

上工申贝 (600843.SH) 纺织服装设备行业

评级：买入 维持评级

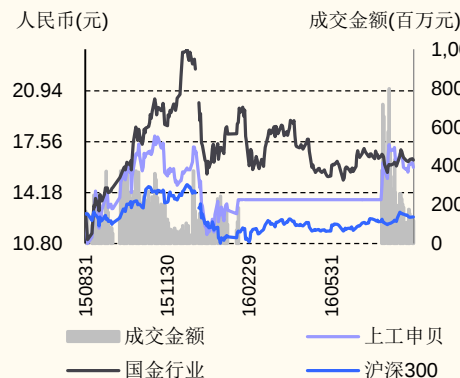
公司点评

市场价格(人民币): 15.86 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)	8,700.63
年内股价最高最低(元)	17.95/10.80
沪深 300 指数	3311.99
上证指数	3074.68



相关报告

1. 《【国金机械】上工申贝 2015 年报点评: 行业低位运行影响业绩增...》, 2016.3.23
2. 《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
3. 《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 分析师 SAC 执业编号: S1130516080005
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

卞晨晖 联系人
 bianchun@gjzq.com.cn

业绩保持稳健增长, 实施股权转让推动国企改革

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	0.331	0.375	0.422
每股净资产(元)	2.91	3.23	3.58	3.96	4.40
每股经营性现金流(元)	0.19	0.09	0.27	0.29	0.32
市盈率(倍)	36.92	58.44	47.97	42.31	37.61
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%	15.22%	13.38%	12.50%
净资产收益率(%)	12.38%	8.87%	9.25%	9.47%	9.58%
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

- 2016 上半年, 公司实现营业收入 13.59 亿元, 同比增长 30.82%; 归属上市公司股东的净利润 1.01 亿元, 同比增长 0.82%; 扣非后净利润 9592.6 万元, 同比增长 5.77%。

经营分析

- 经营业绩整体保持稳健增长。公司 2016 年上半年实现营业收入 13.59 亿元, 同比增长 30.82%, 主要来自于上海申丝的物流服务业务、上工宝石的缝纫设备和德国 Stoll 的并表贡献; 其中缝制设备实现营收 8.17 亿元, 同比增长 14.50%, 物流服务营收 3.31 亿元, 同比增长 223.15%。公司中期实现净利润为 1.01 亿元, 同比增长 0.82%。净利润增幅较小的原因, 一是本期纳入合并报表范围增加, 管理费用比上年同期增加 3064 万元; 二是物流服务毛利率(9.6%)相比缝制设备(42%)较低, 产品综合毛利率有下降。
- 推进内外部整合, 做强缝制主业。对内, 公司在报告期内开始进行对上工蝴蝶的吸收合并工作, 优化管理架构、增强母公司盈利能力; 中厚料机业务以张家港为生产基地已完成搬迁, 完成了在国内的三大生产基地(南翔、张家港、台州)布局。对外, 公司已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, 并整合于上工欧洲的平台之上; 今年 1 月, 公司通过上工欧洲增资德国 Stoll 公司 2850 万欧元持有其 26% 股权, 现已完成交割工作, 使公司缝制设备拓展到电脑针织横机。
- 国有股权转让, 期待后续改革。浦东国资委和浦科飞人已签署转让公司 6000 万股的协议, 价格为每股 11.88 元, 转让价款约 7.13 亿元; 若转让完成, 浦科飞人将成为公司第一大股东, 浦东国资委成为第二大股东。受让方浦科飞人属于浦东科投的全资子公司, 浦东科投注册资本 30 亿, 以高科技产业投资为主, 拥有丰富的境内外投资经验。此次股份转让是落实国企改革的重要实践, 将有助于推动公司完善治理结构及后续海外布局。

盈利预测

- 我们预测 2016-2018 年公司营业收入 26.15/28.40/30.76 亿元, 分别同比增长 13%/8.6%/8.3%; 归母净利润 1.81/2.06/2.31 亿元, 分别同比增长 15.2%/13.4%/12.5%; EPS 分别为 0.33/0.38/0.42 元, 对应 PE 分别为

48/42/38 倍。

投资建议

- 我们认为公司在欧洲的业务整合已经有良好的成效，掌握了高端缝制设备自动化技术，同时积极增加国内智能标准型产品市场，在国内需求调整上具有领先优势。我们维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 20 元。

风险提示

- 上工欧洲进一步业务整合风险，缝制设备市场需求继续下行的风险，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)

	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%
主营业务成本	-1,297	-1,368	-1,615	-1,832	-2,008	-2,191
%销售收入	71.5%	69.4%	69.8%	70.1%	70.7%	71.2%
毛利	517	603	699	783	832	885
%销售收入	28.5%	30.6%	30.2%	29.9%	29.3%	28.8%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-7	-7	-8
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-196	-237	-233	-275	-298	-323
%销售收入	10.8%	12.0%	10.1%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	-197	-201	-255	-301	-312	-323
%销售收入	10.8%	10.2%	11.0%	11.5%	11.0%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	120	160	204	201	214	232
%销售收入	6.6%	8.1%	8.8%	7.7%	7.5%	7.5%
财务费用	-26	-11	-6	0	10	15
%销售收入	1.5%	0.6%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-3	-10	-31	-4	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	53	56	42	45	50	60
%税前利润	34.8%	19.3%	18.5%	17.2%	17.1%	18.4%
营业利润	144	195	210	242	273	306
%营业利润率	8.0%	9.9%	9.1%	9.2%	9.6%	10.0%
营业外收支	9	97	20	20	20	20
税前利润	153	292	230	262	293	326
利润率	8.5%	14.8%	9.9%	10.0%	10.3%	10.6%
所得税	-45	-55	-53	-60	-67	-75
%所得税率	29.6%	18.8%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	108	237	176	201	226	251
少数股东损益	29	39	19	20	20	20
归属于母公司的净利润	80	198	157	181	206	231
净利率	4.4%	10.0%	6.8%	6.9%	7.2%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	108	237	176	201	226	251
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	42	58	85	58	60	66
非经营收益	-34	-121	-26	-85	-64	-78
营运资金变动	-46	-72	-184	-25	-62	-62
经营活动现金净流	70	102	51	150	160	178
资本开支	-73	87	-58	-22	-70	-80
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	23	-20	-20
股权募资	0	652	0	0	-5	0
债权募资	163	0	20	-179	-121	1
其他	-24	-100	-85	-17	-6	-2
筹资活动现金净流	139	552	-65	-196	-131	-1
现金净流量	-15	136	163	-24	9	157

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	459	641	774	750	759	916
应收款项	311	349	499	534	596	645
存货	405	453	581	602	660	720
其他流动资产	93	567	401	403	406	409
流动资产	1,269	2,011	2,255	2,290	2,421	2,690
%总资产	61.9%	73.6%	71.7%	72.2%	72.7%	74.0%
长期投资	260	243	255	255	255	255
固定资产	264	252	360	387	418	452
%总资产	12.9%	9.2%	11.5%	12.2%	12.5%	12.4%
无形资产	221	185	231	193	192	192
非流动资产	779	722	892	880	911	945
%总资产	38.1%	26.4%	28.3%	27.8%	27.3%	26.0%
资产总计	2,048	2,733	3,147	3,170	3,332	3,635
短期借款	223	222	301	121	0	0
应付款项	312	390	358	383	431	468
其他流动负债	84	132	129	140	153	167
流动负债	619	744	787	644	584	635
长期贷款	81	51	29	29	29	30
其他长期负债	418	302	280	240	230	220
负债	1,118	1,096	1,096	913	843	885
普通股股东权益	796	1,596	1,775	1,961	2,172	2,414
少数股东权益	134	40	276	296	316	336
负债股东权益合计	2,048	2,733	3,147	3,170	3,332	3,635

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.177	0.360	0.287	0.331	0.375	0.422
每股净资产	1.773	2.909	3.235	3.575	3.960	4.400
每股经营现金净流	0.156	0.185	0.093	0.273	0.292	0.324
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.00%	12.38%	8.87%	9.25%	9.47%	9.58%
总资产收益率	3.88%	7.23%	5.00%	5.72%	6.17%	6.36%
投入资本收益率	6.58%	6.69%	6.50%	6.42%	6.54%	6.41%
增长率						
主营业务收入增长率	20.44%	8.67%	17.39%	13.01%	8.60%	8.31%
EBIT 增长率	14.11%	33.65%	27.72%	-1.90%	6.62%	8.27%
净利润增长率	90.84%	148.41%	-20.34%	15.22%	13.38%	12.50%
总资产增长率	27.32%	33.43%	15.16%	0.76%	5.08%	9.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	46.3	49.3	55.0	56.0	56.0
存货周转天数	100.3	114.5	116.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	33.5	34.9	33.5	34.0	34.0	34.0
固定资产周转天数	52.5	44.1	53.1	47.9	44.2	40.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.78%	-22.53%	-21.64%	-26.57%	-29.32%	-32.19%
EBIT 利息保障倍数	4.6	14.0	33.6	1,834.3	-22.2	-15.2
资产负债率	54.60%	40.12%	34.84%	28.81%	25.31%	24.35%

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
3	2016-03-23	买入	13.71	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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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