

评级：买入 维持评级

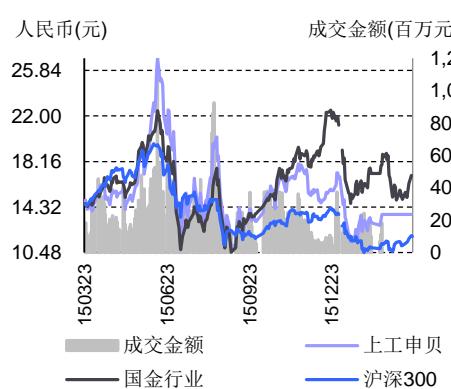
业绩点评

市场价格（人民币）：13.71元  
 目标价格（人民币）：20.00-20.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	304.65
总市值(百万元)	7,521.16
年内股价最高最低(元)	26.86/10.80
沪深 300 指数	3225.79
上证指数	2999.36



## 行业低位运行影响业绩增长，推进资源整合做强缝制主业

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.360	0.287	0.332	0.378	0.425
每股净资产(元)	2.91	3.23	3.58	3.96	4.41
每股经营性现金流(元)	0.19	0.09	0.27	0.28	0.31
市盈率(倍)	36.92	58.44	41.27	36.32	32.29
行业优化市盈率(倍)	25.18	39.62	34.91	34.91	34.91
净利润增长率(%)	148.41%	-20.34%	15.77%	13.65%	12.47%
净资产收益率(%)	12.38%	8.87%	9.29%	9.52%	9.63%
总股本(百万股)	548.59	548.59	548.59	548.59	548.59

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2015 年，公司实现营业收入 23.14 亿元，同比增长 17.39%；归属上市公司股东的净利润 1.57 亿元，同比下降 20.34%。

## 经营分析

- 缝制机械行业持续低位运行，公司业绩增长面临一定压力。2015 年行业 100 家整机企业累计销售缝纫机 549.9 万台，同比下降 17.93%，行业持续低位运行。在这一背景下，公司完成营业收入 23 亿元，同比增加 17%，主要来自两方面：一是投资控股上海申丝企业发展有限公司，新增物流服务收入 3.81 亿元；二是控股子公司上工欧洲缝制设备销售收入同比增长 15.9%。公司实现归母净利润 1.57 亿元，同比下降了 20%，收入增长而利润下降的原因在于：一是去年公司获得处置地块收益，营业外收入比今年多出 9162 万元；二是上海申丝本期纳入合并范围使得管理费用增加 5433 万元，减少了当期净利润。
- 坚持全球化经营，推进资源整合做强缝制主业。公司在欧洲先后并购了三家重要缝制设备公司，杜克普爱华、百福和 KSL，将其整合于上工欧洲的平台之上。杜克普爱华与百福从竞争对手转为合作伙伴，增强了在中高端市场上的全球竞争优势；KSL 公司有全球领先的特种缝制技术，是公司开拓汽车内饰、航空航天领域缝制设备的利器。2015 年 8 月公司又通过上工欧洲增资德国 Stoll 公司 2 亿元人民币持有其 26% 股权，使公司产业链由缝制设备拓展到纺织编织机械。
- 拓展延伸公司产业，推进国内生产基地建设。2015 年 4 月出资 7500 万控股上海申丝 40% 股权，使公司业务拓展到物流服务领域；通过与民营资本合作在台州建立了生产基地，主要从事标准化智能型服装缝制设备的生产销售。目前公司初步在国内建立起三大生产基地，其中包括以自动缝制单元及电控为主的南翔生产基地、以中厚料机为主的张家港生产基地和以生产标准型产品为主的上工宝石台州基地。

## 盈利预测

- 我们预测 2016/2017 公司营业收入 26.2 亿元/28.4 亿元，分别同比增长 13.0%/8.6%；归母净利润 182 百万元/207 百万元，分别同比增长

## 相关报告

- 1.《经营业绩稳步提升，全年预期不变-上工申贝业绩点评》，2015.11.3
- 2.《品牌整合效益初显，关注新应用领域及产品升级-上工申贝公司研究》，2015.9.23

## 潘贻立

分析师 SAC 执业编号：S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

## 徐才华

分析师 SAC 执业编号：S1130516010004  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

## 沈伟杰

联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

15.8%/13.7%；EPS 分别为 0.33/0.38 元。

### 投资建议

- 公司当前股价（2016/03/21 收盘价：13.71）对应 2016/2017 年 PE 分别为 41/36 倍。考虑到公司在欧洲的业务整合已经有良好成效，公司掌握了高端缝制设备自动化技术，在国内需求调整、产品自动化更新上具有领先优势，我们维持对公司的“买入”评级。

### 风险提示

- 上工欧洲业务进一步整合的风险；下游服装行业需求下降的风险；物流服务等新领域业务拓展的风险。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,814	1,971	2,314	2,615	2,840	3,076							
增长率	8.7%	17.4%	13.0%	8.6%	8.3%		货币资金	459	641	774	750	834	1,038
主营业务成本	-1,297	-1,368	-1,615	-1,832	-2,008	-2,191	应收账款	311	349	499	534	596	645
%销售收入	71.5%	69.4%	69.8%	70.1%	70.7%	71.2%	存货	405	453	581	602	660	720
毛利	517	603	699	783	832	885	其他流动资产	93	567	401	403	406	409
%销售收入	28.5%	30.6%	30.2%	29.9%	29.3%	28.8%	流动资产	1,269	2,011	2,255	2,290	2,496	2,813
营业税金及附加	-5	-5	-6	-7	-7	-8	%总资产	61.9%	73.6%	71.7%	73.0%	74.9%	77.3%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	长期投资	260	243	255	255	255	255
营业费用	-196	-237	-233	-275	-298	-323	固定资产	264	252	360	354	345	334
%销售收入	10.8%	12.0%	10.1%	10.5%	10.5%	10.5%	%总资产	12.9%	9.2%	11.5%	11.3%	10.3%	9.2%
管理费用	-197	-201	-255	-301	-312	-323	无形资产	221	185	231	193	192	192
%销售收入	10.8%	10.2%	11.0%	11.5%	11.0%	10.5%	非流动资产	779	722	892	847	838	826
息税前利润（EBIT）	120	160	204	201	214	232	%总资产	38.1%	26.4%	28.3%	27.0%	25.1%	22.7%
%销售收入	6.6%	8.1%	8.8%	7.7%	7.5%	7.5%	资产总计	2,048	2,733	3,147	3,137	3,334	3,639
财务费用	-26	-11	-6	1	12	17	短期借款	223	222	301	87	0	0
%销售收入	1.5%	0.6%	0.3%	0.0%	-0.4%	-0.6%	应付款项	312	390	358	383	431	468
资产减值损失	-3	-10	-31	-4	0	0	其他流动负债	84	132	129	140	153	167
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	流动负债	619	744	787	610	584	635
投资收益	53	56	42	45	50	60	长期贷款	81	51	29	29	30	30
%税前利润	34.8%	19.3%	18.5%	17.1%	17.0%	18.3%	其他长期负债	418	302	280	240	230	220
营业利润	144	195	210	243	275	308	负债总计	1,118	1,096	1,096	879	843	885
营业利润率	8.0%	9.9%	9.1%	9.3%	9.7%	10.0%	普通股股东权益	796	1,596	1,775	1,962	2,175	2,418
营业外收支	9	97	20	20	20	20	少数股东权益	134	40	276	296	316	336
税前利润	153	292	230	263	295	328	负债股东权益合计	2,048	2,733	3,147	3,137	3,334	3,639
利润率	8.5%	14.8%	9.9%	10.0%	10.4%	10.7%							
所得税	-45	-55	-53	-60	-68	-76							
所得税率	29.6%	18.8%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%							
净利润	108	237	176	202	227	253							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	42	58	85	56	55	57							
非经营收益	-34	-121	-26	-86	-65	-78							
营运资金变动	-46	-72	-184	-25	-62	-62							
经营活动现金净流	70	102	51	148	155	170							
资本开支	-73	87	-58	13	-25	-25							
投资	-80	-603	153	0	0	0							
其他	-72	-2	81	45	50	60							
投资活动现金净流	-224	-518	177	58	25	35							
股权筹资	0	652	0	0	-5	0							
债权筹资	163	0	20	-213	-87	1							
其他	-24	-100	-85	-16	-5	-2							
筹资活动现金净流	139	552	-65	-229	-96	-1							
现金净流量	-15	136	163	-24	84	204							

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-23	买入	13.63	20.00~20.00
2	2015-11-03	买入	15.62	20.00~20.00

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD