

健盛集团(603558)

收购俏尔婷婷获核准批复，迈向贴身衣物顶尖制造商行列

增持(维持)

2017年08月03日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	663.8	894.2	1,288.5	1,505.1
同比(%)	-7.1	34.7	44.1	16.8
净利润(百万元)	103.6	135.4	198.9	233.1
同比(%)	2.2	30.6	47.0	17.2
毛利率(%)	25.8	29.3	29.2	29.1
ROE(%)	7.9	7.2	10.0	10.8
每股收益(元)	0.29	0.37	0.54	0.63
P/E	59.6	45.6	31.0	26.5
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7

事件:

公司8月2日晚间发布公告,通过非公开发行股份及支付现金方式购买俏尔婷婷100%股权事项获证监会核准批复。本次健盛集团收购俏尔婷婷100%股权对价8.7亿元,其中80%拟向夏可才、谢国英以21.77元/股价格发行3212万股支付,另外20%拟以现金支付,现金部分亦通过定向增发募集。

投资要点:

■ **收购俏尔婷婷,强强联合助力公司迈向贴身衣物顶尖制造商行列:** 俏尔婷婷主要从事无缝贴身内衣制造,产品涵盖基础内衣、塑身衣、运动休闲服等无缝服装基本品类,具备穿着舒适、贴体、透气,更具收腹提臀、凸胸等美体功能,优秀研发及生产技术下高品质的产品输出为其赢得了包括华歌尔、优衣库、H&M、Nike、Maidenform、DKNY、SPANX、Under Armour、迪卡侬在内的众多国际客户。俏尔婷婷2015/2016年收入达到3.80/4.05亿元,净利润规模在7,552/7,294万元。业绩承诺为17/18/19扣非净利润不低于6,500/8,000/9,500万元。考虑俏尔婷婷与健盛集团在产品品类,客户资源共享等方面均具备显著协同性,并购俏尔婷婷将成为公司战略路线中扩充产品线、丰富产品品类的重要落地步骤,强强联合将助推健盛稳步迈向贴身衣物顶尖制造商的行列。

■ **实际控制人增持计划完成,增持股本1.33%、增持均价16.18元/股,彰显对公司业绩增长信心。**公司控股股东、实际控制人张茂义先生自2017/5/11累计增持492.00万股,占公司总股本1.33%,平均增持成本16.18元/股,完成增持计划。本次增持后,张茂义先生对公司直接持股45.04%,间接持股3.81%,合计持股48.86%,积极增持体现控股股东对公司未来发展信心。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.66
一年最低/最高价	14.62/32.78
市净率(倍)	3.32
流通A股市值(百万元)	1250

基础数据

每股净资产(元)	5.01
资本负债率(%)	19.75
总股本(百万股)	371
流通A股(百万股)	75

相关研究

1. 健盛集团:半年报高增长,收购俏尔婷婷协同效果值得期待 -20170717

■ 半年报高增长，未来越南产能持续放量有望带动主业业绩提升：

公司 17H1 受益老客户订单增速快（主要是 PUMA、迪卡侬、冈本等老客户以及迪卡侬订单回流）+新客户逐渐放量（H&M、UA 等），营业收入同比增长 54.36%至 4.60 亿元。收入恢复性高增长叠加控费稳定，扣非归母净利润上升 45.18%。

公司自 2013 年起布局越南生产基地，在越南已规划并运营三个生产项目，总投资超过 1.1 亿美元，拟形成 2.3 亿双棉袜产能。2016 年公司共生产 1.8 亿双棉袜（其中 2000 万双为外协生产），其中 4000 万双产能由越南一期贡献，未来随越南产能不断释放+公司巩固已有客户订单及开辟新客户等举措带来的产能消化，预计公司主业将实现稳定增长。

表：健盛集团现有在建产能进展情况

项目	产能规划	总投资	产能进度
越南一期	3600 万双	1400 万美元	已投产
越南二期	13000 万双中高档棉袜生产线、年产 2000 吨氨纶、橡筋线项目	4800 万美元	2017 年 4 月底试生产
越南三期	15000 吨染色产品新建项目	3000 万美元	2017 年投产
越南三期	6500 万双高档袜子生产线、	2953 万美元	预计 2017H2 开始实施
江山针织	5200 万双丝袜生产线技改项目	1.5 亿人民币	建设中
江山针织	6000 万双丝袜生产线项目	2.5 亿人民币	建设中
杭州乔登	1 亿双高档棉袜智慧工厂	5.2 亿人民币	建设中，预计 2018 投产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 投资建议及盈利预测

不考虑俏尔婷婷并购，我们预计随着越南基地逐步投产叠加新客户开发，公司主业将实现稳定增长，17/18/19 年归母净利润分别为 1.35/1.99/2.33 亿元，对应当前 61.7 亿市值，PE 为 46/31/27 倍。

考虑俏尔婷婷 17/18/19 年业绩承诺分别为 0.65/0.80/0.95 亿元，假定全年并表后公司业绩达到 2.00/2.79/3.28 亿元，当前股价对应发行股份及配套融资后市值 69 亿元，PE 为 35/25/21 倍，考虑公司生产上的跨国布局将逐步见效、并购的协同效应也将逐步体现，前景值得看好，维持“增持”评级。

■ 风险提示

公司大客户订单增长不及预期、受运动内衣等舒适型内衣产品风靡影响俏尔婷婷传统无缝内衣业务增速不及预期。

附表：健盛集团季度经营数据

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	159.05	210.62	182.68	162.35	153.97	144.01	181.14	184.67	197.63	262.34
YOY	21.84%	33.43%	-0.75%	-5.82%	-3.19%	-31.62%	-0.84%	13.75%	28.36%	82.16%
毛利率	29.57%	33.30%	30.36%	28.38%	32.27%	28.17%	28.50%	15.74%	30.75%	29.78%
同比增减	0.48%	1.47%	6.04%	0.42%	2.70%	-5.13%	-1.86%	-12.64%	-1.52%	1.61%
期间费用率	12.09%	11.44%	10.54%	12.40%	14.32%	14.67%	13.41%	14.26%	15.25%	14.93%
其中：销售费用率	3.52%	2.83%	3.00%	3.95%	2.89%	4.38%	3.97%	5.03%	4.65%	4.03%
管理费用率	6.09%	6.48%	6.29%	7.35%	7.38%	9.96%	9.70%	10.12%	10.72%	10.42%
财务费用率	2.48%	2.13%	1.25%	1.10%	4.05%	0.33%	-0.26%	-0.89%	-0.12%	0.48%
归母净利润（百万元）	20.14	39.83	27.98	13.41	47.92	28.00	28.82	-1.11	33.05	32.05
YOY	21.86%	73.60%	14.17%	2.74%	137.87%	-29.70%	3.01%	-108.29%	-31.03%	14.47%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

健盛集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1353.4	1157.2	1119.5	1178.2	营业收入	663.8	894.2	1288.5	1505.1
现金	379.0	398.4	398.9	407.5	营业成本	492.9	632.0	911.9	1067.6
应收款项	120.7	134.7	175.7	200.5	营业税金及附加	7.0	8.9	12.9	15.1
存货	255.1	250.5	270.6	291.3	销售费用	33.4	40.9	62.0	70.6
其他	559.6	330.5	235.5	240.5	管理费用	67.2	81.7	120.0	138.3
非流动资产	1103.2	1374.7	1656.6	1935.6	财务费用	(5.9)	24.6	22.9	24.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	10.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	570.2	700.8	828.4	952.8	其他	(19.5)	1.3	0.9	1.4
无形资产	208.1	208.1	208.1	208.1	营业利润	78.5	104.9	157.8	188.0
其他	6.5	6.5	6.5	6.5	营业外净收支	52.9	71.0	99.5	111.9
资产总计	2456.7	2531.9	2776.1	3113.8	利润总额	131.4	175.8	257.3	299.9
流动负债	532.4	533.0	621.8	788.9	所得税费用	27.8	40.5	58.3	66.8
短期借款	352.3	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	97.5	145.0	233.3	403.7	归属母公司净利润	103.6	135.4	198.9	233.1
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	70.3	139.7	194.5	228.6
非流动负债	84.1	80.0	80.0	80.0	EBITDA	128.5	186.7	243.9	279.3
长期借款	2.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	616.4	613.0	701.8	868.9	每股收益(元)	0.29	0.37	0.54	0.63
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	4.97	5.18	5.60	6.06
归属母公司股东权益	1840.2	1918.9	2074.2	2244.9	发行在外股份(百万股)	370.5	370.5	370.5	370.5
负债和股东权益总计	2456.7	2531.9	2776.1	3113.8	ROIC(%)	2.5%	4.8%	6.3%	7.0%
					ROE(%)	7.9%	7.2%	10.0%	10.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	25.8%	29.3%	29.2%	29.1%
经营活动现金流	66.27	191.93	217.85	260.94	EBIT Margin(%)	10.6%	15.6%	15.1%	15.2%
投资活动现金流	(915.74)	(177.70)	(205.94)	(259.83)	销售净利率(%)	15.6%	15.1%	15.4%	15.5%
筹资活动现金流	1008.15	5.13	(11.36)	7.43	资产负债率(%)	25.1%	24.2%	25.3%	27.9%
现金净增加额	185.77	19.36	0.55	8.53	收入增长率(%)	-7.1%	34.7%	44.1%	16.8%
折旧和摊销	58.11	47.00	49.36	50.73	净利润增长率(%)	2.2%	30.6%	47.0%	17.2%
资本开支	452.26	289.12	545.44	209.09	P/E	59.6	45.6	31.0	26.5
营运资本变动	(52.49)	(15.45)	(53.78)	(47.90)	P/B	3.35	3.22	2.98	2.75
企业自由现金流	457.88	320.67	541.02	211.92	EV/EBITDA	50.8	34.7	26.5	23.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>