

纺织服装

2015年11月09日

# 商赢环球 (600146)

## 并购扩张+供应链整合双驱动，打造大消费+大金融平台

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (上调)

投资要点：

市场数据：2015年11月06日

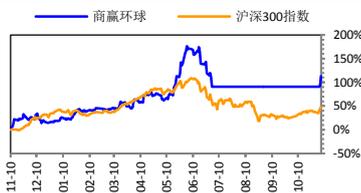
收盘价(元)	29.73
一年内最高/最低(元)	40/14.72
市净率	46.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5946
上证指数/深证成指	3590.03/12273.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015年09月30日

每股净资产(元)	0.64
资产负债率%	40.38
总股本/流通A股(百万)	200/200
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《大元股份(600146)——华丽转型，服装+互联网金融双主业明确，海外服装企业收购预期增强》2015/07/01

《大元股份(600146)非公开发行跟踪报告》2014/10/20

证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帜 A0230114070001  
xuyz@swsresearch.com

联系人

许一帜  
(8621)23297818×7717  
xuyz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 大元股份重大资产重组，定增收购环球星光，更名“商赢环球”，大消费+大金融双主业战略明确。(1) 剥离其他业务，实际控制人变为杨军：2014年4月15日，乐源股份共持股5.65%为第一大股东，杨军为实际控制人。公司已陆续公告拟将世峰黄金等业务剥离出去，未来着重发展“大消费平台”。(2) 拟定增2.7亿股募集28亿现金，认购价格为10.41元/股。增发后商赢控股将成为公司第一大股东，杨军直接和间接持股23.9%，为公司实际控制人。增发完成后公司总股本为4.7亿股，目前股价对应增发后市值为140亿。

● 环球星光面向美国市场经营时尚服饰生产和销售，是一家品牌管理+供应链管理+生产的纵向一体化公司，商业模式类似于香港利丰集团。(1) 商业模式：公司经营主要以“订单式生产+买断式销售”为主，业务包括环球星光品牌管理、研发设计和销售(Oneworld/Unger子公司)+高端运动服饰品牌设计和代工(APS子公司，95%订单来自Under Armour, Under Armour 目前是美国第二大运动服饰品牌)+供应链管理(香港星光集团，全球采购和OEM)。(2) 目标市场：目前公司目标市场为美国，未来或将通过跨境电商B2B方式将自有品牌引入国内。(3) 主要客户：公司客户资源优质，多为Nordstrom、Topshop、Macy's、Target、Under Armour等知名商场或品牌。(4) 经营情况：公司主要产品包括夏装、针织衫和高端运动服饰，拥有Oneworld、Band of Gypsies等品牌。2014年收入16.6亿元，净利润1.23亿元，预计2015年可实现收入23亿元，净利润1.8亿元，15年增长主要来自公司内部供应链整合后效率的提升。

● 我们认为环球星光未来增长来源有三点：(1) 打通产业链，挖潜供应链：公司通过纵向一体化方式整合了品牌设计、供应链管理和生产型企业三类公司，提升和吸收供应链各环节附加值。公司未来有望继续整合产业内供应链公司以提升内部效率。(2) 把握现有大客户，加强拓展运动代工业务：公司子公司APS是Under Armour(简称UA)主要供应商之一，2014年UA订单贡献收入3.1亿元，占APS的95%+，占总收入的17%。APS作为UA最优秀供应商之一未来订单空间很大且有望增加其他运动品牌订单，打造北美运动品牌小“申洲”。(3) 品类扩张和外延并购带来新的业绩增长点：公司未来有望新增牛仔裤、休闲裤、冬装等业务，加强运动服饰品类。环球星光实际控制人罗永斌就全资收购Big Strike达成协议，也在洽谈其他3个美国收购项目，以上4个项目15年总收入预计共4.35亿美元，未来有望注入环球星光。环球星光罗永斌与商赢环球杨军共同承诺，自交割日起未来3年，环球星光扣非净利润不低于6220/8460/11870万美元(对应人民币3.8/5.2/7.3亿)，三年合计净利润约16亿元人民币，年均复合增速38%，若算上Big Strike和洽谈中公司，我们预计16年净利润规模约在4-5亿元左右。经过我们计算，若按照环球星光5-6倍被收购PE加上杠杆，我们预计28亿定增可支撑80-100亿收入的并购。

● 我们认为环球星光现有商业模式可参考香港利丰集团和申洲国际，UA的高增长也将带动公司运动代工业务快速增长。(1) 利丰集团：集团旗下分贸易物流、分销和零售三大核心业务，其业务核心在于对强大的整体供应链管理能力和利丰公司14年收入1265亿元，净利润27亿，主要负责贸易物流业务，主要客户有Walmart、Target等。(2) 申洲国际：亚洲最大的一体化成衣企业，14年收入111亿元，净利润21亿元，毛利率29%，净利率19%，依靠大客户NIKE、ADIDAS、UNIQLO等成长起来。(3) Under Armour：由前马里兰橄榄球明星Kevin Plank创办，已从紧身衣制造商发展为目前全美排名第二的运动服品牌，仅次于耐克。2014年收入31亿美元增长32%，净利润2.1亿美元增长28%。

● 公司转型彻底，服装+互联网金融双主业模式清晰，未来环球星光业务将通过供应链整合、外延并购等方式保持高速增长，上调评级至买入。按增发后股本摊薄算，预计环球星光+外延并购总收入15-17年为22.8/51.9/75.8亿元，对应净利润为1.82/4.47/6.43亿元，对应EPS为0.39/0.95/1.37元，对应16-17PE为31/22倍，我们预计公司通过海外低PE并购增长较快(按目前并购平均并购PE5-6倍且可用杠杆并购)，我们预计仍有50%+空间，对应市值约200亿元，上调评级至买入。风险提示：定增进度和并购项目不达预期。

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	22	4	2,282	5,187	7,582
同比增长率(%)	-47.26	-74.92	10455.04	127.30	46.17
净利润(百万元)	13	-21	182	447	643
同比增长率(%)	-	-	1278.68	145.60	43.85
每股收益(元/股)	0.07	-0.10	0.39	0.95	1.37
毛利率(%)	4.0	-5.5	30.5	31.5	31.5
ROE(%)	8.9	-16.1	40.3	49.8	41.7
市盈率	451		76	31	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计环球星光+外延并购总收入 15-17 年为 22.8/51.9/75.8 亿元，对应净利润为 1.8/4.5/6.4 亿元，对应 EPS 为 0.39./0.95/1.37 元，16/17 年对应 PE 为 31/22 倍。考虑到公司未来自有品牌中国电商推广项目、高端品牌建设项目，且公告里反应了未来仍可能有并购预期，市场前景广阔，参考同比公司估值都在 40-50 倍以上，上调评级至买入评级。

### 关键假设点

- 1、若按照环球星光业绩承诺预测，我们预计 15-17 年环球星光主业收入为 22.8/25.1/27.7 亿元。
- 2、我们预计外延并购（包括 Big Strike 和三家洽谈中公司等）16 年注入环球星光，预计 16/17 可贡献收入 26.8/48.2 亿元。
- 3、我们预计环球星光+外延并购总收入 15-17 年为 22.8/51.9/75.8 亿元，对应净利润为 1.8/4.5/6.4 亿元，对应 EPS 为 0.39./0.95/1.37 元。

### 有别于大众的认识

- 1、**形成大金融+大消费闭环**：环球星光管理层在美国服装行业从业十数年，经验和资源丰富；商赢环球实控人杨军具有丰富的金融从业经验，两者联手实属强强联合，未来“大金融”+“大消费”战略明确，大金融可为大消费提供供应链金融服务，大消费可为大金融提供成本较低的现金流。
- 2、**聘用行业内经验丰富高管，投后管理能力较强**：前利丰高管余坚加盟环球星光任副总经理，加码供应链管理团队；新副总经理刘捷互联网金融从业经验丰富。
- 3、**低 PE 并购带来溢价空间**：公司利用杠杆从美国购买 5-6 倍 PE 估值的资产，在 A 股享受高估值。

### 股价表现的催化剂

- 1、Big Strike 和其他三家洽谈中公司注入预期，业绩超预期
- 2、未来仍有外延并购预期
- 3、自有品牌通过跨境电商 B2B 方式引入

### 核心假设风险

- 1、定增进度和并购项目不达预期



## 目录

<b>1. 环球星光借壳上市，转型服装供应链管理公司 .....</b>	<b>7</b>
1.1 商赢+环球=“商赢”互联网金融公司+“环球星光”服装公司 .....	7
1.2 定向增发 28 亿元，18.8 亿收购环球星光 95% 股权 .....	8
1.3 以 5.2 倍 PE 收购估值合理，高业绩承诺彰显对未来信心 .....	10
<b>2. 环球星光：纵向一体化打通品牌、供应链和生产 .....</b>	<b>11</b>
2.1 环球星光：深具整合基因，定位供应链+品牌管理公司 .....	11
2.2 定位美国市场，客户资源优质，自有品牌稳步推进 .....	13
<b>3. 未来看点：整合+加强运动业务+外延并购驱动 .....</b>	<b>15</b>
3.1 驱动一：自上而下整合产业链，提升供应链附加值 .....	15
3.2 驱动二：把握现有大客户，拓展加强运动业务 .....	17
3.3 驱动三：品类扩张+外延并购带来全新业绩增长点 .....	18
<b>4. 募投项目 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 盈利预测 .....</b>	<b>20</b>
<b>6. 附录 .....</b>	<b>22</b>
6.1 冯氏控股：全球整体供应链管理巨擘 .....	22
6.2 申洲国际：亚洲最大的一体化成衣企业 .....	25
6.3 Under Armour：美国第二大运动服品牌 .....	26

## 图表目录

图 1: 更名商赢环球, 公司服装+互联网金融双主业格局已定 .....	7
图 2: 环球星光历史沿革 .....	7
图 3: 商赢环球定增募集金额中 18.8 亿元用于收购环球星光 95% 股权 .....	10
图 4: 环球星光股权结构, 罗永斌间接持股 93.3% .....	11
图 5: 环球星光目前旗下共有 8 家全资子公司 .....	11
图 6: 环球星光已形成品牌设计+供应链管理+生产的商业运作模式 .....	13
图 7: 环球星光客户多为美国知名商场或品牌 .....	13
图 8: 环球星光旗下自有品牌 ONEWORLD、ONEWORD、Band of Gypsies、WEAVERS GIRL 展示图 .....	15
图 9: 2014 年公司收入 16 亿元, 同比增长 37% .....	16
图 10: 2014 年公司净利润为 1.2 亿元, 同比增长 285% .....	16
图 11: 2014 年公司毛利率为 32%, 净利率为 7% .....	16
图 12: UA 业务净利率为 15%, 非 UA 业务净利率 7% .....	16
图 13: 公司收入以零售业务为主 .....	16
图 14: 公司产业以成衣为主 .....	16
图 15: 整合带来供应链各环节附加值的提升 .....	17
图 16: 整合带来供应链各环节附加值的提升 .....	17
图 17: APS 收入 95% 都来自于 Under Armour 品牌 .....	18
图 18: Under Armour 增长快, 市占率稳步提升 .....	18
图 19: 公司未来形成有梯度的品牌集群 .....	19
图 20: 冯氏控股业务以贸易物流、分销和零售三部分组成 .....	23
图 21: 冯氏控股历史沿革 .....	24
图 22: 利丰有限公司 2014 年收入 1265 亿元 1% .....	24
图 23: 利丰有限公司 2014 年净利润 27 亿元 .....	24
图 24: 利丰有限公司 2014 年毛利率 11%, 净利率 2% .....	24
图 25: 利丰有限公司前五大客户较为分散 .....	24
图 26: 申洲国际 2014 年收入 111 亿元, 同比增 11% .....	25
图 27: 申洲国际 2014 年净利润 21 亿, 同比增 15% .....	25

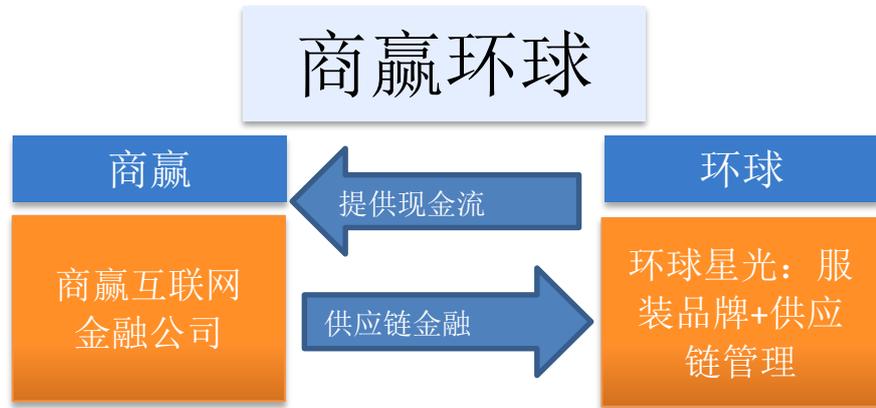
图 28: 申洲国际 2014 年毛利率 29%, 净利率 18.6% .....	25
图 29: 日本是申洲国际最大的市场, 收入占比 28% .....	25
图 30: 申洲国际运动服饰产品收入占比 61% .....	26
图 31: 申洲国际主要客户多为国际一流品牌 .....	26
图 32: UA2014 年收入 31 亿美元, 同比增长 32% .....	26
图 33: UA2014 年净利润 2.1 亿美元, 同比增长 28% .....	26
图 34: UA2014 年毛利率 49%, 净利率 6.7% .....	27
图 35: 2014 年, UA 收入中服装占比约 74% .....	27
图 36: Under Armour 产品展示图 .....	27
表 1: 公司管理层拥有数十年的行业经验 .....	8
表 2: 公司定向增发情况, 认购价格为 10.41 元/股 .....	9
表 3: 本次发行后, 商赢控股为控股股东, 杨军仍为实际控制人 .....	9
表 4: 环球星光承诺业绩及对应 PE .....	10
表 5: 若环球星光业绩不达预期, 现金补偿分配比例 .....	10
表 6: 环球星光下属子公司主要业务和营业情况 .....	12
表 7: 2014 年前五大客户介绍及经营情况 (以汇率 6.15RMB/US 计算) .....	14
表 8: 环球星光旗下拥有 ONEWORD、Band of Gypsies、WEAVERS GIRL 等多个自有品牌, 并提供供应链管理服务业务 .....	14
表 9: 募投项目主要用来收购环球星光 95% 股权、品牌推广、建设美国物流基地和补充流动资金 .....	19
表 10: 环球星光收入拆分表 .....	20
表 11: 利润预测表 .....	20
表 12: 纺织服装行业 2015 年估值比较表 .....	21

# 1. 环球星光借壳上市，转型服装供应链管理公司

## 1.1 商赢+环球=“商赢”互联网金融公司+“环球星光”服装公司

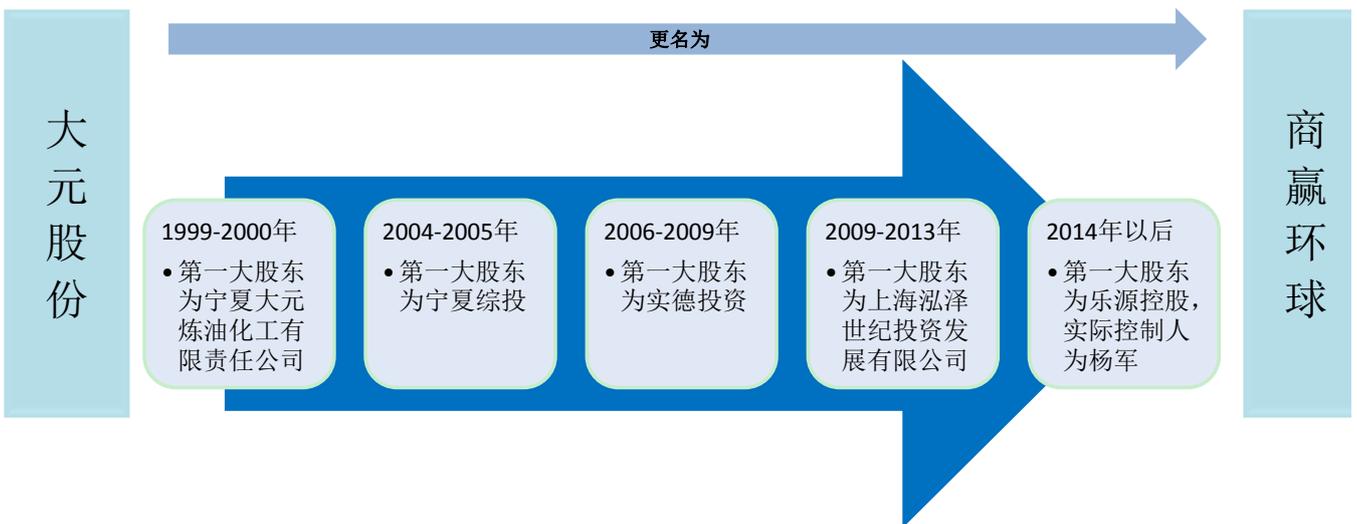
定增收购环球星光，改名商赢环球，公司服装+互联网金融双主业格局已定。公司曾名大元股份，大元股份主业不突出，历史上主营产品曾包括油气、黄金、PVC 板材，目前已剥离其他业务。2014 年 10 月 18 日披露公司拟定增现金收购美国服装公司环球星光。2015 年 3 月 2 日，公司公告合资成立上海商赢互联网金融有限公司。2015 年 8 月 31 日，公司更名商赢环球，商赢代表商赢互联网金融公司，环球代表美国服装公司环球星光，公司双主业战略明确，未来大消费做大做强一方面可通过互联网金融公司打造供应链金融服务，一方面可提供成本较低的现金流壮大供应链金融服务。

图 1：更名商赢环球，公司服装+互联网金融双主业格局已定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：环球星光历史沿革



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前实际控制人杨军具有丰富的金融从业经验，环球星光实际控制人罗永斌领导的团队拥有十数年服装从业经验，强强联合打造“大消费”+“大金融”战略。公司实控人杨军拥有多家控股公司（商赢控股、旭森国际、旭源投资等）从金融领域业务包括股权投资、小贷公司、金融租赁等，从业实操经验丰富，深谙金融本质。环球星光实控人罗永斌做外贸起家，专注服装行业十几年，在美国本地有丰富的人脉和资源，其领导的团队拥有多元化、专业化的从业经验。公司 11 月 5 日聘任李森柏、刘捷、俞坚为公司副总经理，其中俞坚曾任利丰零售集团 FUNGKIDS 中国区零售总经理、中国区店铺运营总经理等职，具有丰富的供应链管理经验，刘捷曾任证大集团投资总监、马拉雅网络科技有限公司董事、宝象金融信息服务公司 CEO 等职，具有丰富的供应链金融从业经验。

表 1：公司管理层拥有数十年的行业经验

姓名	任职情况	曾任职单位
<b>环球星光集团高管</b>		
Richard Sneider	全球 CEO	拥有数十年的服装行业管理经验,此前曾长期担任 OneWorld /Unger 的 CEO
Arthur Gordon	环球星光集团下属 One/Unger CEO	曾长期担任 Kellwood ( Western Region ) 公司的 CEO
Clayton Medley	环球星光集团下属 APS 公司 CEO	拥有数十年的行业经验,此前曾长期担任 APS 公司的 CEO
Edward Yueny	环球星光集团下属香港业务 CEO	拥有接近 20 年的行业经验,此前曾长期任职于 Kellwood( Western Region ) 公司
<b>商赢环球国内高管</b>		
俞坚	商赢环球副总经理	曾任利丰零售集团 FUNGKIDS 中国区零售总经理、中国区店铺运营总经理；BERNINI GROUP 中国区营运总监、GRI 中国区营运总监等职
刘捷	商赢环球副总经理	中欧 EMBA 在读。曾任上海外高桥保税区开发股份有限公司董事会秘书、证券部经理,东方希望集团董事长助理,证大集团投资总监、喜马拉雅网络科技有限公司董事,宝象金融信息服务公司 CEO

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 定向增发 28 亿元，18.8 亿收购环球星光 95% 股权

公司拟向 10 名对象定向增发 2.7 亿股，共募集 28 亿现金，其中实际控制人杨军及其控股公司共认购 9550 万股，认购价格为 10.41 元/股。定向增发认购人中商赢控股、旭森国际、旭源投资为杨军实际控制的公司，将分别认购公司本次非公开发行的 7300 万股（占总股本 15.5%）、1600 万股（占总股本 3.4%）、650 万股（占总股本 1.4%）。增发前，杨军直接和间接共持股 8.40%，为公司实际控制人，增发后商赢控股将成为公司第一大股东，杨军直接和间接持股 23.9%，仍为公司实际控制人。增发完成后公司总股本为 4.7 亿股，11 月 5 日复牌后对应市值为 125 亿。

**表 2：公司定向增发情况，认购价格为 10.41 元/股**

序号	发行对象	认购股份数量 (万股)	认购金额 (万元)
1	商赢控股	7,300	75,993
2	旭森国际控股 (集团)	1,600	16,656
3	旭源投资	650	6,767
4	江苏隆明投资	6,338	65,979
5	江苏彩浩投资	2,200	22,902
6	南通琦艺投资	2,200	22,902
7	达孜县恒盛股权投资	2,081	21,663
8	达孜县恒隆股权投资	2,079	21,642
9	南通泓翔股权投资	1,351	14,064
10	青岛盈和投资	1,198	12,471
	合计	26,997	281,039

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 3：本次发行后，商赢控股为控股股东，杨军仍为实际控制人**

股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
乐源控股	580	2.90%	580	1.23%
旭森国际控股 (集团)			1,600	3.40%
上海旭森世纪投资	504	2.52%	504	1.07%
商赢控股			7,300	15.53%
旭源投资			650	1.38%
江苏隆明投资			6338	13.49%
江苏彩浩投资			2,200	4.68%
南通琦艺投资			2200	4.68%
达孜县恒盛股权投资			2081	4.43%
达孜县恒隆股权投资			2079	4.42%
南通泓翔股权投资			1351	2.87%
青岛盈和投资			1198	2.55%
其他	18,916	94.58%	18,916	40.25%
合计	20,000	100.00%	46,997	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**募集资金 28 亿中 18.8 亿元收购美国服装公司环球星光 95% 股权。本次募集资金主要用于：收购环球星光 95% 股权 (18.8 亿)、品牌推广建设 (1 亿)、美国物流基地项目 (1.23 亿) 和补充流动资金 (6.37 亿)。**

图 3：商赢环球定增募集金额中 18.8 亿元用于收购环球星光 95% 股权



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 以 5.2 倍 PE 收购估值合理，高业绩承诺彰显对未来信心

此次收购环球星光估值较为合理，95% 股权作价 18.8 亿，对应 16 年收购 PE 为 5.2 倍，远低于行业平均水平。若以 100% 股权计算，环球星光作价 19.8 亿元。预计 16/17/18 年环球星光净利润不低于 4200 万美元、5000 万美元、6000 万美元（以披露时 6.15 人民币/美元汇率计算，对应人民币为 3.8/5.2/7.3 亿），三年合计净利润约 16 亿元人民币，年均复合增速 38%，对应 PE 为 5.2/3.8/2.7 倍，远低于行业平均水平。

表 4：环球星光承诺业绩及对应 PE

项目	2016E	2017E	2018E
环球星光 100% 股权整体作价 19.8 亿			
承诺净利润（亿元）	3.8	5.2	7.3
交易市盈率（倍）	5.2	3.8	2.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

本次业绩承诺由公司实控人杨军和环球星光实控人罗永斌共同承担，若业绩不达预期由双方按特定比例现金补足。该业绩承诺是基于环球星光现有资产经营情况、对外横向收购战略及其拥有的基础整合配套平台（包括专业国际化管理层团队、供应链管理、研发设计人才储备等），结合本次部分募集资金对其增资，通过自有品牌的进一步推广和对外收购整合战略基础上。

表 5：若环球星光业绩不达预期，现金补偿分配比例

承担人	2016E	2017E	2018E
触发条件	环球星光承诺期的实际净利润之和未达到承诺净利润之和约 16 亿人民币		
罗永斌	67.52%	59.10%	50.55%
杨军	32.48%	40.90%	49.45%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 环球星光：纵向一体化打通品牌、供应链和生产

