预测明细表（万元）

| 暂不考虑俏尔婷婷的并表影响 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | CAGR_17-19 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|------------|
| 营业收入 | 64,485 | 71,471 | 66,381 | 99,571 | 139,399 | 181,219 | |
| YoY | | 10.8% | -7.1% | 50.0% | 40.0% | 30.0% | 39.8% |
| 毛利率 | 28.1% | 30.6% | 25.8% | 28.1% | 28.3% | 28.5% | |
| 销售费用率 | 3.3% | 3.9% | 5.0% | 3.8% | 3.4% | 3.2% | |
| 管理费用率 | 6.2% | 7.3% | 10.1% | 7.8% | 6.3% | 5.5% | |
| 财务费用率 | 2.9% | 1.1% | -0.9% | -1.2% | -1.0% | -0.8% | |
| 营业税金及附加比率 | 0.5% | 0.7% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | |
| 所得税率 | 24.0% | 23.8% | 21.2% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | |
| 归属母公司净利润 | 7,703 | 10,136 | 10,362 | 13,018 | 20,311 | 27,890 | |
| | | 31.6% | 2.2% | 25.6% | 56.0% | 37.3% | 39.1% |
| EPS | 0.21 | 0.27 | 0.28 | 0.35 | 0.55 | 0.75 | |
| PE | 84 | 64 | 63 | 50 | 32 | 23 | |

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：季度利润表（万元）

| 项目/季度 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | 16Q2 | 16Q3 | 16Q4 | 17Q1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入 | 15,905 | 21,062 | 18,268 | 16,235 | 15,397 | 14,401 | 18,114 | 18,467 | 19,763 |
| YoY | 22% | 33% | -1% | -6% | -3% | -32% | -1% | 14% | 28% |
| EBIT | 3,056 | 4,978 | 3,700 | 1,564 | 3,272 | 1,322 | 2,800 | -1,065 | 2,943 |
| YoY | 21% | 42% | 17% | -37% | 7% | -73% | -24% | -168% | -10% |
| 报告净利润 | 2,014 | 3,983 | 2,798 | 1,341 | 4,792 | 2,800 | 2,882 | -111 | 3,305 |
| YoY | 22% | 74% | 14% | 3% | 138% | -30% | 3% | -108% | -31% |
| 核心净利润 | 1,989 | 3,538 | 2,866 | 1,132 | 2,010 | 1,454 | 2,560 | -512 | 2,381 |
| YoY | 25% | 50% | 35% | -19% | 1% | -59% | -11% | -145% | 18% |
| EPS(元) | 0.05 | 0.10 | 0.07 | 0.03 | 0.12 | 0.07 | 0.07 | (0.00) | 0.08 |
| 核心 EPS(元) | 0.05 | 0.09 | 0.07 | 0.03 | 0.05 | 0.04 | 0.06 | (0.01) | 0.06 |
| 主要财务比率 | 15Q1 | 15Q2 | 15Q3 | 15Q4 | 16Q1 | 16Q2 | 16Q3 | 16Q4 | 17Q1 |
| 毛利率 | 29.6% | 33.3% | 30.4% | 28.4% | 32.3% | 28.2% | 28.5% | 15.7% | 30.7% |
| 销售费用率 | 3.5% | 2.3% | 3.3% | 7.2% | 2.9% | 6.0% | 3.3% | 7.8% | 4.7% |
| 管理费用率 | 6.1% | 6.8% | 5.9% | 10.9% | 7.4% | 12.7% | 9.3% | 11.2% | 10.7% |
| 财务费用率 | 2.5% | 1.9% | -0.5% | 0.6% | 4.1% | -3.6% | -1.2% | -2.5% | -0.1% |
| EBIT 比率 | 19.2% | 23.6% | 20.3% | 9.6% | 21.3% | 9.2% | 15.5% | -5.8% | 14.9% |
| 报告净利润率 | 12.7% | 18.9% | 15.3% | 8.3% | 31.1% | 19.4% | 15.9% | -0.6% | 16.7% |
| 核心净利润率 | 12.5% | 16.8% | 15.7% | 7.0% | 13.1% | 10.1% | 14.1% | -2.8% | 12.0% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 4068 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 卓越时代广场 36 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |