

纺织服装

2016 年 07 月 26 日

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：2016 年 07 月 25 日

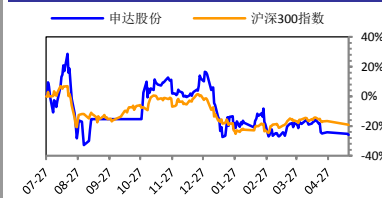
收盘价（元）	11.43
一年内最高/最低（元）	18.6/9.6
市净率	3.4
息率（分红/股价）	0.87
流通 A 股市值（百万元）	8118
上证指数/深证成指	3015.83/10718.36

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	3.38
资产负债率%	44.58
总股本/流通 A 股（百万）	710/710
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《申达股份 (600626) 年报点评》
2011/03/09
《2001-10-19_600626_调研简报》
2001/10/19

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

王一博
(8621)23297818×7419
wangyb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

申达股份 (600626)

大力发展汽车内饰和纺织新材料，受益上海国企改革落地

投资要点：

- 公司主营业务分为四大板块：以纺织品和服装为主的进出口贸易业务、汽车纺织品为主的内饰业务、纺织新材料业务和房产租赁及物业服务。（1）主营业务稳健增长：过去三年，主营收入复合增速为 4%。2015 年归母净利同比增长 15%；16 年 Q1 归母净利同比增长 123%，归母扣非净利同比增长 46%，净利大幅增长来自于主营毛利率上升和收购兼并带来的投资收益增加，公司中报业绩有望超预期。（2）重点发展高增长的汽车内饰业务和高毛利的纺织新材料业务：2015 年贸易业务毛利率 5%，汽车内饰毛利率 13%，纺织新材料毛利率 25%；贸易收入占比 79%/毛利占比 56%，汽车内饰和纺织新材料收入占比 20%/毛利占 39%。在十三五期间，公司汽车内饰和纺织新材料利润贡献有望超过贸易业务。
- 实际控制人为上海市国资委，有望受益于国企改革全面铺开，公司存在集团优质资产注入预期。（1）2016 年下半年上海国企改革有望明显提速：近期国企改革试点全面铺开，上海作为地方国企改革先锋，2016 年下半年有望明显提速。（2）上海市国资委早为公司改革做出准备：控股股东上海纺织集团旗下仅有 2 家上市公司，资产证券化率不足 30%。2015 年 4 月，上海市国资委将其所持纺织集团 49% 股份无偿划转至上海国盛（上海市仅有的 2 家国有资产流动平台之一），上海国资委为旗下企业进行改革做好了准备。（3）公司作为纺织集团旗下仅有的二家上市平台之一，一季报已披露可能存在集团优质资产注入。
- 各项业务齐发力，汽车内饰增长最快，未来目标“打造车用纺织内饰亚洲第一”。（1）近 5 年公司进出口贸易业务收入复合增速为 4.4%，确定向以自营为主的供应链集成服务商转型：公司确定了学习“利丰”，向一站式供应链服务提供者发展的目标，计划以兼并收购为突破口，迅速提升规模和在整个供应链上的议价能力。（2）受益于汽车行业发展，汽车内饰快速增长，未来将整合资源搭建全球生产平台：公司汽车内饰产品包括汽车地毯、车顶内饰、安全带等，主要供应上海大众、宝马、奔驰等公司，最近 5 年业务收入复合增速为 16%，毛利率稳定在 11%-13% 之间，预计该业务未来将持续快速发展，进而带动公司整体盈利不断上升。（3）纺织新材料产品平均毛利在 20% 以上，是公司重点培育的新兴业务：实施主体申达科宝（公司持股 95%）为高新技术企业，主要产品沼气膜、建筑膜、防水卷材等附加值高。该业务 2015 年收入仅为 2 亿元，未来不仅要效益也要规模，寻找新的利润增长点。本次定增向碳纤维等领域延伸，经过一定培育期，未来规模化收益可期。
- 有望受益上海国企改革，存在集团优质资产注入预期，主业稳健增长，重点发展高增长的汽车内饰业务和高毛利的纺织新材料业务，外延并购持续不断，首次覆盖给与增持评级。公司定增底价 10.53 元/股，与现价接近，拟募集 12.5 亿元投资于碳纤维及其预浸料生产项目、沈阳和宁波汽车装饰件业务项目、收购 PFI（美国优秀的家纺设计和销售公司）100% 股权项目和收购 NYX（美国汽车内饰生产企业，汽车硬内饰产品一级供应商）35% 股权项目。控股股东申达集团认购 31%，锁定期 3 年，彰显对公司发展的信心。我们预计 16-18 年的 EPS 分别为 0.32/0.38/0.43 元，对应 16 年 PE35 倍、17 年 PE30 倍。同行业具有国企改革预期公司 PE 平均水平在 40-55 倍之间，考虑到公司重点发展的汽车内饰业务广阔前景、纺织新材料业务高盈利能力和预计持续将有外延并购落地，我们认为公司 PE 在 40-45 之间较为合理，目标市值 100 亿左右，首次覆盖给与增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016Q1	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	7,706	2,155	8,576	9,495	10,499
同比增长率（%）	9.81	24.90	11.28	10.70	10.59
净利润（百万元）	170	56	229	271	302
同比增长率（%）	15.13	122.84	34.99	18.22	11.42
每股收益（元/股）	0.24	0.08	0.32	0.38	0.43
毛利率（%）	8.2	10.8	8.6	9.0	9.1
ROE（%）	7.2	2.3	8.9	9.5	9.6
市盈率	48		35	30	27

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

有望受益上海国企改革，存在集团优质资产注入预期，主业稳健增长，重点发展高增长的汽车内饰业务和高毛利的纺织新材料业务，外延并购持续不断，首次覆盖给与增持评级。我们预计 16-18 年收入分比为 86/95/105 亿元，同比增长 11.2%/10.7%/10.6%；预计归母净利润为 2.3/2.7/3.0 亿元，同比增长 35.0%/18.2%/11.4%。暂不考虑定增对公司股本的影响，我们预计 16-18 年的 EPS 分别为 0.32/0.38/0.43 元，对应 16 年 PE35 倍、17 年 PE30 倍。同行业具有国企改革预期公司 PE 平均水平在 40-55 倍之间，考虑到公司重点发展的汽车内饰业务广阔前景、纺织新材料业务高盈利能力和预计持续将有外延并购落地，我们认为公司 PE 在 40-45 之间较为合理，目标市值 100 亿左右，首次覆盖给与增持评级。

关键假设点

公司利润来源主要是营业收入和投资收益两部分。

1. 外贸进出口业务：我们假设 16-18 年收入增速分别为 10%/7%/4%；
2. 汽车内饰业务：我们假设 16-18 年收入增速保持在 33%；
3. 纺织新材料业务：我们假设 16-18 年收入增速分别为 0/5%/10%；
4. 投资收益：公司未来持续外延并购预期较强，预计未来几年可持续产生较高的投资收益，我们预计 16-18 年投资收益分别为 1.15/1.2/1.25 亿元。

有别于大众的认识

市场认为公司以进出口贸易业务为主，盈利能力不强。我们认为，一方面公司在贸易业务中积极向自营为主的供应链集成服务商转型，以兼并收购为突破口，迅速提升规模和在整个供应链上的议价能力。另一方面，公司近年来重点发展汽车内饰业务和纺织新材料业务，汽车内饰在国内行业里已经是龙头，预计该业务未来会持续高速增长；本次定增向碳纤维等领域延伸，经过一定培育期，未来规模化收益可期。

市场认为公司国企改革动作缓慢。我们认为，2015 年 4 月上海市国资委将其所持公司控股股东的 49% 股份无偿划转至上海国盛，就已经为旗下企业进行改革做好了准备。近期国企改革政策频出，我们认为 2016 年是国企改革落实年，上海作为地方国企改革先锋，下半年有望加速推进国企改革进程。

股价表现的催化剂

上海国企改革进入落地阶段，控股股东优质资产注入上市公司

各国经济复苏，消费需求提升，带动纺织品出口和汽车消费增加

核心假设风险

上海国企改革进展不达预期

经济复苏低于预期，消费持续低迷

目录

1. 主业稳健增长，期待上海国企改革落地	6
1.1 三大业务板块协同发展，毛利率逐年提升	6
1.2 实际控制人为上海市国资委，望受益于国企改革全面铺开	8
1.3 控股股东资产证券化率有待提升，公司存在资产注入预期	9
2. 各项业务齐发力，汽车内饰业务增长最快	10
2.1 进出口贸易业务向以自营为主的供应链集成服务商转型	10
2.2 汽车内饰业务有望与进出口贸易业务并驾齐驱	12
2.3 纺织新材料是公司重点培育的新兴业务	15
3. 定增深化布局产业用纺织品业务和进出口贸易业务	16
3.1 与国内顶尖科研院校合作，向新材料领域进一步延伸	17
3.2 生产基地项目进一步落实汽车内饰业务“销地产”、“全国布局”“走高端”战略	17
3.3 收购海外公司股权，助力公司业务国际化布局	18
4. 盈利预测与投资建议	20

图表目录

图 1: 公司营业收入增速走出低谷期	6
图 2: 公司净利润增速有望不断改善	6
图 3: 收入中贸易业务占比 79%, 汽车内饰占比 18%	7
图 4: 15 年纺织新材料和汽车内饰毛利率远高于贸易业务	7
图 5: 毛利中贸易业务占比 56%, 汽车内饰占比 31%	7
图 6: 毛利率逐年提升, 净利率走出底部	7
图 7: 国外销售主要来自于美国和欧洲	7
图 8: 国内销售主要来自于江浙沪	7
图 9: 公司实际控制人为上海市国资委	9
图 10: 进出口贸易主要产品为纺织品、服装等	11
图 11: 近 5 年贸易收入增速先放缓后提高	11
图 12: 外贸毛利率稳定, 内销毛利率有所增长	11
图 13: 公司学习对象——利丰供应链服务情况	12
图 14: 我国居民汽车拥有量逐年增长, 复合增速 16.5%	12
图 15: 2014 年中国人均汽车保有量远低于发达国家	12
图 16: 汽车内饰业务的主要产品是地毯、车顶内饰、安全带等	13
图 17: 汽车内饰主要合作伙伴为整车知名品牌	14
图 18: 汽车内饰收入增速不断提高	15
图 19: 汽车内饰毛利率稳定在 11%-13%	15
图 20: 纺织新材料业务的主要产品为沼气膜、围油栏等	16
表 1: 2016 年以来中央国企改革重大事件	8
表 2: 2012 年至今上海国企改革重大事件	8
表 3: 上海纺织集团主要业务板块为生产制造和进出口贸易	9
表 4: 公司进出口贸易板块主要控股子公司 15 家	10
表 5: 公司汽车内饰板块控股和参股公司 17 家	13
表 6: 汽车内饰主要产品 2015 年生产量和销售量	13
表 7: 公司在建 7 个汽车内饰相关项目	14

表 8: 公司定增募集资金投向.....	16
表 9: 碳纤维项目达产后预计年均净利润为 1.05 亿元.....	17
表 10: 生产基地项目达产后产能情况	18
表 11: 生产建设基地项目达产后预计年均净利润为 1774 万元.....	18
表 12: PFI 主要拥有 7 个自主品牌和 4 个获得销售许可的品牌.....	18
表 13: PFI 公司 2014 年净利润为 2915 万元	19
表 14: NYX 公司截至 2015 年 9 月 30 日净利润为 1.73 亿元	19
表 15: 同行业可比公司估值表.....	20
表 16: 申达股份收入分拆表	21
表 17: 申达股份利润表	21

1. 主业稳健增长，期待上海国企改革落地

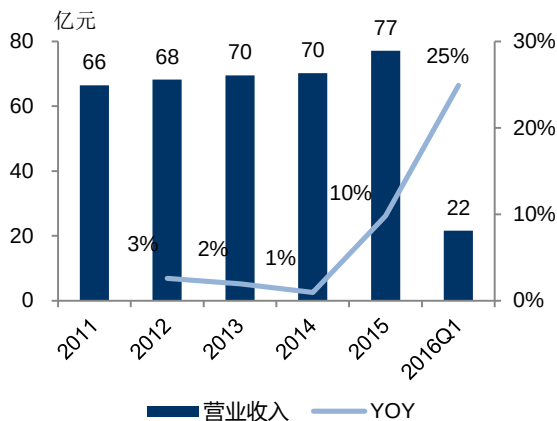
1.1 三大业务板块协同发展，毛利率逐年提升

公司成立于 1986 年，1992 年改制成股份制企业，并于 1993 年 1 月 7 日公开上市交易。

目前公司大体上划分为四个业务板块，即外贸板块、汽车内饰板块、产业用品（纺织新材料）板块和综合业务板块。国内贸易板块是除产业用品板块和汽车内饰板块外的服装纺织品等的内销业务；综合业务板块是公司房产物业企业开展的房产租赁及物业服务业务。

公司主营业务稳健增长。过去三年，公司主营业务收入复合增速为 4.2%。2015 年公司营业收入 77.1 亿元，同比增长 9.8%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 15.1%。2016 年一季度，营业收入为 21.6 亿元，同比增长 24.9%；归母净利润 0.4 亿元，同比增长 122.9%；归母扣非净利润 0.3 亿元，同比增长 45.5%。一季度净利润大幅增长，一方面来自于主营毛利率上升，另一方面来自于收购兼并带来公司投资收益增加，**公司中报业绩有望超预期。**

图 1：公司营业收入增速走出低谷期



资料来源：Wind、申万宏源研究

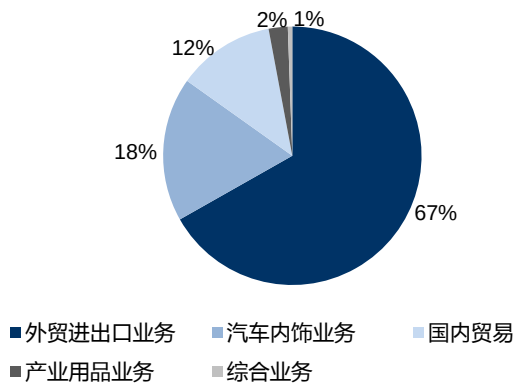
图 2：公司净利润增速有望不断改善



资料来源：Wind、申万宏源研究

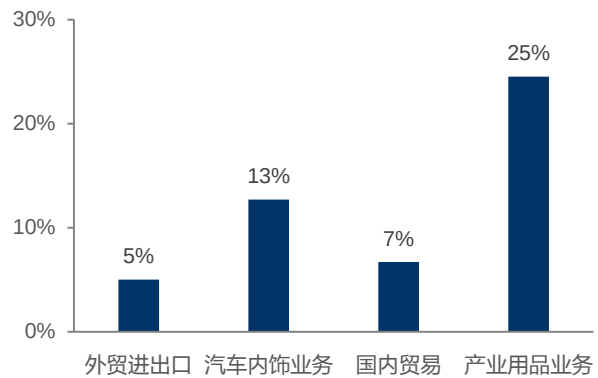
公司重点发展高增长的汽车内饰业务和高毛利的纺织新材料业务。2015 年贸易业务毛利率为 5%，汽车内饰业务毛利率为 13%，纺织新材料业务毛利率为 25%。从收入来看，贸易业务占比 79%，汽车内饰和纺织新材料业务占比 20%；但从毛利贡献来看，贸易业务贡献 56%，汽车内饰和纺织新材料贡献 39%。在十三五期间，公司汽车内饰和纺织新材料利润贡献有望超过贸易业务。**公司近 5 年毛利率逐年提升**，从 2011 年的 6.7% 上升至 2016 年 1 季度的 10.8%，净利率水平也走出底部，逐年提升。

图 3: 收入中贸易业务占比 79%, 汽车内饰占比 18%



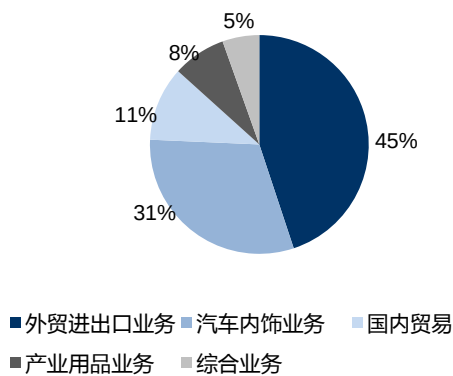
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 4: 15 年纺织新材料和汽车内饰毛利率远高于贸易业务



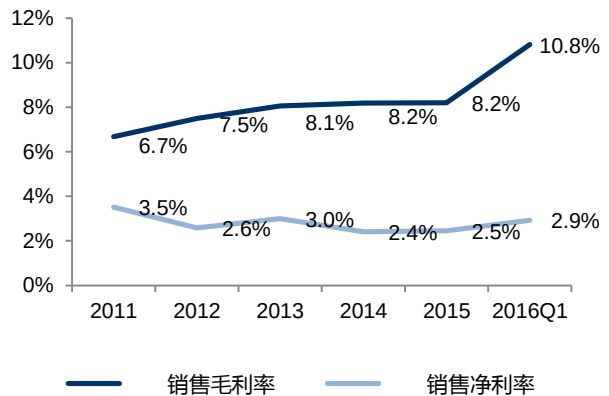
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 5: 毛利中贸易业务占比 56%, 汽车内饰占比 31%



资料来源: Wind、申万宏源研究

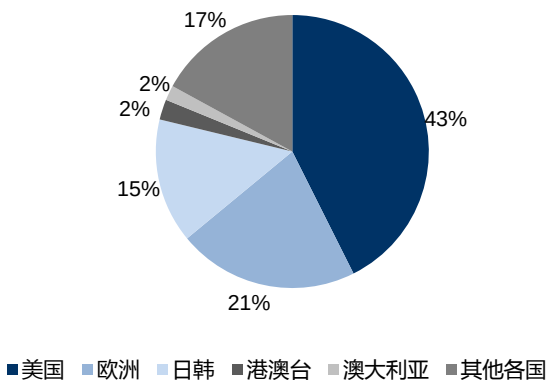
图 6: 毛利率逐年提升, 净利率走出底部



资料来源: Wind、申万宏源研究

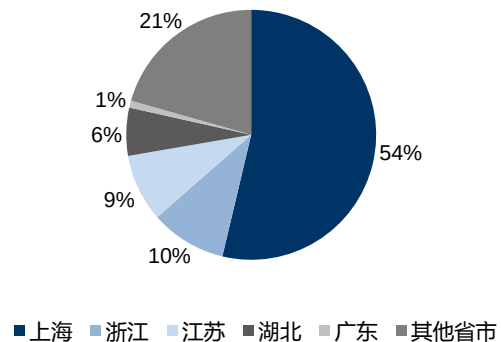
主营收入主要来自于国外。2015 年公司主营收入来 68% 来自于国外, 32% 来自于国内。国外收入来源主要集中在美国, 占国外收入的 43%, 其次是欧洲, 占比达到 21%。在国内收入来源区域方面, 江浙沪是主要销售区域, 占据 73% 的国内收入, 其中上海占比达 54%。

图 7: 国外销售主要来自于美国和欧洲



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 8: 国内销售主要来自于江浙沪



资料来源: Wind、申万宏源研究

1.2 实际控制人为上海市国资委，望受益于国企改革全面铺开

2016 年是国企改革的落实年。从年初三部门联合提出十项改革计划到 6 月底国资委主任肖亚庆向人大常委会汇报国企改革进展时，表示国企国资改革顶层设计基本完成，这意味着国企改革进入落地阶段，再到 7 月 4 日习近平主席在全国国有企业改革座谈会上强调要坚定不移深化国企改革，7 月 14 日国资委公布国企改革最新情况。我们认为 2016 年国企改革将明显提速。

表 1：2016 年以来中央国企改革重大事件

时间	政策/事件
2 月 25 日	国务院国资委、国家发改委、人社部联合披露国企“十项改革试点”落实计划。
3 月 15 日	政府工作报告中明确指出，“推动国有企业特别是中央企业结构调整，创新发展一批，重组整合一批，清理退出一批。”
5 月 18 日	国务院审议通过《中央企业深化改革瘦身健体工作方案》。
6 月 30 日	国资委主任肖亚庆向人大常委会汇报时，表示国企国资改革顶层设计基本完成，目前已相继制定出台 13 个专项改革意见或方案，还有 9 个文件正在履行相关程序，相关配套文件即将全部制定完成。
7 月 1 日	《企业国有资产交易监督管理办法》出台。
7 月 4 日	习近平主席在全国国有企业改革座谈会上强调，国有企业必须理直气壮做强做优做大，实现国有资产保值增值。
7 月 14 日	国资委表示，当前国企改革试点全面铺开。

资料来源：公开信息、申万宏源研究

上海是地方国企改革的先锋。在 2013 年 12 月就率先发布国企改革指导意见“上海国资国企改革 20 条”。2015 年 12 月 22 日举行的 2015 年上海国资高峰论坛上，上海市国资委副主任林益彬表示，2016 年将是上海国资国企改革新起点。2016 年 1 月 8 日上海国资国企工作会议提出，2016 年要稳妥发展混改，加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市。2016 年 7 月 18 日，上海市国资委召开三季度工作会议，上海市国资委党委书记、主任金兴明同志传达了本月召开的全国国有企业座谈会和十届市委十二次全会精神，要求准确把握中央和市委、市政府对国资国企改革新要求，看清大势、把握大局、防范风险，奋力推进国资国企改革创新。2016 年作为上海国企改革“新起点”，我们相信今年上海会有更多数量的国有企业改革实例落地。

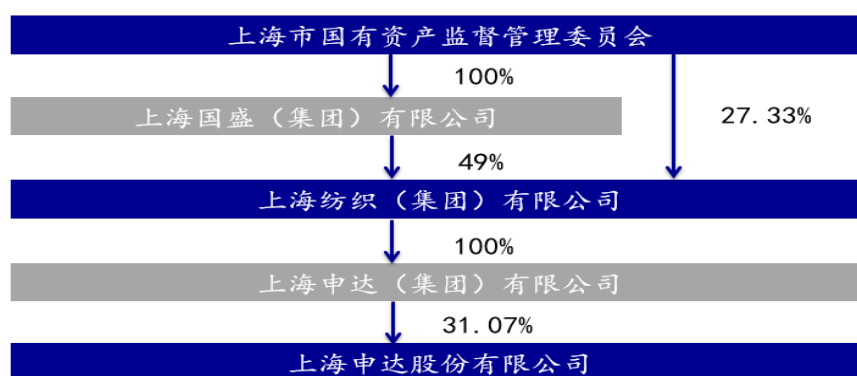
表 2：2012 年至今上海国企改革重大事件

时间	政策/事件
2012 年 5 月	《上海市国资国企改革发展“十二五”规划》
2013 年 12 月	《关于进一步深化上海果子改革促进企业发展的意见》
2014 年 7 月	《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》
2015 年 1 月	信达国鑫国企混合所有制改革（上海）促进基金成立。
2015 年 2 月	上海市国资工作会议提出启动国资流动平台——上海国盛、上海国际。
2015 年 6 月	浦东国资国企改革“18 条”
2015 年 12 月	上海市国资委副主任林益彬表示，2016 年将是上海国资国企改革新起点。
2016 年 1 月	上海国资国企工作会议提出，2016 年要稳妥发展混改，加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市。

资料来源：公开信息、申万宏源研究

上海市国资委将其所持控股股东 49% 股权无偿划转至上海国盛早已为改革做足准备。公司的控股股东是上海纺织集团，实控人为上海国资委。纺织集团旗下有两家上市公司，分别为申达股份、龙头股份。为推进上海国企改革工作，2015 年 4 月，上海市国资委将其所持有的纺织集团 49% 股份无偿划转至上海国盛，后者是上海市仅有的 2 家国有资产平台流动平台之一，国资有望借助该平台，实现合理流动，我们认为这是上海国资委为旗下企业进行改革做的第一步准备。公司作为上海纺织集团旗下仅有的 2 家上市平台之一，望受益于上海国企改革，具有极大的改革预期。

图 9：公司实际控制人为上海市国资委



资料来源：公司年报，申万宏源研究

1.3 控股股东资产证券化率有待提升，公司存在资产注入预期

2015 年末纺织集团总资产 322 亿元，总负债 196 亿元，集团全年营收 461 亿，净利润 7.9 亿元，与上年相比基本持平，净资产收益率达到 6.2%。集团旗下仅申达股份和龙头股份两家上市公司，资产证券化率仅 22% 左右，具有一定的提升空间。上海纺织集团公司主要有生产制造、贸易两大方向的业务及相关资产，详见下表：

表 3：上海纺织集团主要业务板块为生产制造和进出口贸易

业务板块	具体业务模块	已上市资产所在公司	未上市资产所在公司	品牌/成就
生产制造	品牌纺织制造	龙头股份	申安纺织、裕丰科技	
	汽车用纺织品	申达股份（拥有 17 家汽车纺织品企业）		汽车一、二次配套产品在全国市占率达 40%，汽车针织内饰顶篷面料市占率达 30%，年产汽车安全带 2 亿米，市占率达 40%。
	纺织新材料	申达股份（申达新纺织、申达科宝新材料）	三带特种工业线带	已成为国内最大的阔幅 PVC 复合膜结构材料生产商。
	新兴功能性化纤及材料		德福伦化纤、里奥纤维、特安纶纤维	
贸易板块	进出口贸易	申达股份、龙头股份	上实国际贸易汉投和华中进出口等 7 个管理平台，20 多家公司。	上海纺织集团 2015 年对外贸易进出口总额以 48.42 亿美元在中国对外贸易 500 强企业中名列。

资料来源：公司官网、申万宏源研究

上海纺织集团未上市资产主要集中在纺织用品及进出口贸易板块，为了响应国企改革号召，提高集团整体资产证券化率，今年下半年纺织集团进入改革落地期速度有望加快。并且，在申达股份一季报里，上海纺织集团作出承诺：为响应国企改革号召，本公司正在研究纺织集团整体或核心业务上市事宜，将旗下的纺织用品及外贸等相关业务实现上市。如果五年内未实施上市，本公司亦会对旗下业务进行整合，形成更为清晰的业务板块；并本着有利于旗下上市公司发展和全体股东利益的原则，根据上市公司资产状况、资本市场认可程度，在五年内逐步注入所控股或间接控股且同时符合下列条件的未上市外贸业务资产。申达股份作为集团旗下仅有的 2 家上市公司之一，存在集团优质资产注入预期，进一步提高公司整体竞争力和盈利能力。

2. 各项业务齐发力，汽车内饰业务增长最快

2.1 进出口贸易业务向以自营为主的供应链集成服务商转型

公司进出口贸易实施主体为上海申达进出口有限公司和上海八达纺织印染服装有限公司，主要涉及的领域为纺织服装和家用纺织品，分为外贸和内销两部分，销售市场遍布 120 多个国家和地区。公司通过为采购商提供从设计、研发、生产组织、质量控制到海关、商检资金统筹等一揽子贸易服务，来获取出口贸易的差价和收取代理佣金。在 2015 年 1-10 月对全球出口家用纺织品企业排名中，子公司上海申达进出口有限公司位列第 66 位。公司进出口贸易板块主要有 15 家控股子公司，见下表：

表 4：公司进出口贸易板块主要控股子公司 15 家

子公司名称	主营业务	持股比例 (%)
上海八达纺织印染服装有限公司	贸易	100
上海申达进出口有限公司	贸易	100
上海新申达企业发展有限公司	贸易	100
上海申达（美国）公司	贸易	70
上海申达 II 公司	贸易	100
米索卡服饰有限公司	贸易	100
SSIE HOLDINGS LLC	贸易	100
CROSS RIVER LLC	贸易	81.43
上海优璞服装有限公司	贸易	51
上海申达（香港）有限公司	贸易	100
上海第三织带厂	纺织制造	100
上海荔达制衣有限公司	针梭织加工及销售	100
上海旭申高级时装有限公司	棉、毛丝、麻、纺织品、服装加工及销售	100
吴江申达制衣有限责任公司	制造加工服装及服装辅料	100
PFI HOLDING LLC	制造加工纺织品	100

资料来源：公司年报、申万宏源研究

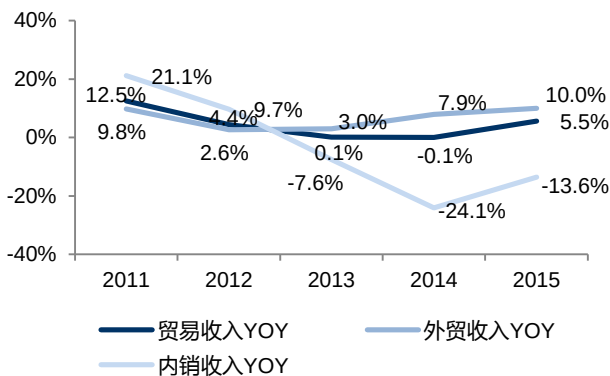
图 10：进出口贸易主要产品为纺织品、服装等



资料来源：公司官网，申万宏源研究

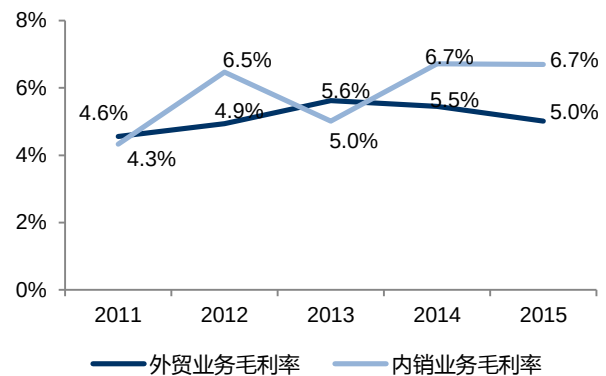
近 5 年公司贸易业务收入复合增速为 4.4%。其中，外贸业务收入保持稳定增长，内销业务收入逐年下滑。2015 年外贸业务的销售收入为 55.74 亿元，同比增长 9.98%；内销业务收入为 10.2 亿元，同比下降 13.59%。2015 年外贸业务毛利率为 5.01%，同比降低 0.4 个百分点；内销业务毛利率 6.7%，与上年基本持平。总体而言，近 5 年公司外贸业务毛利率稳定在 5% 左右；内销业务毛利率有所增长。

图 11：近 5 年贸易收入增速先放缓后提高



资料来源：Wind、申万宏源研究

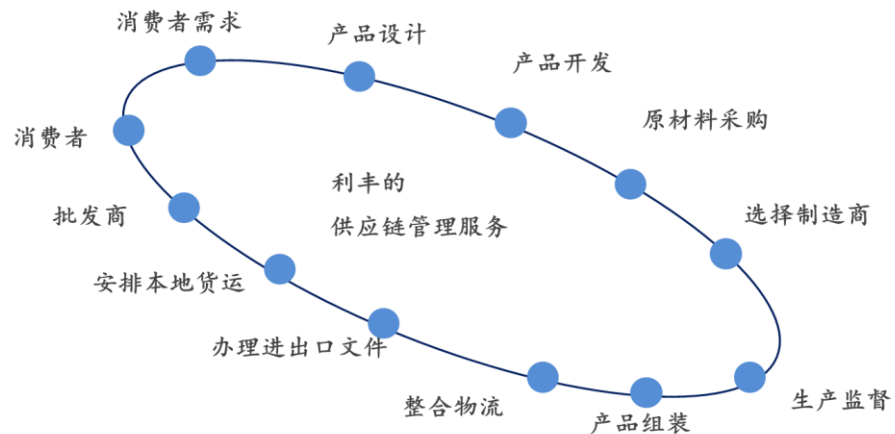
图 12：外贸毛利率稳定，内销毛利率有所增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

目前公司进出口贸易业务中，代理比重高于自营比重。近年，公司确立了向以自营为主的集成供应商转型的目标，由外贸商向一站式供应链服务提供商发展，“利丰”成为公司学习对象。公司计划在十三五期间，以兼并收购为突破口，迅速提升规模和在整个供应链上的议价能力；通过整合内部资源，建设一系列涵盖服装设计、面料研发、采购、生产和流通环节的服务平台，巩固和提升供应链管理能力和。

图 13: 公司学习对象——利丰供应链服务情况

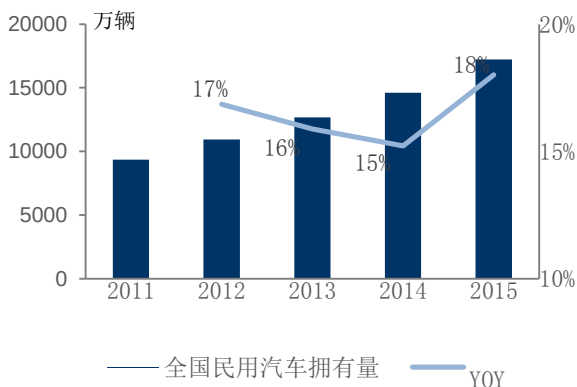


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.2 汽车内饰业务有望与进出口贸易业务并驾齐驱

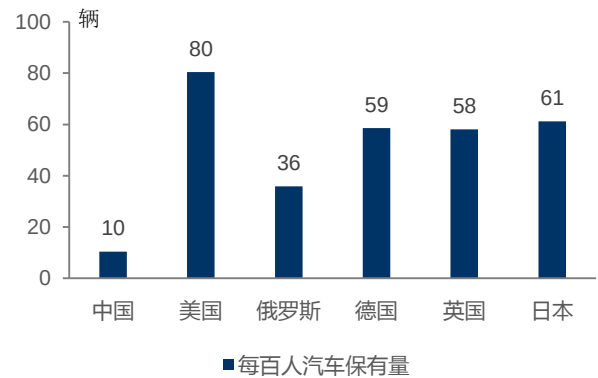
公司汽车内饰业务有望受益于汽车行业发展而持续高速增长。近年来，我国居民汽车拥有量增速保持在 15% 以上，2015 年已超过 1.7 亿辆。但从人均汽车保有量来看，2014 年我国每百人汽车拥有量仅为 10 辆，而美国、德国、英国、日本、俄罗斯每百人的汽车拥有量分别为 80、59、58、61、36 辆。我国人均汽车拥有量与发达国家具有一定差距，随着国民收入的增长，我国汽车市场仍有较大发展空间。

图 14: 我国居民汽车拥有量逐年增长，复合增速 16.5%



资料来源: Wind、申万宏源研究

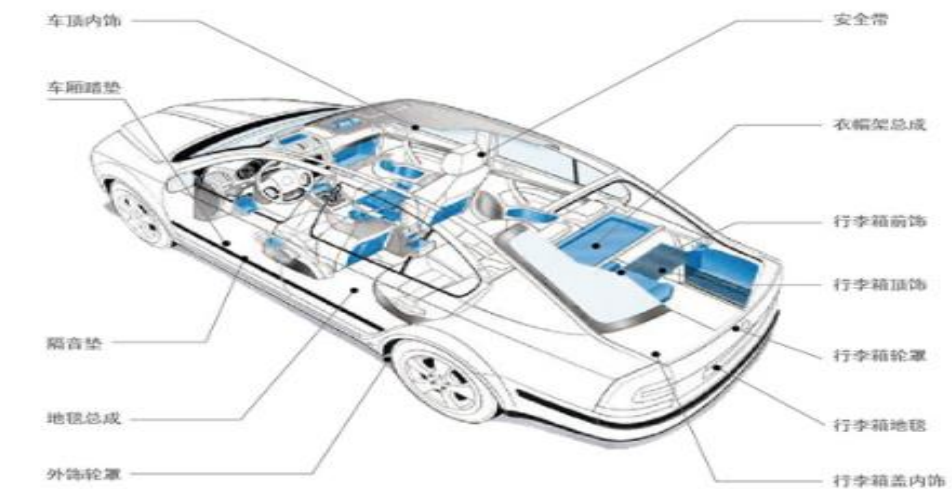
图 15: 2014 年中国人均汽车保有量远低于发达国家



资料来源: Wind、申万宏源研究

申达汽车内饰事业部以上海汽车地毯总厂为主体，目前是全国规模最大的汽车地毯供应商。公司根据汽车整车生产企业所提出的采购需求，为其生产相应的纺织品，以赚取货品销售收入。公司目前已成功与上海大众、上海通用、东风汽车、广州丰田、天津丰田、华晨宝马、北京奔驰系列轿车配套，并与上汽、一汽等企业集团形成稳定的供货关系。公司汽车内饰收入有 60-70% 来自于上海大众、宝马、奔驰三家整车公司。

图 16：汽车内饰业务的主要产品是地毯、车顶内饰、安全带等



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 5：公司汽车内饰板块控股和参股公司 17 家

子公司名称	主要产品	持股比例 (%)
上海汽车地毯总厂仪征有限公司	汽车成型地毯	100
上海汽车地毯总厂（沈阳）科技有限公司	汽车成型地毯	100
长沙申纺汽车部件有限公司	汽车成型地毯	100
宁波申纺汽车部件有限公司	汽车成型地毯	100
上海汽车地毯总厂有限公司	汽车地毯	60
江苏中联地毯有限公司	汽车地毯	65
上海松江埃驰汽车地毯声学元件有限公司	汽车地毯	50
长春旭阳佛吉亚毯业有限公司	汽车地毯	8.25
江苏中联地毯(武汉)有限公司	汽车内饰件	100
上海新纺联汽车内饰有限公司	汽车内饰件	100
佛山中联地毯有限公司	汽车内饰件	60
芜湖尚唯汽车饰件有限公司	汽车内饰件	30
上海申阳藤纺织内饰件有限公司	汽车内饰件	30
武汉泰昌汽车内饰件有限公司	汽车内饰件	30
太仓奥托立夫申达汽车安全系统有限公司	汽车安全带	40
南京奥托立夫申达汽车零部件有限公司	汽车安全带	40
依蒂尔申达汽车零部件（天津）有限公司	汽车行李箱	50

资料来源：公司年报、申万宏源研究

表 6：汽车内饰主要产品 2015 年生产量和销售量

主要产品	生产量	销售量
主地毯总成（万套）	35.23	35.03
ModelK 主地毯（万片）	151.44	151
F35 地毯（万片）	74.96	74.44
ModelY 主地毯（万片）	42.9	46.17
地毯总成（万件）	3.43	3.33

主要产品	生产量	销售量
天窗遮阳板面料（万平米）	34.93	34.75
衣帽架总成（万套）	20.25	20.17
衣帽架面料（万平米）	41.75	41.6
顶棚面料（万平米）	466.46	460.98
行李箱盖总成（万套）	3.31	3.13

资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 17：汽车内饰主要合作伙伴为整车知名品牌



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司在汽车内饰业务上重点发力，2015 年年报显示公司主要在建项目 7 个，情况如下：

表 7：公司在建 7 个汽车内饰相关项目

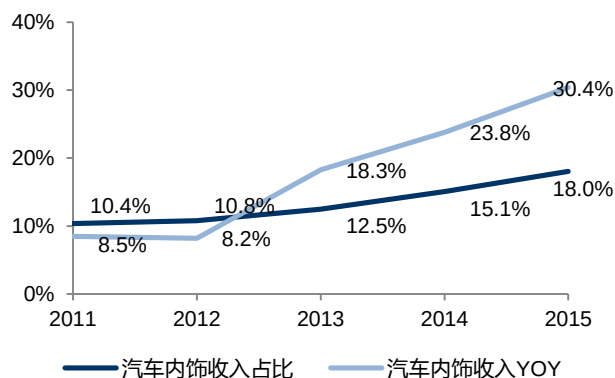
项目	内容	一期投资	计划总投资额	2015 年底累计投资额
上海汽车地毯总厂有限公司新建沈阳科技有限公司	建设沈阳汽车内饰配套生产基地	三个建设期全部达产后预计每年新增收入 1.97 亿，利润 1721 万元	17737 万元	4494 万元
上海汽车地毯总厂有限公司新建长沙申纺汽车部件有限公司	建设长沙汽车内饰配套生产基地	两个建设期全部达产后预计每年新增收入 5983 万元，利润 433 万元	3278 万元	3090 万元
上海汽车地毯总厂有限公司新建宁波申纺汽车部件有限公司	建设宁波汽车内饰配套生产基地	预计达产后每年新增收入 7797.41 万元，净利润 421.91 万元	4529 万元	740 万元
江苏中联地毯有限公司增资并设立广东中联（佛山）有限公司	控股企业江苏中联地毯有限公司与常熟市银顶无纺布厂共同设立广东中联（佛山）有限公司，江苏中联和常熟银顶持股比例分别 60%和 40%	预计达产后每年新增收入 9000 万元，净利润 700 万元	1950 万元	1950 万元
组建南京奥托立夫申达汽车零部件有限公司	与瑞典奥托立夫公司共同设立南京奥托立夫申达汽车零部件有限公司，本公司与外方持股比例分别	预计投产后的前四年将实现年利润 290 万元、590 万元、860 万元、960 万元	200 万美元	200 万美元

项目	内容	一期投资	计划总投资额	2015年底累计投资额
	为 40%和 60%			
组建依蒂尔申达汽车零部件（天津）有限公司	与德国依蒂尔公司共同设立依蒂尔申达汽车零部件（天津）有限公司，双方各持该公司 50%的股份	预计达产后每年新增收入 4483 万元，净利润 244 万元	125 万欧元	125 万欧元
收购上海松江埃驰汽车地毯声学元件有限公司 5%股权	本公司控股子公司上海汽车地毯总厂有限公司向 IAC ASIA LIMITED 购买其持有的上海松江埃驰汽车地毯声学元件有限公司 5%的股权	预计达产后每年新增收入 7 亿元，净利润 1000 万元	650 万美元	650 万美元

资料来源：公司年报、申万宏源研究

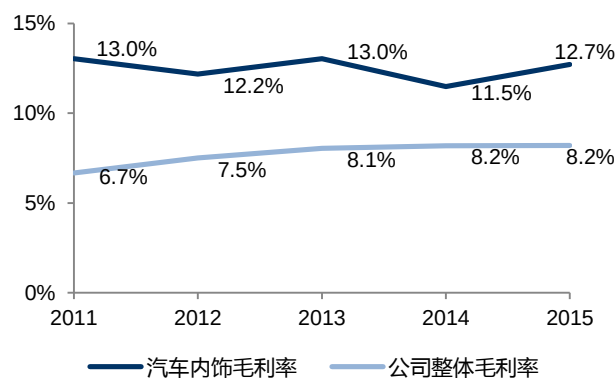
汽车内饰收入增速不断提高，拉动业务占比不断上升。2015 年，汽车内饰业务收入 15.1 亿元，同比增长 30%；毛利率 12.7%，同比提高 1.2 个百分点。最近 5 年汽车内饰业务收入增速不断提高，收入复合增速为 15.6%，成为公司所有业务类型中增长最快的业务，进而使得申达汽车内饰业务占比不断上升，从 2011 年的 10.4%提高到 2015 年 18.0%。汽车内饰业务毛利率稳定在 11%-13%之间，我们预计未来随着中国汽车行业发展，公司汽车内饰业务占比会不断提高，未来有望与进出口外贸业务并驾齐驱，进而带动公司整体毛利不断上升。

图 18：汽车内饰收入增速不断提高



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 19：汽车内饰毛利率稳定在 11%-13%



资料来源：Wind、申万宏源研究

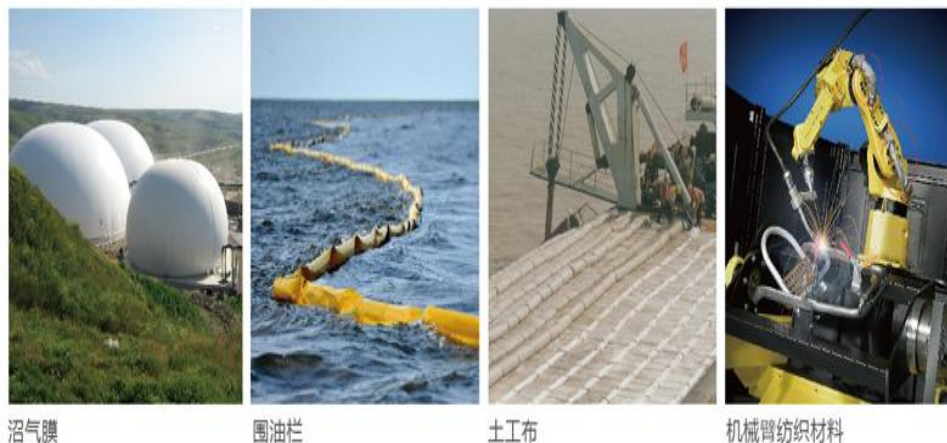
2.3 纺织新材料是公司重点培育的新兴业务

纺织新材料业务实施主体为上海申达科宝新材料有限公司（以下称“申达科宝”），该公司成立于 2002 年 6 月，申达股份持股 94.57%。申达科宝 2014 年 9 月 4 日取得了由上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局和上海市地方税务局联合下发的高新技术企业证书。

纺织新材料产品包括沼气膜结构、建筑膜结构、防水卷材、充气材料、车用蓬盖布和多个种类自主研发的土工合成材料，主要用于港口、交通工具制造、污水处理、环保等项

目。公司采用“直销+经销”向国内外客户进行销售。公司率先进入市场，开发的产品具有较高的附加值，平均毛利率在 20%以上，最高产品毛利率可达 50%，远销美国、欧洲等多个国家和地区。近年来，公司制定“不仅要效益，也要有规模”的战略，寻找规模化发展的道路；并且与东华大学工程研究中心订立了“产学研合作协议”，进一步提升技术研发能力，提升整体竞争优势。

图 20：纺织新材料业务的主要产品为沼气膜、围油栏等



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司纺织新材料业务 2015 年收入为 2 亿元，同比减少 12%；毛利率 24.5%，同比增加 1.5 个百分点。2015 年收入下滑是受到欧元汇率持续下跌和欧洲市场疲软的影响。为拓展国际市场，申达科宝出资 20 万欧元在德国汉堡注册设立了销售子公司，作为对外接单的平台，接近最终客户，掌握市场变化动态。本次定增向碳纤维等领域延伸，经过一定培育期，预计未来规模化收益可期。

3. 定增深化布局产业用纺织品业务和进出口贸易业务

公司公告的最新 15 年定增预案显示，公司拟以不低于 10.53 元/股的价格发行不超过 11,858 万股，募集资金总额不超过 12.5 亿元万元。其中控股股东将认购 31.07%，锁定期 3 年，彰显对公司发展的信心。募集资金扣除发行相关费用后将投资于以下项目：

表 8：公司定增募集资金投向

序号	项目名称	项目投资金额（万元）	使用募集资金金额（万元）
1	碳纤维及其预浸料生产项目	54,000	54,000
2	汽车装饰件业务		
	沈阳生产基地二期项目	6,501	5,270
	沈阳生产基地三期项目	7,517	7,510
	宁波生产基地项目	4,520	4,520
3	增资 CR 公司并由 CR 公司收购 PFI 公司 100%股权项目	22,618	22,610
4	收购 NYX 公司 35%股权项目	30,952	30,950

合 计	126,108	124,860
-----	---------	---------

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.1 与国内顶尖科研院校合作，向新材料领域进一步延伸

(1) 碳纤维是一种强度高、重量轻、力学性能优异的新材料，广泛应用于汽车交通、航空航天、武器装备等领域，是国家产业政策支持的新材料。2013 年，国家发展改革委关于修改《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中，将碳纤维确定为鼓励发展的产业之一，国家工业和信息化部印发了《加快推进碳纤维行业发展行动计划》并于 2014 年将碳纤维列为重点扶持的新材料产业之一。(2) 从传统燃油汽车可持续性发展的角度看，轻量化迫在眉睫，具有轻量化优势的碳纤维及其复合材料在汽车制造将有巨大发展空间。(3) 本项目的碳纤维和预浸料生产技术将由东华大学的技术团队提供支持。东华大学拥有材料学国家重点学科，为本项目长期技术储备及市场推广奠定基础。

碳纤维及其预浸料产品项目，将完善公司在新材料领域的布局，进一步延伸新材料领域的产品线。并且，公司依托其在汽车行业的成熟应用经验和良好客户关系，将有望在碳纤维应用于汽车行业的市场中取得突破。

该项目建设期为 1 年半，预计总投资为 5.4 亿元，该项目完成后，将形成年产 2,000 吨碳纤维及其预浸料的产能。

表 9：碳纤维项目达产后预计年均净利润为 1.05 亿元

序号	经济指标	数量/比例
1	达产期年均销售收入	47600 万元
2	达产期内年均净利润	10527 万元
3	静态投资回收期	5.42 年
4	税后财务内部收益率	22.76%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.2 生产基地项目进一步落实汽车内饰业务“销地产”、“全国布局”“走高端”战略

近年，汽车地毯总厂为了提高汽车内饰产品市场占有率，实现产品“销地产”、“全国布局”、“走高端”的发展战略，围绕公司关键大客户宝马公司、上海大众在全国范围进行产能布局。随着宝马公司多款车型逐步转移到沈阳生产，以及上海大众在宁波生产规模的加大，汽车地毯总厂配合关键大客户在供应区附近建立生产基地成为必然选择。

公司计划总投入 1.85 亿元，其中拟使用募集资金 1.73 亿元，在沈阳、宁波建设汽车地毯生产基地，项目建设期两年。

表 10：生产基地项目达产后产能情况

	轿车衣帽架内 饰（万套）	轿车行李箱 （万套）	轿车地毯 （万套）	轿车挡泥板 （万套）	盖内饰（万套）
沈阳生产基地二期	120	15	10	20	
沈阳生产基地三期		20		20	20
宁波生产基地	72		36	72	
合计	192	35	46	112	20

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 11：生产建设基地项目达产后预计年均净利润为 1774 万元

序号	经济指标	沈阳生产基 地二期项目	沈阳生产基 地三期项目	宁波生产 基地项目
1	达产后年均销售收入（万元）	11,277	5,354	7,797
2	达产后年均净利润（万元）	532	820	422
3	静态投资回收期（年）	8.50	8.25	7.67
4	税后财务内部收益率（%）	8.75	9.25	8.36

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.3 收购海外公司股权，助力公司业务国际化布局

（1）PFI 与公司业务协同发展，推动服装和家用纺织品国际化发展

公司拟使用 3555.5 万美元（约 2.26 亿人民币）收购 PFI 公司 100% 股权，该交易价格为 PFI 公司 2014 年息税折旧摊销前利润（EBITDA）的 5.5 倍。PFI 公司于 2010 成立于美国佛罗里达，持有 3 家子公司的股权，是一家北美地区优秀的床上用品及纺织品的设计和经销商。公司主要从事床上用品和纺织产品设计、制造、销售，产品包括床上的枕头、床垫和装饰、电热毯、家具被罩和工艺纱，主要客户包括美国各大知名百货商店和电商等。

该公司是一家较为成熟的供应链集成服务商，是批发商、渠道商、分销商和特许经营商的集合体，在美国在相应业务领域有良好的客户基础，不仅与行业知名的大规模商业零售商建立长期合作关系，还不断开拓电子商务的渠道，以应对消费者消费习惯的变化。其长期追求的“健康和生活方式”的理念宣传，成功培养了客户的忠诚度和消费粘性。

表 12：PFI 主要拥有 7 个自主品牌和 4 个获得销售许可的品牌

自主品牌	获得销售许可的专卖店品牌和零售商品牌
Perfect Fit	Serta
Soft Heat	Laundry by Shelli Segal
Tailor Fit	Perry Ellis
Aller-Free	Therapedic
Clean and Fresh	
Bed Sack	
Wellrest	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 13: PFI 公司 2014 年净利润为 2915 万元

	2014 年 12 月 31 日	2015 年 8 月 31 日
总资产 (万元人民币)	9,813	12,521
总负债 (万元人民币)	2,253	12,109
股东权益 (万元人民币)	7,560	413
营业收入 (万元人民币)	27,652	15,291
净利润 (万元人民币)	2,915	843
净利润率	10.5%	5.5%

资料来源:公司公告、申万宏源研究

强大的产品研发能力和知名品牌的销售许可是该公司发展保障。PFI 公司通过各大知名品牌的销售许可,积累了强大的产品研发能力和数据库,使其可以生产出以创新设计、专利技术和高档包装为特色的产品,以推动公司的未来增长。

柔性和低成本的采购及分销能力提高了该公司客户服务能力。PFI 公司在上海设有亚洲采购中心,该采购中心可确保其产品质量良好,交期准时,同时其在美国的双向沿海国内组装和配送中心,又能确保其美国方面物流的准时性。

收购 PFI 公司 100%股权后,将有效实现公司现有业务与 PFI 的协同发展,推动公司服装和家用纺织品业务国际化进程。2015 年年报显示,2015 年 11 月,上述股权购买完成交割,预计本项目可增加销售收入 4500-6800 万美元/年,增加利润总额 500-860 万美元/年。

(2) 收购 NYX 公司 35%股权,有利于公司汽车内饰产业升级和国际市场拓展

公司收购 NYX 公司 35%股权的预估值为 4,865.61 万美元,预估值对应 2014 年净利润为 8.5 倍。NYX 公司是美国汽车内部和引擎盖下产品解决方案的一级供应商,市场主要集中在美国,配套客户有福特、通用、李尔、丰田等,产品主要包括门板、中心控制台、车顶控制系统、手套箱系统、膝垫组件、内部装饰、座椅组件、座椅靠背板等硬式产品。NYX 公司目前在美国、墨西哥等地设有厂房和办公地点。截至 2015 年 9 月, NYX 公司财务信息如下:

表 14: NYX 公司截至 2015 年 9 月 30 日净利润为 1.73 亿元

	2014 年 12 月 31 日	2015 年 9 月 30 日
总资产 (万元)	76,177	92,369
总负债 (万元)	71,763	83,004
股东权益 (万元)	4,413	9,365
营业收入 (万元)	188,252	176,506
净利润 (万元)	10,586	17,300
净利润率	5.6%	9.8%

资料来源:公司公告、申万宏源研究

2015 年年报显示, 2016 年 1 月, 申达美国投资公司已经取得 NYX 公司 35% 的股权交割证明, 预计本项目投资收益约 630 万美元/年。公司的汽车内饰产品主要是软饰产品, 收购 NYX 公司 35% 的股权, 将使公司的产品范围从软饰向附加值更高的塑料硬饰拓展, 从而实现产业升级和丰富产品范围; 并且借助 NYX 公司的客户资源和生产平台, 将有效推动公司汽车内饰业务从中国市场向北美市场拓展。

4. 盈利预测与投资建议

公司利润来源主要是营业收入和投资收益两部分。主营收入部分: 我们假设外贸进出口业务 16-18 年收入增速分别为 10%/7%/4%; 假设汽车内饰业务 16-18 年收入增速保持在 33%; 假设纺织新材料业务 16-18 年收入增速分别为 0%/5%/10%。投资收益部分: 公司未来持续外延并购预期较强, 预计未来几年可持续产生较高的投资收益, 我们预计 16-18 年投资收益分别为 1.15/1.2/1.25 亿元。则我们预计 16-18 年收入分比为 86.5/100/118.4 亿元, 同比增长 12%/15%/18%; 预计归母净利润为 2.26/2.49/2.76 亿元, 同比增长 33%/10%/11%。

有望受益上海国企改革, 存在集团优质资产注入预期, 主业稳健增长, 重点发展高增长的汽车内饰业务和高毛利的纺织新材料业务, 外延并购持续不断, 首次覆盖给与增持评级。公司定增底价 10.53 元/股, 与现股价接近, 拟募集 12.5 亿元投资于碳纤维及其预浸料生产项目、沈阳和宁波汽车装饰件业务项目、收购 PFI (美国优秀的家纺设计和销售公司) 100% 股权项目和收购 NYX (美国汽车内饰生产企业, 汽车硬内饰产品一级供应商) 35% 股权项目。控股股东申达集团认购 31%, 锁定期 3 年, 彰显对公司发展的信心。我们预计 16-18 年的 EPS 分别为 0.32/0.38/0.43 元, 对应 16 年 PE35 倍、17 年 PE30 倍。同行业具有国企改革预期公司 PE 平均水平在 40-55 倍之间, 考虑到公司重点发展的汽车内饰业务广阔前景、纺织新材料业务高盈利能力和预计持续将有外延并购落地, 我们认为公司 PE 在 40-45 之间较为合理, 目标市值 100 亿左右, 首次覆盖给与增持评级。

表 15: 同行业可比公司估值表

代码	证券简称	最新股价 (元)		市盈率		
		2016/7/25	16E	17E	18E	
600630.SH	龙头股份	18.54	89.01	68.74	39.68	
000158.SZ	常山股份	13.96	49.26	36.32	26.09	
601718.SH	际华集团	8.43	25.55	22.78	19.60	
	平均值		54.60	42.62	28.46	
600626.SH	申达股份	11.43	35.40	30.00	26.80	

资料来源: Wind、申万宏源研究

表 16：申达股份收入分拆表

单位：百万元

、营业收入拆分	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
外贸进出口业务	4,561	4,697	5,068	5,574	6,132	6,561	6,823
YOY	2.6%	3.0%	7.9%	10.0%	10.0%	7.0%	4.0%
汽车内饰业务	789	933	1,155	1,505	2,002	2,663	3,542
YOY	8.2%	18.3%	23.8%	30.4%	33.0%	33.0%	33.0%
国内贸易	1,681	1,554	1,179	1,019	917	871	871
YOY	9.7%	-7.6%	-24.1%	-13.6%	-10.0%	-5.0%	0.0%
产品用品业务	245	244	226	199	199	209	230
YOY	-16.4%	-0.6%	-7.1%	-12.0%	0.0%	5.0%	10.0%
综合业务	19	40	40	47	49	49	49
YOY		110.2%	-0.3%	17.7%	5.0%	0.0%	0.0%
其他业务	19	16	17	22	22	22	22
YOY	12.1%	-13.2%	6.4%	27.9%	0.0%	0.0%	0.0%
抵消前收入合计	7,314	7,483	7,685	8,367	9,321	10,375	11,538
内部抵消	-497	-532	-667	-660	-746	-882	-1,038
抵消占比	-6.8%	-7.1%	-8.7%	-7.9%	-8.0%	-8.5%	-9.0%
营业收入收入合计	6,817	6,951	7,018	7,706	8,576	9,494	10,499
YOY	2.6%	2.0%	1.0%	9.8%	11.3%	10.7%	10.6%
毛利率假设							
外贸进出口业务	4.9%	5.6%	5.5%	5.0%	5.3%	5.0%	4.5%
汽车内饰业务	12.2%	13.0%	11.5%	12.7%	13.0%	14.0%	14.0%
国内贸易	6.5%	5.0%	6.7%	6.7%	6.5%	6.0%	5.5%
产品用品业务	23.4%	23.4%	23.1%	24.5%	25.0%	26.0%	26.0%
综合业务	78.6%	80.3%	70.6%	72.5%	70.0%	70.0%	70.0%
其他业务	63.0%	59.4%	58.7%	58.8%	58.0%	55.0%	50.0%
内部抵消	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
综合毛利率	7.5%	8.1%	8.2%	8.2%	8.6%	9.0%	9.1%

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 17：申达股份利润表

单位：百万元

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	6,817	6,951	7,018	7,706	8,576	9,494	10,499
二、营业总成本	6,708	6,832	6,884	7,597	8,403	9,264	10,230
其中：营业成本	6,306	6,391	6,444	7,075	7,837	8,644	9,548
营业税金及附加	7	9	12	13	14	16	18
销售费用	174	184	186	207	232	256	283
管理费用	228	221	229	297	309	342	378
财务费用	-12	18	-3	-42	6	1	-3
资产减值损失	4	8	16	48	5	5	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	55	93	62	122	115	120	125

单位：百万元

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
三、营业利润	165	213	196	232	288	349	395
加：营业外收入	54	45	17	18	18	18	18
减：营业外支出	1	1	3	1	0	0	0
四、利润总额	217	256	210	249	306	368	413
减：所得税	41	48	41	60	52	67	78
五、净利润	176	208	169	188	254	301	335
少数股东损益	11	15	21	19	25	30	33
归属于母公司所有者的净利润	165	192	148	170	229	271	302
六、基本每股收益（元）	0.23	0.27	0.21	0.24	0.32	0.38	0.43
全面摊薄每股收益（元）	0.23	0.27	0.21	0.24	0.32	0.38	0.43

资料来源：Wind、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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。