### 2.1 环球星光：深具整合基因，定位供应链+品牌管理公司

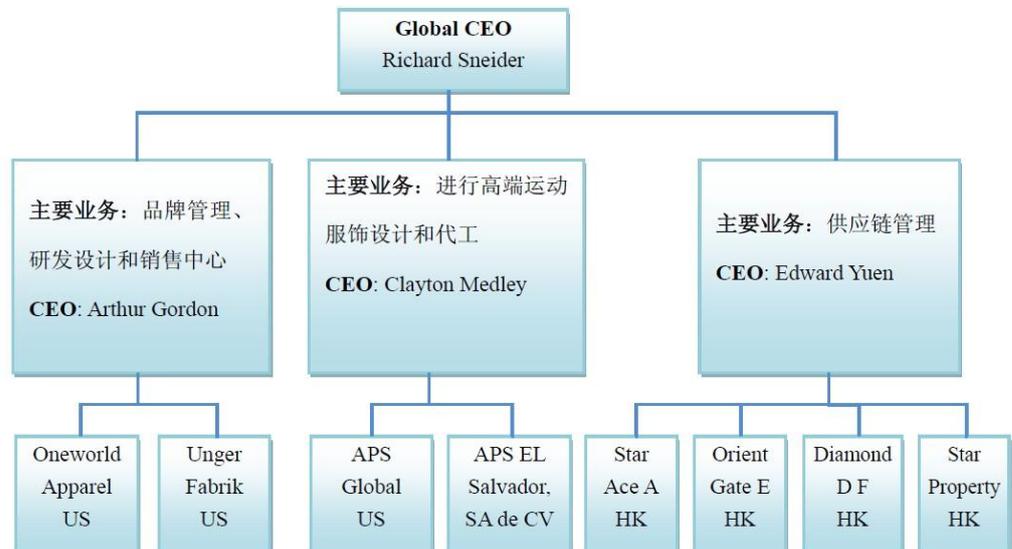
环球星光目前实控人为罗永斌，公司历经重组整合做大，目前拥有 7 家全资子公司。2012 年，环球星光前身 Tin Dragon Limited 依据 BVI 法律在 BVI 设立，历经两年多的重组整合，目前形成了罗永斌为实控人（持股 93.3%）、拥有 8 家全资子公司的组织结构：（1）供应链管理业务板块：4 家在香港注册的有限公司包括 Star Ace Asia Limited、Orient Gate Enterprise Limited、Diamond Dragon Fashion Limited 和 Star Property HK Limited；（2）品牌设计研发和销售业务板块：3 家在美国特拉华州成立的有限责任公司包括 Oneworld Apparel, LLC、Unger Fabrik, LLC 和 Apparel Production Services Global, LLC；（3）高端运动服饰设计和代工业务板块：1 家在萨尔瓦多注册的有限责任公司 APS, El Salvador S.A. de C.V.。

图 4：环球星光股权结构，罗永斌间接持股 93.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：环球星光目前旗下共有 8 家全资子公司



资料来源：公司公告，申万宏源研究

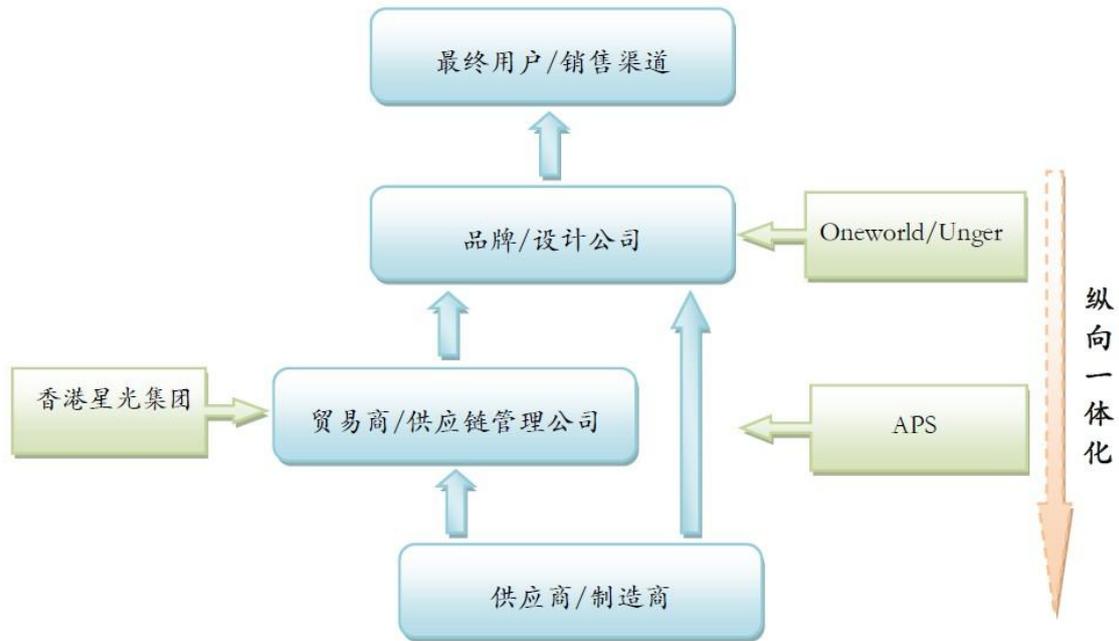
表 6：环球星光下属子公司主要业务和营业情况

子公司	收入 (亿元)		净利润 (万元)		主要业务
	2013年	2014年	2013年	2014年	
Oneworld Apparel	7.2	5.8	2159	1820	品牌服装企业，一方面以自有品牌销售,另一方面为综合商超客户提供设计和加工服务
Unger Fabrik	7.0	5.8	-266	641	品牌服装企业，一方面以自有品牌销售,另一方面为综合商超客户提供设计和加工服务
APS Global		3.2		3267	与客户联系并取得订单，再将生产任务分别下发给 APS ES 和墨西哥的代工厂，还负责与客户、供应商联系并监控相应的物流情况
APS, EI		0.5		754	高端运动服饰制造商，主要为美国高端运动服饰品牌进行代工，目前 95%以上的销售来自 Under Armour，另一家客户为 Tommie Copper，目前销售额仅占 5%左右
Star Ace A	2.3	2.1	1271	2533	为美国的服装厂商提供 OEM 服务并进行供应链管理，将接到的客户订单发送给长期合作的外包厂商进行生产，产品完工后联系物流公司将货物运送至美国的物流基地。Star Ace 负责全流程的管控，保证交货的质量和及时性
Orient Gate E	1.2	1.1	1132	1108	面料贸易销售
Diamond DF		0.39	-93	2198	为集团内部 Oneworld/Unger 公司提供供应链管理服务，包括联系供应商、跟单等，并根据服务内容收取相应的佣金
Star Property	0.0	0.0	0.0	0.0	收入主要来源于房产租赁

资料来源：公司公告、申万宏源研究

环球星光已打通全产业链，形成品牌设计+供应链管理+生产的商业运作模式。纵向一体化的全产业链企业：目前服装行业大致可以分为三类公司，拥有品牌和设计师团队的品牌设计企业、拥有强大供应链管理和资源配置能力可全球采购的供应链管理企业和传统的服装生产型企业，目前环球星光已通过纵向一体化的方式整合了以上三类企业，公司三大业务板块中供应链管理业务主要负责为客户做全球采购和供应链服务，品设计研发和销售业务般快速主要负责贴牌品牌和自有品牌的设计研发和销售，高端运动服饰设计和代工业务板块主要是为高端运动品牌代工。

图 6: 环球星光已形成品牌设计+供应链管理+生产的商业运作模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.2 定位美国市场，客户资源优质，自有品牌稳步推进

环球星光主要市场定位在美国，以买断式销售为主，客户多为知名商场或品牌。环球星光目标市场定位美国，采用“订单生产+买断式销售”模式，提供产品设计至生产物流的一站式运营，预售模式下库存压力小。客户多为 Nordstrom、Topshop、JCPenney, Macy’s、Target、Under Armour 等知名商场或品牌，目前订单在客户收入占比较小，订单空间很大。

图 7: 环球星光客户多为美国知名商场或品牌



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 7: 2014 年前五大客户介绍及经营情况 (以汇率 6.15RMB/US 计算)**

客户名称	2014 年订单 (亿元)	订单收入 占比	2014 年收入 (亿元)	2014 年利润 (亿元)	介绍
Under Armour	3.1	18.8%	189	13	美国第二大运动品牌,在美国市场已超越阿迪达斯,最近几年增长领先行业
Macy's	2.4	14.3%	1728	94	美国的高档百货商店,主要经营服装、鞋帽和家庭装饰品,以优质的服务赢得美誉
Target	2.3	13.9%	4466	-76	美国知名大型零售商,在美国 47 州设有 1330 家商店,为客户提供当今时尚前沿的零售服务,物美价廉。
Kohl's	1.6	9.8%	1170	53	以服装为主的百货公司,店铺遍布美国 34 个州。Kohl's 的销售对象以家有幼儿的年轻母亲为主,店铺多数设于家庭聚居的市区
Stage Stores	0.6	3.7%	101	2	以经营百货公司和折扣店的零售商。该公司还有一个电子商务网站,它提供品牌及私人品牌成衣,配饰,化妆品和鞋类。
合计	10	60.4%			

资料来源:公司公告、申万宏源研究

公司旗下拥有 **ONEWORLD**、**Band of Gypsies** 等多个自有品牌,此外也在为 **Under Armour** 等高端运动服饰品牌设计代工。(1) **品牌设计**: 公司 Oneworld 和 Unger 子公司旗下拥有多个女装品牌,以中低端少女装和熟女装为主,定价多在 100 美元以内。销售渠道覆盖百货商场、专卖店、网络、潮店、电视购物等。(2) **设计代工**: 子公司 APS 是美国第二大运动服品牌 Under Armour 的主要供应商之一,除鞋类以外的服饰类均有较高水准的设计研发和生产能力。

**表 8: 环球星光旗下拥有 **ONEWORD**、**Band of Gypsies**、**WEAVERS GIRL** 等多个自有品牌,并提供供应链管理服务业务**

公司名称	品牌	客户群体	渠道	定价	产品	特点
品牌设计	Oneworld Live and Let Live Identity Unity	25-55 岁的女性	综合卖场(百货商场、专卖店)、网络、电视购物(SHOP HQ 第一大品牌)	Oneworld 品牌 定价 20-79 美元	上衣、长裙、短裙、毛衣、休闲装和睡衣等	设计以印花而闻名,工艺处理、图案设计、色彩、布料的加工等独具特色
	Band of Gypsies	13-35 岁的潮流女性	Topshop 等潮店、Nordstrom、Urban Outfitters	17-85 美元	潮牌女装	各式印花是这个品牌的主要特色,风格较为休闲、自由
	Unger Wearvers	紧跟时尚潮流的成年女性		15-59 美元	以编制女装和毛衣为主	产品风格多样,2014 年 11 月起,Weavers 开始销售当下最潮流的非针织衫产品

	Wearvers Girl	未成年少女			主要特点是休闲、舒适，又不失独立个性的生活风格
	Rules of Etiquette	轻熟女			风格较为简单、优雅
生产制造	APS	为高端专业运动品牌代工	Under Armour、Tommy Copper	主要产品为短裤、上衣和长裤	95%的收入来自 Under Armour , Under Armour 主要供应商之一

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 8：环球星光旗下自有品牌 ONEWORLD、ONEWORD、Band of Gypsies、WEAVERS GIRL 展示图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

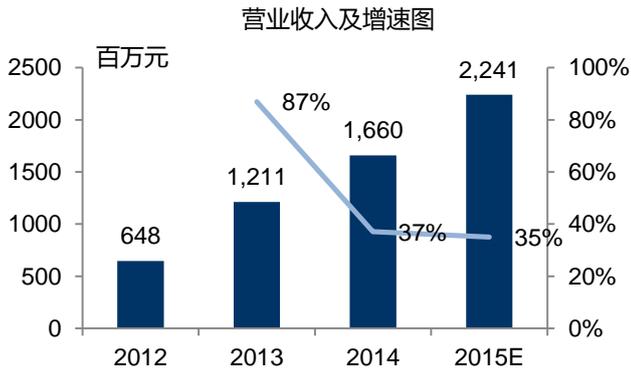
### 3. 未来看点：整合+加强运动业务+外延并购驱动

我们认为公司未来成长驱动有三点：（1）打通产业链，挖潜供应链；（2）加强运动业务；（3）品类扩张和外延并购带来新的业绩增长点。

#### 3.1 驱动一：自上而下整合产业链，提升供应链附加值

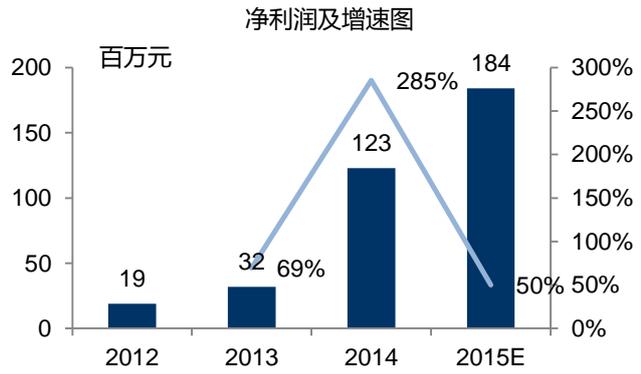
经过两年多的整合，公司现有业务基本已调整完毕，预计 15 年可开始恢复性增长，15 年增长主要来自于公司内部供应链整合后效率的提升。公司公告 15 年备考收入为 22.4 亿元，同比增长 35%，备考利润为 1.8 亿元，同比增长 50%。

图 9: 预计 15 年环球星光收入 22 亿元, 同比增长 37%



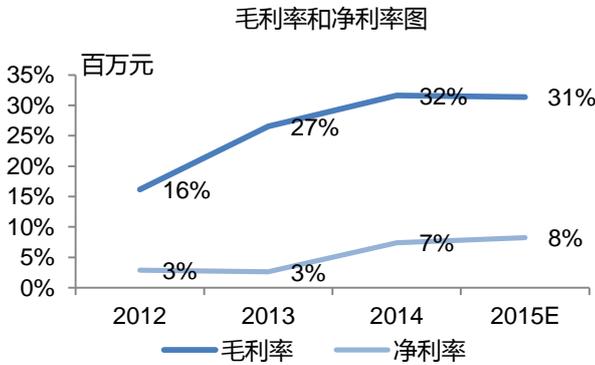
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 预计 15 年环球星光净利润 1.8 亿, 同比增 50%



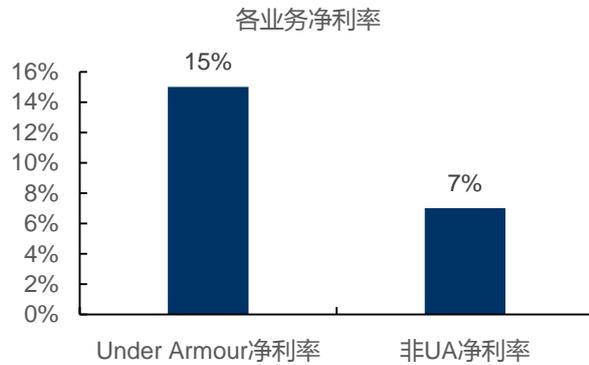
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 11: 预计 15 年公司毛利率为 31%, 净利率为 8%



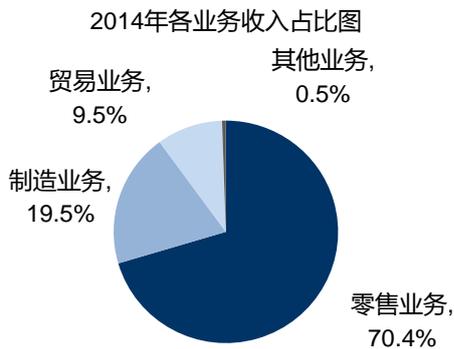
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 12: UA 业务净利率为 15%, 非 UA 业务净利率 7%



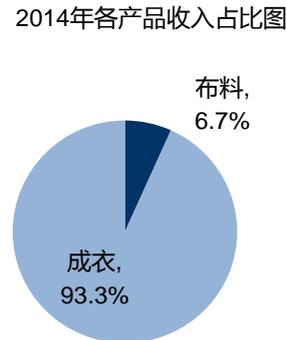
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 13: 公司收入以零售业务为主



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 14: 公司产业以成衣为主



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司在中国, 越南, 柬埔寨和萨尔瓦多都拥有自己的工厂, 采购遍布蒙古、马来西亚、萨尔瓦多、越南等地。包括在洛杉矶及全美国工作的设计和产品开发人员美国团队共有 300 余人, 销售量出量现在已超过每年 5000 万件。

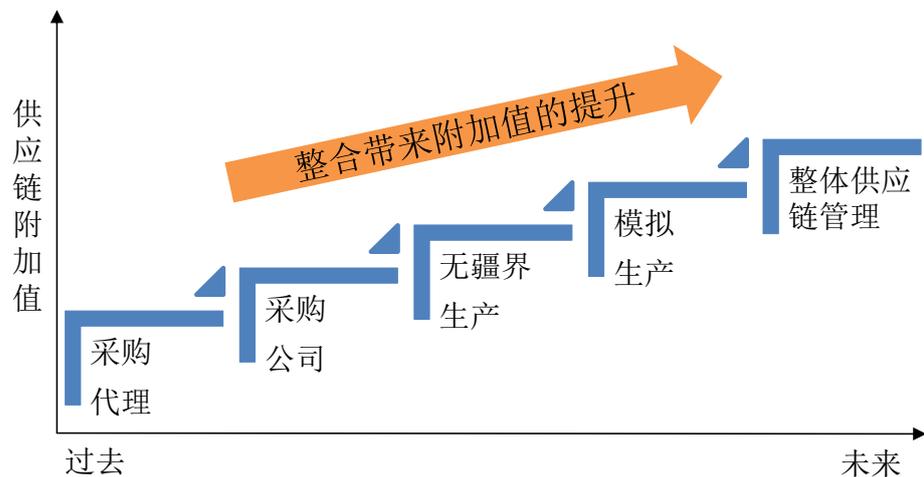
图 15： 公司供应链和采购遍布全球



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为公司具备整合供应链的基因，纵向一体化下同时具备品牌设计、供应链管理  
和生产能力。环球星光的前身只是一家采购代理公司，通过产业链上不断的整合，不断加  
强设计研发、管理、生产能力，释放限制浪费效率，提升并吸收供应链各环节附加值，我  
们认为公司未来将成为一家具备品牌管理能力的整体供应链管理商。

图 16： 整合带来供应链各环节附加值的提升



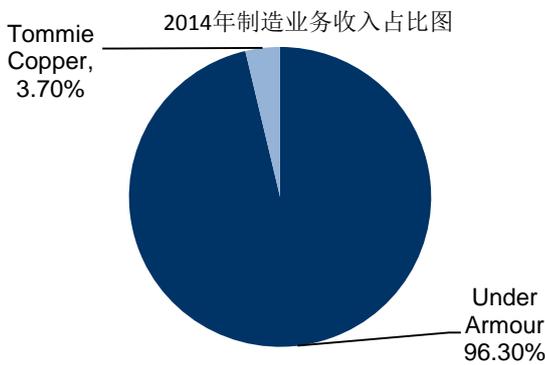
资料来源：《百年利丰》，申万宏源研究

### 3.2 驱动二：把握现有大客户，拓展加强运动业务

公司旗下子公司 APS 从事高端运动服饰设计代工业务，是美国第二大运动服品牌 Under  
Armour 的主要供应商之一，我们认为公司在运动服饰代工领域空间很大。（1）牢牢把握

**运动品牌新贵 Under Armour, 订单提升空间大:**2014 年 Under Armour 收入达 190 亿元(30.84 亿美元), 同比增长 32%, 已超过阿迪达斯成为美国第二大运动服品牌。2014 年 APS 收入 3.1 亿元, 其中 Under Armour 订单占比 95%约 2.9 亿元, 以 49%的毛利率计算(除生产成本外不考虑其他成本), 公司订单仅占 3%, APS 无论从速度、质量还是设计研发上在供应链队伍中都排在前列, 目前公司因定增评估原因无法扩产, 我们认为公司 Under Armour 订单尚有很大空间且具备较强粘性。**(2) 仍有整合预期, 拓展其他大客户, 打造北美运动品牌“小申洲”:**全球运动氛围浓厚, 运动品牌重新进入快速成长通道, 目前 Under Armour 占 APS 收入 95%以上, 我们认为公司一方面客户端仍有很大空间, 一方面可整合并购其他优质代工供应链, 成为北美运动品牌供应商的“小申洲”。

图 17: APS 收入 95%都来自于 Under Armour 品牌



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 18: Under Armour 增长快, 市占率稳步提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 19: UA2014 年收入 31 亿美元, 同比增长 32%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 20: UA2014 年净利润 2.1 亿美元, 同比增长 28%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

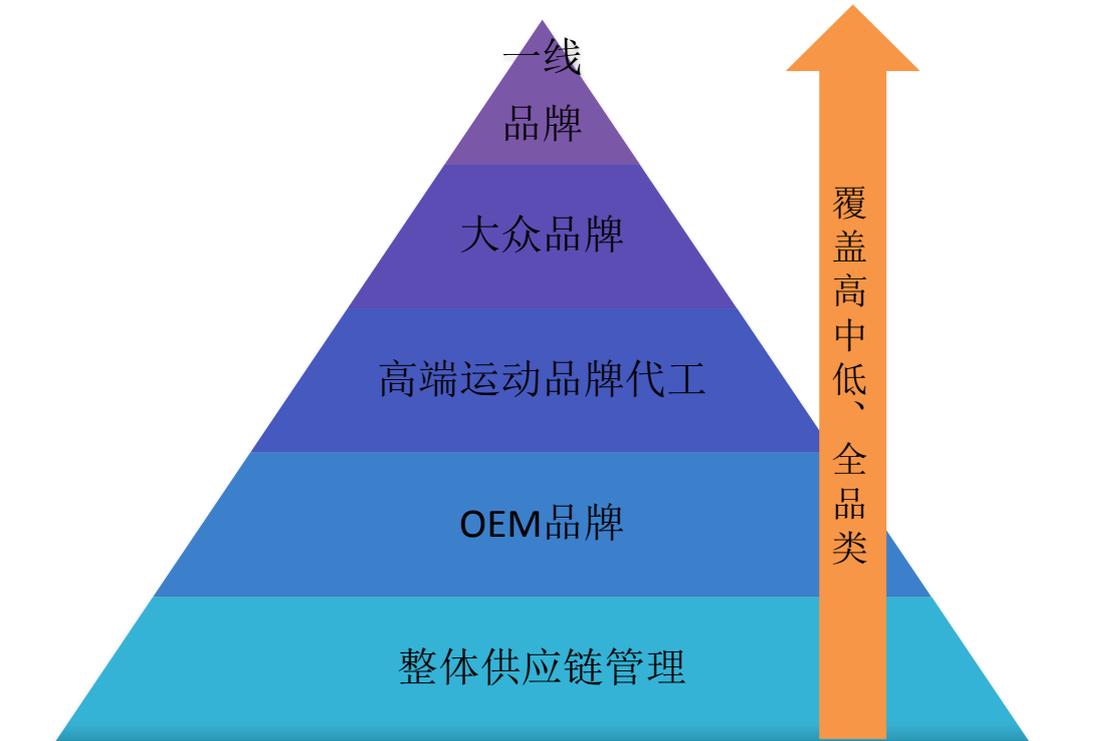
### 3.3 驱动三: 品类扩张+外延并购带来全新业绩增长点

公司未来有望新增牛仔裤、休闲裤、冬装及运动服饰等品类。公司目前主要业务聚焦在中低端少女装和熟女装, 且以春、夏、秋装为主, 通过不断整合并购, 公司有望在产业

链上延伸拓展品类，提升品牌深度和广度。我们认为公司通过整合合并有望形成具有梯度的品牌集群：覆盖中高低端的自有品牌+OEM品牌+高端运动代工+整体供应链服务。

公司未来仍将不断通过外延并购来扩充规模，若按照环球星光 5-6 倍被收购 PE 加上杠杆，我们预计 28 亿定增可支撑 80-100 亿收入的并购。公司已公告环球星光实际控制人罗永斌 100%控股的 Arlington 与 Glamour 就收购 Big Strike 100%的权益已达成协议。Big Strike 15 年总收入预计 8500 万美元。此外公司正在洽谈其他 3 个美国收购项目，3 个项目 15 年总收入预计为 3.5 亿美元以上，未来四家公司将注入环球星光。若算上 Big Strike 和洽谈中公司，我们预计 15 年净利润规模约在 5 亿元左右。

图 21： 公司未来形成有梯度的品牌集群



资料来源：申万宏源研究

## 4. 募投项目

此次公司定向增发 28 亿元，其中 18.8 亿元将用于收购环球星光 95%股权，1 亿元用于品牌推广项目，1.23 亿元用于建设美国物流基地项目，6.4 亿元用于补充流动资金。而品牌推广项目主要分为两部分：（1）电商项目：通过电商在中国推广针对年轻人的潮牌 Band of Gypsies、针对中年女性的时尚品牌 ONEWORLD、针对 4-10 岁女童的 WEAVERS GIRL；（2）高端品牌建设项目：考虑收购兼并优秀服装品牌。

表 9：募投项目主要用来收购环球星光 95%股权、品牌推广、建设美国物流基地和补充流动资金

序号	项目名称	项目总投资/拟投入资金 (万元)	项目建设周期	项目内容
1	收购环球星光	188,000		环球星光是美国品牌管理+供应链管理公司

	的 95%股权			
2	环球星光品牌推广项目	10,000	3 年	<p>(1) 自有品牌中国电商推广项目：通过电商在中国推广针对年轻人的潮牌 Band of Gypsies、针对中年女性的时尚品牌 ONEWORLD、针对 4-10 岁女童的 WEAVERS GIRL；</p> <p>(2) 高端品牌建设项目：考虑收购兼并优秀服装品牌</p>
3	环球星光美国物流基地项目	12,300	6-12 个月	原物流基地系在洛杉矶租赁，占地面积约 2.1 万平方米，加上第三方年货物流转量约 3000 万件，已不能满足需求。环球星光拟在美国洛杉矶购买约 2.5 万平方米的办公仓储物流中心，建设自有物流基地，实现年货物流转量约 3000 万件。
4	补充流动资金	63,739		支持主业，有利进一步地对外收购和垂直整合，利用现有的研发设计和生产制造平台深度挖掘产业供应链价值
	合计	274,039		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5. 盈利预测

若按照环球星光业绩承诺预测，我们预计 15-17 年环球星光主业收入为 22.8/25.1/27.7 亿元，我们预计外延并购（包括 Big Strike 和三家洽谈中公司等）16 年注入环球星光，预计 16/17 可贡献收入 26.8/48.2 亿元，我们预计环球星光+外延并购总收入 15-17 年为 22.8/51.9/75.8 亿元，对应净利润为 1.8/4.5/6.4 亿元，对应 EPS 为 0.39/0.95/1.37 元，16/17 年对应 PE 为 31/22 倍。考虑到公司未来自有品牌中国电商推广项目、高端品牌建设项目，且公告里反应了未来仍可能有并购预期，市场前景广阔，参考同比公司估值都在 40-50 倍，上调评级至买入评级。

表 10：环球星光收入拆分表

分版块		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
环球星光	收入	648	1211	1660	2282	2512	2767
	yoy		87%	37%	37%	10%	10%
外延并购（包括 Big Strike 及其他三家洽谈中公司等）	收入					2675	4815
	yoy						80%
总收入		648	1211	1660	2282	5187	7582
	yoy		87%	37%	37%	127%	46%

资料来源：申万宏源研究

表 11：利润预测表

单位：百万元，元

利润表	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E

一、营业收入	86	72	66	38	41	1,660	2,282	5,187	7,582
二、营业总成本	140	92	176	82	203	1,522	2,065	4,654	6,808
其中：营业成本	84	62	63	41	38	1,129	1,586	3,553	5,193
营业税金及附加	0	0	0	0	0	12	16	36	53
销售费用	8	7	5	2	2	133	183	467	698
管理费用	20	23	59	35	35	232	256	581	849
财务费用	2	1	2	2	2	16	21	16	15
资产减值损失	27	(1)	47	1	125	1	4	1	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	(2)	(1)	0	0
投资收益	1	20	28	25	(0)	3	3	1	1
三、营业利润	(52)	0	(82)	(18)	(162)	139	219	534	775
加：营业外收入	5	4	13	36	0	3	0	0	0
减：营业外支出	0	0	3	6	1	4	3	2	1
四、利润总额	(48)	4	(73)	11	(163)	138	216	532	774
减：所得税	0	0	0	0	0	9	34	85	131
五、净利润	(48)	4	(73)	11	(163)	128	182	447	643
少数股东损益	0	0	(11)	0	(71)	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	(48)	4	(62)	11	(92)	128	182	447	643
六、基本每股收益	(0.10)	0.01	(0.13)	0.02	(0.20)	0.27	0.39	0.95	1.37
全面摊薄每股收益	(0.10)	0.01	(0.13)	0.02	(0.20)	0.27	0.39	0.95	1.37

资料来源：申万宏源研究

表 12：纺织服装行业 2015 年估值比较表

行业	代码	公司	股价	股本	市值	EPS			PE			评级
			2015/11/6	亿股	亿元	14	E15	E16	14	E15	E16	
男装	002029.SZ	七匹狼	12.94	7.56	98	0.38	0.33	0.44	34	39	29	增持
	601566.SH	九牧王	19.14	5.75	110	0.61	0.62	0.78	31	31	25	增持
	002154.SZ	报喜鸟	8.08	11.72	95	0.23	0.17	0.21	35	48	38	买入
	002656.SZ	卡奴迪路	19.69	2.00	39	0.07	0.28	0.40	281	70	49	买入
	600177.SH	雅戈尔	15.87	22.27	353	1.42	1.66	1.82	11	10	9	买入
	600398.SH	海澜之家	16.02	44.93	720	0.53	0.73	0.93	30	22	17	买入
	600233.SH	大杨创世	18.75	1.65	31	0.29	0.28	0.32	65	67	59	增持
休闲	002563.SZ	森马服饰	12.20	26.95	329	0.41	0.50	0.60	30	24	20	买入
	002503.SZ	搜于特	13.74	10.37	142	0.24	0.22	0.31	57	62	44	增持
体育户外	300005.SZ	探路者	21.80	5.14	112	0.58	0.63	0.69	38	35	32	买入
	603555.SH	贵人鸟	34.79	6.14	214	0.51	0.55	0.65	68	63	54	增持
	002098.SZ	浔兴股份	12.76	3.10	40	0.25	0.30	0.36	51	43	35	增持
	002486.SZ	嘉麟杰	5.50	8.32	46	0.03	-0.08	0.03	183	-	183	增持
女装	002612.SZ	朗姿股份	40.58	2.00	81	0.61	0.42	0.46	67	97	88	买入
	002494.SZ	华斯股份	21.14	3.48	74	0.27	0.03	0.17	78	705	124	买入

家纺	002293.SZ	罗莱家纺	17.98	7.02	126	0.54	0.65	0.77	33	28	23	买入
	002327.SZ	富安娜	11.59	8.61	100	0.44	0.47	0.52	26	25	22	买入
	002397.SZ	梦洁家纺	9.61	6.72	65	0.22	0.25	0.30	44	38	32	增持
鞋类	603001.SH	奥康国际	29.26	4.01	117	0.64	1.01	1.29	46	29	23	买入
丝袜	603558.SH	健盛集团	20.90	3.00	63	0.26	0.35	0.43	80	60	49	增持
面辅料	000726.SZ	鲁泰 A	12.81	9.56	122	1.00	0.84	0.97	13	15	13	买入
	002042.SZ	华孚色纺	12.34	8.33	103	0.29	0.42	0.51	43	29	24	增持
军需	601339.SH	百隆东方	7.40	15.00	111	0.34	0.27	0.44	22	27	17	增持
	601718.SH	际华集团	14.07	38.57	543	0.30	0.33	0.37	47	43	38	增持
跨境电商	002640.SZ	跨境通	38.88	6.35	247	0.16	0.26	0.35	243	150	111	增持
日化	600315.SH	上海家化	39.68	6.74	267	1.34	1.49	1.56	30	27	25	增持
供应链金融	002404.SZ	嘉欣丝绸	8.57	5.21	45	0.15	0.16	0.18	57	54	48	买入
动漫	002699.SZ	美盛文化	45.64	4.46	204	0.28	0.52	0.63	163	88	72	买入

资料来源：申万宏源研究

## 6、附录

### 6.1 冯氏控股：全球整体供应链管理巨擘

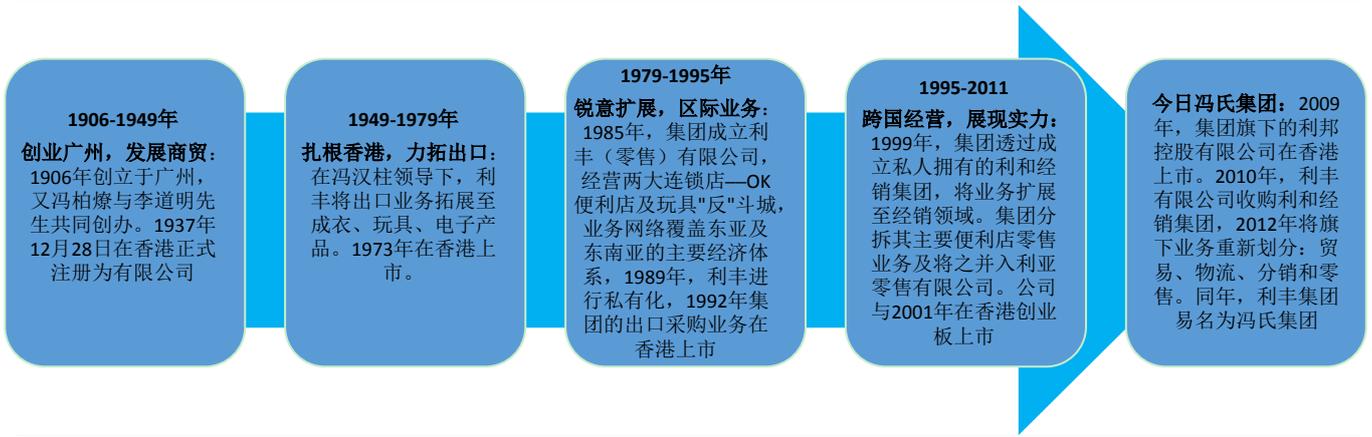
冯氏控股即我们熟知的利丰集团，是一家以香港为基地的大型跨国商贸集团，旗下有贸易物流、分销和零售三大核心业务。冯氏控股正式凭借其强大的供应链管理体系从一家外贸公司转型成世界上最顶尖的商贸公司。

图 22： 冯氏控股业务以贸易物流、分销和零售三部分组成



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 23: 冯氏控股历史沿革



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24: 利丰 2014 年收入 1265 亿元，同比增长 1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25: 利丰有限公司 2014 年净利润 27 亿元



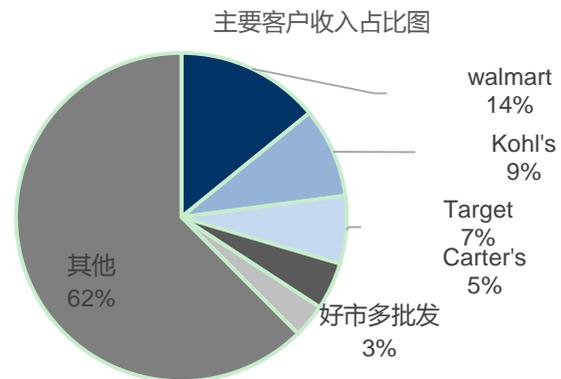
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26: 利丰有限公司 2014 年毛利率 11%，净利率 2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27: 利丰有限公司前五大客户较为分散

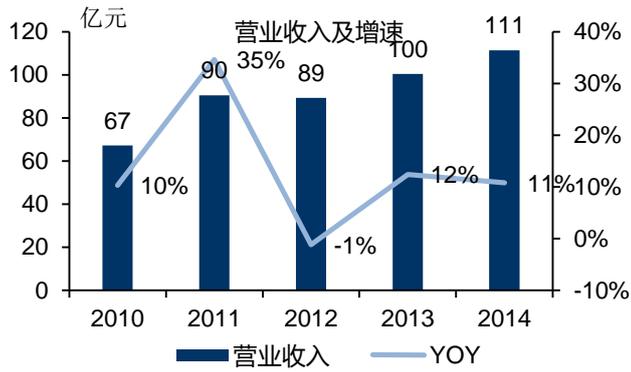


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 6.2 申洲国际：亚洲最大的一体化成衣企业

申洲集团成立于1988年，其主体企业为宁波申洲针织有限公司，如今是亚洲最大的一体化成衣企业，拥有从研发、设计、生产、物流及品牌的完整运营体系，拥有年生产能力织布逾8万吨，染色与后整理逾9万吨，印绣花逾10亿片，成衣逾2.2亿件。客户多为国际一流品牌包括运动品牌的NIKE、ADIDAS、PUMA、ANTA以及休闲品牌的UNIQLO等客户。

图 28：申洲国际 2014 年收入 111 亿元，同比增 11%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：申洲国际 2014 年净利润 21 亿，同比增 15%



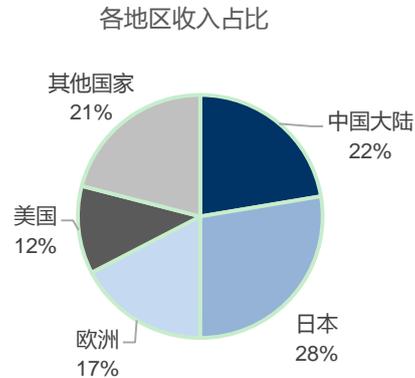
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：申洲国际 2014 年毛利率 29%，净利率 18.6%



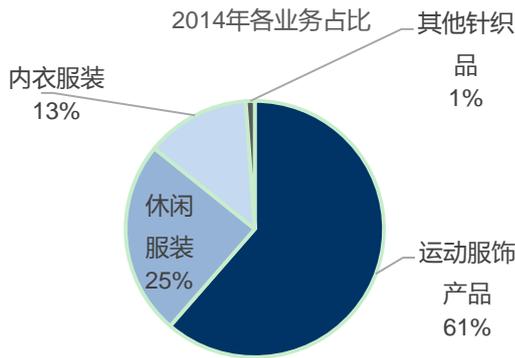
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31：日本是申洲国际最大的市场，收入占比 28%



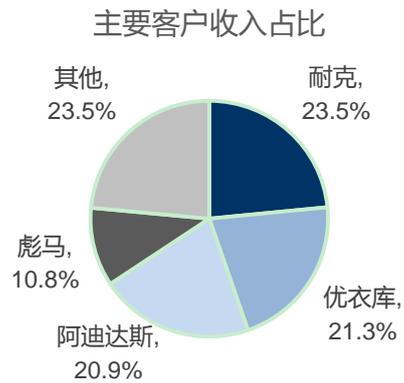
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32: 申洲国际运动服饰产品收入占比 61%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 33: 申洲国际主要客户多为国际一流品牌

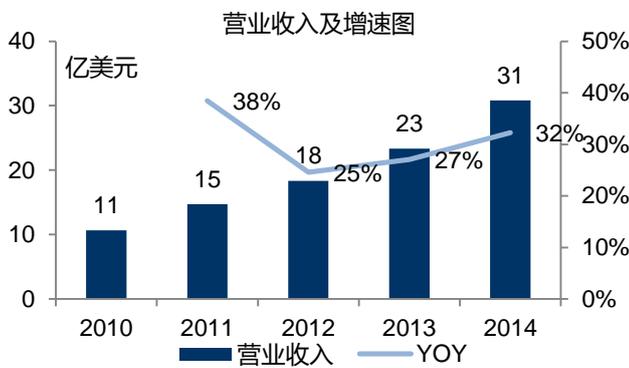


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 6.3 Under Armour: 美国第二大运动服品牌

Under Armour 成立于 1996 年, 由前马里兰橄榄球明星 Kevin Plank 创办, 已从最初的紧身衣制造商发展为目前全美排名第二的运动服品牌, 仅次于耐克。公司以核心材料、产品设计为依托, 技术创新、高技术产品是公司成长的核心驱动力, 产品生产则主要依靠外包。旗下主要有 HEATGEAR®、COLDGEAR®、ALLSEASONGEAR® 三类技术产品, 产品范围涵盖运动服装、鞋类和配饰。

图 34: UA2014 年收入 31 亿美元, 同比增长 32%



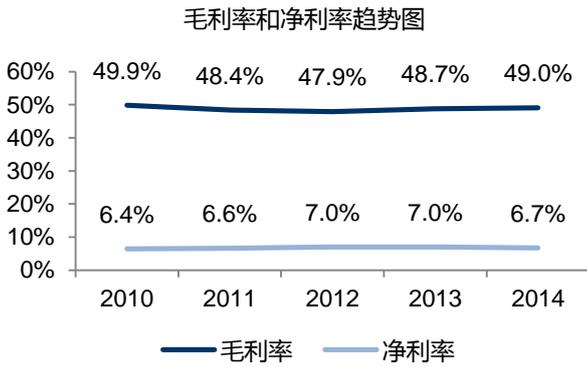
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 35: UA2014 年净利润 2.1 亿美元, 同比增长 28%



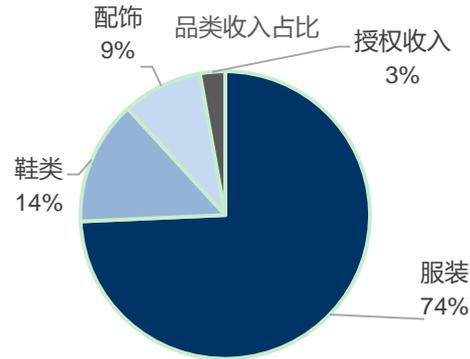
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 36: UA2014 年毛利率 49%，净利率 6.7%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 37: 2014 年, UA 收入中服装占比约 74%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 38: Under Armour 产品愿景

**品牌愿景** **让运动无处不在**

这所有的一切都始于1996年。前美国马里兰大学美式橄榄球队长凯文·普朗克 (Kevin Plank) 在运动中发现护具下的棉制T恤被汗水浸透后变得笨重不堪。于是一个想法在他的脑海中萌生了: 一定有更好的选择。事实证明他是正确的。他成功研制出一件世人此前从未见过的功能性T恤。当时他并不知道这款紧身速干的运动T恤从此以后会彻底改变运动员的着装。在不到20年后的今天, Under Armour 始终制造世界上最富革命性的功能性运动装, 服装和配件装备。

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 39: Under Armour 产品展示图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。