

商赢环球终止重大资产重组复牌点评：收购环球星光为首要工作，静待定增完成

核心观点：

1. 事件

公司宣布终止收购 Joyful100%股权的重大资产重组事项。理由为标的属于境外资产，审计评估工作较为复杂，工作量大于预期，工作进度难以把握。为保证公司管理层能集中精力完成非公开发行收购环球星光事项，故终止本次重大重组。

2. 我们的分析与判断

（一）环球星光是商赢环球未来业务的基础架构，完成非公开发行收购环球星光为当前首要任务。

环球星光打造了一个完整的产品+供应链体系，主要包括三大业务板块：

（1）Oneworld/Unger 为环球星光的产品管理、研发设计和销售中心，具有较强地时尚前沿感知和设计能力（零售业务）；

（2）香港星光集团主要进行供应链管理，负责全球采购和销售 OEM 产品（贸易业务）；

（3）APS 主要为高端运动服饰品牌设计和代工（制造业务）。

借助上市公司平台，公司未来的看点在于：

（1）依托设计与供应链优势，丰富产品线，强化产品全球化推广；

（2）借助资本持续整合产业链优质资产；

（3）强化自身设计及供应链能力，核心能力对外输出，打造平台型企业。公司非公开发行收购环球星光事项于 3 月 24 日过会，目前处在等待批文下发的过程中，对于环球星光收购的顺利完成是公司跨入新大发展阶段的基础。

（二）本次重组指明未来上市公司业务的扩张途径与方向，成败不急于一时

15 年 7 月，环球星光实际控制人罗永斌曾承诺，在环球星光成功注入上市公司后，将其除环球星光外持续整合的一系列服装产业资产注入上市公司，当时披露了 15 年预计收入为 8,500 万美元的 Big Strike, LLC 与其他三个洽谈中的项目。

商赢环球(600146.SH)

推荐 维持评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

陈腾曦

☎: (8621) 2025 2682

✉: (chentengxi@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130516080002

特此鸣谢

林骥川: (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

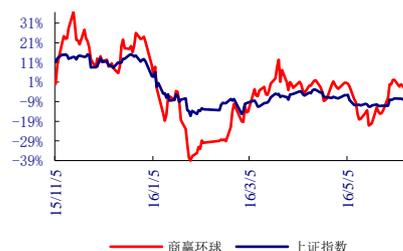
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-09-08

A 股收盘价(元)	26.86
A 股一年内最高价(元)	38.00
A 股一年内最低价(元)	16.10
上证指数	3095.95
市盈率	-87.96
总股本(万股)	20000.00
实际流通 A 股(万股)	20000.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	53.72

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

本次收购对象 Joyful 也是罗永斌收购重整后的服装资产，未来三年承诺业绩不低于 1,450 万、1,520 万、1,590 万，交易作价为 9,100 万，对应估值为 6.23 倍市盈率。虽然本次并购工作让位与非公开发行工作而终止，但上市公司与环球星光实际控制人通过商赢环球平台不断整合服装行业资产做大做强的意愿已表露无遗，静待定增完成。

3. 投资建议

按照公司增发后 4.7 亿股本，现价 26.80 元/股计算，公司市值为 126 亿元，收购的环球星光承诺资产完成交割后第一、二、三年扣除非经常损益后归母净利润不低于 6,220、8,460、11,870 万美元，以目前美元兑人民币汇率 1:6.65 换算为 4.14、5.63、7.89 亿人民币（其中，根据审计报告预测，环球星光现有资产 16 年的业绩预估为 2.4 亿），业绩目标的实现需要依靠环球星光现有资产的内生增长同时不排除利用募集资金所进行的并购（约 8.6 亿募集资金将用于增资环球星光），对应市盈率分别为 30 倍、22 倍、16 倍。考虑到相关服装产业设计与供应链平台型标的在国内的稀缺性以及伴随着国内服装产业升级而有可能带来的巨大商机，构筑在资本与产业结合基础上的商赢环球前景值得期待，推荐。

4. 风险提示

重组进度低于预期。

延伸内容：环球星光简要情况

环球星光打造了一个完整的产品+供应链体系，主要包括三大业务板块：

- (1) Oneworld/Unger 为环球星光的产品管理、研发设计和销售中心，具有较强地时尚前沿感知和设计能力（零售业务）；
- (2) 香港星光集团主要进行供应链管理，负责全球采购和销售 OEM 产品（贸易业务）；
- (3) APS 主要为高端运动服饰品牌设计和代工（制造业务）。

图：环球星光三大业务板块



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（一）注重设计，品牌对接美国买手制渠道

环球星光零售业务以强大的成衣设计能力、供应链组织能力为特色，能够为客户提供设计和产品加工服务，并以自有品牌销售。旗下按目标客户年龄分为两个子公司运作。

1、Oneworld Apparel, LLC

Oneworld 下属 Oneworld、Live and Let Live、Identity、Unity 等品牌，产品定位于 25 - 55 岁的女性，产品线包括上衣、长裙、短裙、毛衣、休闲装和睡衣等，产品零售定价区间为 20-79 美元。下游渠道主要是百货商场的买手制公司以及电视和网络渠道。目前已经成为美国电视和网络购物商店 Shop HQ 的第一大品牌。

2、Unger Fabrik, LLC

Unger Fabrik 旗下品牌主要有 Band of Gypsies、Rules of Etiquette、Weavers 等，消费群体主要为 16 - 25 岁的少女，其中少女品牌 Band of Gypsies 属于新兴起的潮流品牌范畴，售价 17-85 美元；Weavers 售价 15-59 美元。各品牌产品在各大买手制公司比如英国的 Topshop 潮店、美国的各大潮店例如 Nordstorm、Urban Outfitters 中均有大量销售。

（二）以高效供应链管理服务为支撑

公司供应链管理职能由三家子公司承担，分别为 Star Ace Asia Limited、Orient Gate Enterprise Limited 以及 Diamond Dragon Fashion Limited。

Star Ace 注册于中国香港，主要为美国的服装厂商提供 OEM 服务并进行全球化供应链管理。主要业务流程为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 的主营业务是面料贸易销售。Diamond Dragon 的主营业务是为集团内部 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。

（三）持续整合优质供应商

公司目前的制造业务主要在 2014 年所收购的 Apparel Production Services Global, LLC 和 APS, El Salvador S.A. de C.V. 框架下运作，主要为以面料质量出色、科技感强著称的美国高端运动服饰品牌 Under Armour 进行代工，目前其 95% 以上的销售来自 Under Armour。

其中，APS Global 主要负责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 ES 作为一家高端运动服饰制造商，在中美洲的萨瓦尔多拥有一个生产制造基地。在 Under Armour 的众多供应商中，APS 的供货速度和产品质量都名列前茅。

借助上市公司平台，公司未来的看点在于：

- （1）依托设计与供应链优势，丰富产品线，强化产品全球化推广；

- (2) 借助资本持续整合产业链优质资产；
- (3) 强化自身设计及供应链能力，核心能力对外输出，打造平台型企业。

下表展示了公司基于现有业务由会计师审慎预测的未来两年业绩：

表：环球星光财务数据（亿元，%）

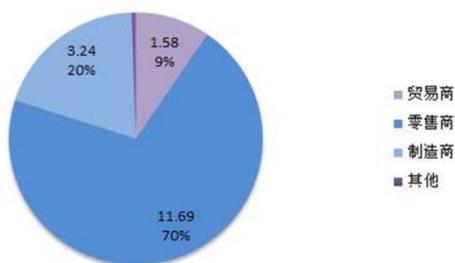
	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	17.43	16.60	22.41	25.10
其中：贸易商	3.23	1.58	6.98	8.80
零售商	14.20	11.69	11.69	12.14
制造商	0.00	3.24	3.72	4.15
其他	0.00	0.09	0.03	0.01
营业成本	12.73	11.35	15.39	16.85
其中：贸易商	2.45	1.16	5.24	6.60
零售商	10.28	7.97	7.64	7.50
制造商	—	2.22	2.51	2.75
毛利率	36.96%	31.63%	31.33%	32.87%
其中：贸易商	32.09%	26.58%	24.93%	25.00%
零售商	38.12%	31.82%	34.64%	38.22%
制造商	—	31.48%	32.53%	33.73%
销售费用	1.54	1.31	2.08	2.51
管理费用	2.33	2.46	2.51	2.70
财务费用	0.13	0.16	0.15	0.16
所得税总数	0.03	0.08	0.36	0.43
净利润总数	0.43	1.24	1.84	2.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

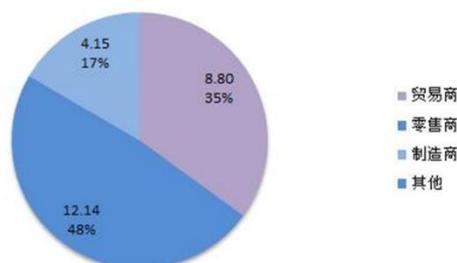
从公司收入结构的比例可以看出公司未来的业务扩张重心在于产品设计与供应链两方面能力的平台化：

图：公司分渠道营业收入状况

2014分渠道营业收入（亿元）



2016E分渠道营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

在此基础上，借助商赢环球这一资本运作平台，大股东和环球星光控制人做出了重组后 3 个完整年度 6,220 万美元、8,460 万美元、11,870 万美元的业绩承诺，这一业绩承诺的实现还有赖于商赢环球资本运作平台功能的充分发挥。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师；陈腾曦，纺织服装行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔（600177.sh）、鲁泰 A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）、嘉麟杰（002486.sz）、奥康国际（603001.sh）、浔兴股份（002098.sz）、富安娜（002327.sz）、伟星股份（002003.sz）、美邦服饰（002269.sz）、海澜之家（600398.sh）、华孚色纺（002042.sz）、嘉欣丝绸（002404.sz）、森马服饰（002563.sz）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn