



纺织服装业

2016.03.16

战略新兴板存变数，小市值&转型公司焕发新生

——十三五《纲要草案》删除“设立战略新兴板”点评

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)	姚咏絮 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177	021-38676520
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com	yaoyongxu@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006	S0880116030030

本报告导读：

无论战新板最终是否取消，都将影响原有预期，刺激相关公司主动寻找壳资源或寻求注入上市公司，尽快登陆资本市场以减少变数。

摘要：

- **战略新兴板无论最后取消与否，都将利好壳公司价值及降低转型公司收购优质资产的难度。** 1) 据搜狐财经报道，“十三五”规划《纲要草案》中“设立战略性新兴产业板”被删除，是否推出战略新兴板存变数，无论最终是否取消，都将影响原有预期，刺激相关公司尽快登陆资本市场以减少变数。2) 战略新兴板推出的不确定性，会推动拟上市公司主动寻找壳资源或寻求注入上市公司曲线登陆资本市场，利好壳公司价值，并且降低小市值公司收购优质资产的难度。
- **拟登陆战略新兴板的公司数量庞大，为小市值公司出让壳或转型公司并购优质资产提供较多选择。** 1) 已开始私有化的中概股：截至2016年2月，在美上市的中概股有31家正在私有化或已达成协议。2) 未上市新兴行业公司：估值超过35亿的初创公司数量逾100家。3) 部分主板创业板排队公司及部分寻求转板的新三板公司：截至2015年12月24日，中国证监会受理首发企业750家，当月增加近百家。
- **新兴行业公司迫切登陆资本市场，借助资本市场力量在激烈竞争中快速获得领先地位，借壳和被收购是最快方式。** 1) 新兴行业由于处于成长期，对资金需求较强，且行业竞争激烈，优先登陆资本市场的公司可以借助资本的力量快速扩大规模、研发新技术等，抢占行业发展先机，例如互联网、传媒、医美、体育、快递等行业。2) 盈利好的公司可以借壳上市，而较大比例的新兴行业公司盈利较差，登陆主板市场较难，选择被上市公司收购是曲线上市的最佳选择。
- **纺织服装行业“壳或类壳小市值”公司较多，主业遇困寻求被借壳或转型；定增、投资产业基金以及剥离主业资产是资本运作主要手段。** 1) 纺服业小市值公司数量多，部分公司主业低迷、民企占比高、多位于沿海发达地区、负债率低，通过资本运作进行业务转型的条件得天独厚。2) 我们通过公司定增、投资产业基金以及剥离主业等资本运作行为，判断行业小市值公司转型方向以及是否可能被借壳。
- **市值小、大股东持股比例高的公司容易被借壳；现金充足且大股东持股比例高的公司更易收购。** 建议增持可能被借壳的上海三毛、凤竹纺织，受益标的三房巷；建议增持可能通过收购优质资产寻求转型的九牧王、贵人鸟、联发股份、棒杰股份、兴业科技、浔兴股份。
壳组合： 上海三毛、凤竹纺织；受益标的三房巷；
转型组合： 九牧王、贵人鸟、联发股份、棒杰股份、兴业科技、浔兴股份。
- **风险提示：** 主业业绩大幅下滑、被借壳或转型不达预期等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

细分行业评级

纺织业	增持
服装业	增持

相关报告

纺织服装业：《新商业模式公司仍然是近期关注重点》

2016.03.13

纺织服装业：《学习新模式，布局小市值》

2016.03.09

纺织服装业：《纺织服装转型新行业之“大健康及其他篇”》

2016.03.07

纺织服装业：《新增推荐家纺行业，持续关注新商业模式公司》

2016.03.06

纺织服装业：《地产回暖，别忘了“家纺”》

2016.03.03

目录

1. 战略新兴板存变数，小市值&转型公司焕发新生	3
1.1. 战略新兴板存变数	3
1.2. 纺织服装行业小市值&转型公司焕发新生	3
2. 想出让壳或想通过收购转型的公司可选标的更多	3
2.1. 已开始私有化的中概股是主力	3
2.2. 未上市新兴行业初创公司是“蓄水池”	4
2.3. 部分主板排队公司及部分新三板公司	7
3. 新兴行业公司迫切登陆资本市场	9
4. 纺织服装板块资本运作动力强	10
4.1. 纺织服装行业是“转型集中营”	10
4.2. 纺服企业进行资本运作谋求转型的条件得天独厚	10
4.3. 纺织服装行业小市值&转型公司梳理	13
5. 市值小、大股东持股比例高的更容易被借壳	15
6. 投资建议	16
6.1. 上海三毛：战略新兴板政策转向，公司重组进程可期	17
6.2. 凤竹纺织：纺织主业难突破，开启资本运作之路	17
6.3. 九牧王：实业为盾，互联网“他时尚”文化投资为矛	18
6.4. 贵人鸟：主业寒冬已过，2016年项目落地年值得期待	18
6.5. 联发股份：战略新兴板政策转向，公司重组进程可期	19
6.6. 棒杰股份：“无缝”对接医疗服务	20
6.7. 兴业科技：战略新兴板政策转向，公司重组进程可期	20
6.8. 浔兴股份：体育服务行业蛟龙，当在低渊欲飞天	21
7. 风险提示	22

图表目录

图 1: 越来越多的新三板公司申请 IPO 辅导	8
图 2: 2014 年我国 B2C 市场中天猫和京东占据了绝大部分份额	9
图 3: 纺织服装公司市值规模普遍低于 100 亿	10
图 4: 38% 的纺服公司 2012-2014 年营收复合年均增长率为负	11
图 5: 56% 的纺服公司 2012-2014 年净利润复合年均增长率为负	11
图 6: 纺织服装行业中民营企业占比达到 77%	11
图 7: 纺织服装企业第一大股东持股比例普遍较高	11
图 8: 纺织服装行业公司多集中在沿海经济发达地区	12
图 9: 2015H1 纺织服装行业公司平均资产负债率较低	12
图 10: 有期权价值的小市值公司主要集中在纺织服装等行业	16
表 1: 2015 年以来多家中概股公司收到私有化要约	4
表 2: 中国初创公司估值排名	5
表 3: 部分新三板公司满足转板条件（单位：百万元）	8
表 4: 纺织服装行业小市值公司资本运作潜力大	13
表 5: 判断上市公司是否为“好壳”的标准较多	16
表 6: 主要覆盖标的的盈利预测、目标价及评级	21

1. 战略新兴板存变数，小市值&转型公司焕发新生

1.1. 战略新兴板存变数

“设立战新板”存变数，无论最终是否取消，都将利好壳资源和转型公司。十二届全国人大四次会议主席团根据人大代表和政协委员的意见，对“十三五”规划《纲要草案》进行修改完善，删除了“设立战略性新兴产业板”的表述。如果真取消，将导致寄希望于通过战新板登录资本市场的创新性企业上市受阻。而无论最终是否真取消，都将影响相关公司原有预期，加速这些公司登陆资本市场，A股市场中的壳公司和转型公司将会受益。

1.2. 纺织服装行业小市值&转型公司焕发新生

战略新兴板推出的不确定性，会推动拟上市公司主动寻找壳资源或寻求注入上市公司曲线登陆资本市场，利于提升壳公司价值，并且降低小市值公司收购优质资产的难度。利好纺服行业小市值公司及希望通过并购转型的公司。

- **市场对壳资源的需求增加，利好小市值公司。**部分发展相对成熟、盈利能力较强的公司本打算在战略新兴板上市实现融资需求，例如私有化或拆除VIE架构回归的中概股，以及蚂蚁金服、大众点评等新兴企业。如果战略新兴板被取消，很多公司不得不寻求通过借壳实现上市，壳资源将更为抢手。
- **被收购曲线上市成为不二选择，转型公司受益。**战略新兴板弱化对盈利要求，允许暂时达不到要求或者股权架构、公司治理方面存在特殊性的新兴企业上市融资。在战新板被取消后，很多尚未盈利但存在较强融资需求的企业将选择被上市公司并购，因此致力于向新兴产业转型的公司可选优质标的增多，转型公司受益。

2. 想出让壳或想通过收购转型的公司可选标的更多

拟登陆战略新兴板的公司数量庞大，为小市值公司出让壳或转型公司寻找优质资产并购提供较多选择。拟登陆战新板的公司主要包括：1) 已开始私有化的中概股；2) 未上市新兴行业公司；3) 部分主板创业板排队公司及部分新三板公司。

2.1. 已开始私有化的中概股是主力

截至2015年12月底，已有33家在美国上市的中概股公司收到了私有化要约，有31家正在私有化或已达成协议，预计这些公司将是借壳上市主力军。其中部分中概股已经通过借壳上市回归A股，包括完美世界借壳完美环球成功登陆A股。

表 1: 2015 年以来多家中概股公司收到私有化要约

序号	企业名称	上市市场	收到私有化要约时间	私有化进度	上市时间
1	聚美优品	NYSE	2016.2.17	进行中	2014.5.16
2	酷6网	NASDAQ	2016.2.1	进行中	2005.2.4
3	智联招聘	NYSE	2016.1.19	进行中	2014.6.12
4	天合光能	NYSE	2015.12.12	进行中	2006.12.19
5	明阳风电	NYSE	2015.11.1	已达成私有化协议	2010.10.1
6	瑞立集团	NASDAQ	2015.10.30	已放弃	2006.4.18
7	爱康国宾	NASDAQ	2015.9.2	进行中	2014.4.9
8	乡村基	NYSE	2015.8.14	已达成私有化协议	2010.9.28
9	艺龙	NASDAQ	2015.8.4	进行中	2004.10.28
10	麦考林	NASDAQ	2015.7.21	进行中	2010.10.26
11	欢聚时代	NASDAQ	2015.7.9	进行中	2012.11.21
12	当当	NASDAQ	2015.7.10	进行中	2010.12.8
13	海王星辰	NYSE	2015.7.6	进行中	2007.11.9
14	空中网	NASDAQ	2015.6.29	进行中	2004.11.5
15	陌陌	NASDAQ	2015.6.23	进行中	2014.12.12
16	中星微电子	NASDAQ	2015.6.22	已退市	2005.11.15
17	中国信息技术	NASDAQ	2015.6.22	进行中	2008.9.15
18	航美传媒	NASDAQ	2015.6.19	进行中	2007.11.7
19	奇虎 360	NYSE	2015.6.17	已达成私有化协议	2011.3.30
20	创梦天地	NASDAQ	2015.6.15	进行中	2014.8.7
21	乐逗游戏	NASDAQ	2015.6.15	进行中	2014.8.7
22	如家	NASDAQ	2015.6.12	已达成并购协议	2006.10.26
23	博纳影业	NASDAQ	2015.6.12	已达成私有化协议	2010.12.9
24	世纪互联	NASDAQ	2015.6.10	进行中	2011.4.21
25	人人公司	NYSE	2015.6.10	进行中	2011.5.4
26	易居中国	NYSE	2015.6.9	进行中	2007.8.8
27	晶澳太阳能	NASDAQ	2015.6.6	进行中	2007.2.7
28	迈瑞医疗	NYSE	2015.6.4	进行中	2006.9.26
29	淘米	NYSE	2015.6.1	已达成私有化协议	2011.6.9
30	世纪佳缘	NASDAQ	2015.5.30	已达成并购协议	2011.5.11
31	中手游	NASDAQ	2015.5.18	已达成私有化协议	2012.9.25
32	药明康德	NYSE	2015.4.30	已退市	2007.8.9
33	中国脐带血库	NYSE	2015.4.27	进行中	2009.11.19
34	学大教育	NYSE	2015.4.20	进行中	2010.11.2
35	久邦数码	NYSE	2015.4.13	已退市	2013.11.23
36	完美世界	NASDAQ	2015.1.2	已退市	2007.7.26

 数据来源: www.pedata.cn, 国泰君安证券研究

注: 数据截至 2015 年 12 月底

2.2. 未上市新兴行业初创公司是“蓄水池”

估值超过 35 亿的未上市互联网初创公司近 100 家。预计大多会选择借壳上市或被上市公司收购登陆资本市场。

初创公司估值超过35亿，极有可能借壳上市。截至2016年3月15日，纺织服装行业市值在35亿以下的公司达15家，如果初创公司估值超过35亿(如果按一级市场估值15倍PE计算，对应净利润大约是2.3亿)，在尚不考虑老股转让的情况下即可取得控股权，实现借壳上市。

大部分初创公司选择注入上市公司更现实，战略新兴板的不确定性，使初创公司由“奇货可居”到“深闺待嫁”。初创公司往往尚没有盈利，不符合A股上市条件，选择被上市公司收购是更现实的办法登陆资本市场。战略新兴板的推出，使很多新兴行业公司不愿意在规模尚小、估值尚低的时候被收购，更倾向于上战略新兴板。但是由于战略新兴板存在变数，被上市公司收购成为不二之选。

表2: 中国初创公司估值排名

排名	企业	行业	融资轮次	估值(亿元)
1	蚂蚁金服	互联网金融	A轮	3421.4
2	小米科技	智能手机	E轮及以后	2642.6
3	滴滴出行	汽车交通	E轮及以后	991.7
4	美团大众点评	电子商务	D轮	665.9
5	陆金所	互联网金融	A轮	599.1
6	大疆创新	智能硬件	C轮	508.9
7	众安保险	互联网金融	A轮	499.9
8	Uber 中国	汽车交通	A轮	485.4
9	魅族	智能手机	A轮	285.2
10	搜狗	工具软件	战略投资	182.5
11	爱奇艺	数字娱乐	B轮	156.6
12	阅文集团	数字娱乐	--	127.2
13	饿了么	消费生活	E轮及以后	125.4
14	同程旅游	旅游户外	E轮及以后	122.3
15	乐视移动	智能手机	A轮	106.0
16	蔚来汽车	汽车交通	B轮	106.0
17	华大医学	医疗健康	A轮	103.4
18	挂号网	医疗健康	D轮	101.9
19	蘑菇街	电子商务	D轮	95.6
20	拉卡拉	互联网金融	战略投资	94.7
21	猪八戒网	企业服务	C轮	92.8
22	蜜芽宝贝	电子商务	D轮	87.4
23	我买网	电子商务	C轮	86.9
24	英雄互娱	数字娱乐	B轮	84.4
25	口袋购物	电子商务	C轮	82.9
26	易商	企业服务	B轮	82.7
27	齐家网	电子商务	D轮	76.9
28	沪江网	在线教育	D轮	75.0
29	银联商务	互联网金融	C轮	73.1
30	美图秀秀	工具软件	C轮	70.2
31	芒果TV	数字娱乐	A轮	69.5

32	今日头条	媒体门户	C 轮	68.7
33	Apus	工具软件	B 轮	63.6
34	融 360	互联网金融	D 轮	62.3
35	点融网	互联网金融	D 轮	61.3
36	豆瓣	社交网络	C 轮	60.8
37	神州专车	汽车交通	B 轮	60.2
38	土巴兔	房产家居	C 轮	60.0
39	美丽说	电子商务	E 轮及以后	59.8
40	途家	旅游户外	D 轮	59.8
41	海洋音乐	工具软件	--	56.0
42	上药云健康	医疗健康	A 轮	55.6
43	优信拍	汽车交通	C 轮	54.1
44	邮乐网	电子商务	A 轮	52.9
45	Ucloud	企业服务	C 轮	51.5
46	找钢网	电子商务	D 轮	50.9
47	人人贷	互联网金融	B 轮	50.9
48	百度糯米	电子商务	--	50.4
49	乐视影业	数字娱乐	B 轮	50.0
50	微鲸科技	企业服务	A 轮	50.0
51	e 袋洗	消费生活	B 轮	49.2
52	嘀嗒拼车	汽车交通	C 轮	48.5
53	爱屋吉屋	房产家居	D 轮	47.4
54	一加手机	智能手机	--	47.1
55	车易拍	汽车交通	D 轮	47.0
56	房多多	房产家居	C 轮	46.1
57	58 到家	消费生活	A 轮	45.6
58	宝宝树	消费生活	D 轮	44.8
59	触控科技	数字娱乐	E 轮及以后	44.6
60	Ninebot	智能硬件	A 轮	40.7
61	返利网	电子商务	C 轮	40.7
62	洋码头	电子商务	B 轮	39.4
63	唱吧	数字娱乐	D 轮	39.2
64	汇付天下	互联网金融	--	38.6
65	金山云	企业服务	C 轮	38.3
66	首汽租车	汽车交通	A 轮	38.2
67	斧子科技	数字娱乐	A 轮	38.1
68	时趣互动	企业服务	D 轮	37.2
69	猎聘网	企业服务	C 轮	36.8
70	互动百科	数字娱乐	D 轮	35.5
71	人人车	汽车交通	C 轮	35.0
72	分期乐	互联网金融	C 轮	34.0
73	一起作业网	在线教育	D 轮	33.9
74	积木盒子	互联网金融	C 轮	33.1
75	WiFi 万能钥匙	工具软件	A 轮	32.5
76	高思教育	在线教育	战略投资	32.1

77	91 金融	互联网金融	B 轮	32.1
78	魔方公寓	房产家居	B 轮	31.8
79	百度外卖	消费生活	战略投资	31.2
80	瓜子二手车	汽车交通	A 轮	31.1
81	纷享销客	企业服务	D 轮	30.7
82	贝贝网	电子商务	C 轮	30.6
83	物联传感	企业服务	A 轮	30.5
84	小站教育	在线教育	B 轮	30.5
85	网筑集团	房产家居	战略投资	30.5
86	丁香园	媒体门户	C 轮	30.5
87	墨迹天气	工具软件	C 轮	30.2
88	到家美食会	消费生活	D 轮	30.0
89	YOHO!有货	电子商务	D 轮	29.7
90	美乐乐家具网	电子商务	C 轮	29.5
91	典典养车	汽车交通	C 轮	28.6
92	意时网	互联网金融	A 轮	28.6
93	小猪短租网	旅游户外	C 轮	28.6
94	好大夫在线	医疗健康	C 轮	28.6
95	秒拍视频	社交网络	D 轮	28.6
96	猿题库	在线教育	D 轮	28.4
97	付融宝	互联网金融	B 轮	28.4
98	富途牛牛	互联网金融	B 轮	28.3
99	51 无忧英语	在线教育	C 轮	28.2
100	Testin 云测试	企业服务	C 轮	28.2

资料来源：36 氪 <http://www.36kr.com>，国泰君安证券研究

注：统计范围为 2012 年 10 月至 2015 年 10 月，获得融资、主营业务在中国大陆，且具备互联网属性的未上市公司。

2.3. 部分主板排队公司及部分新三板公司

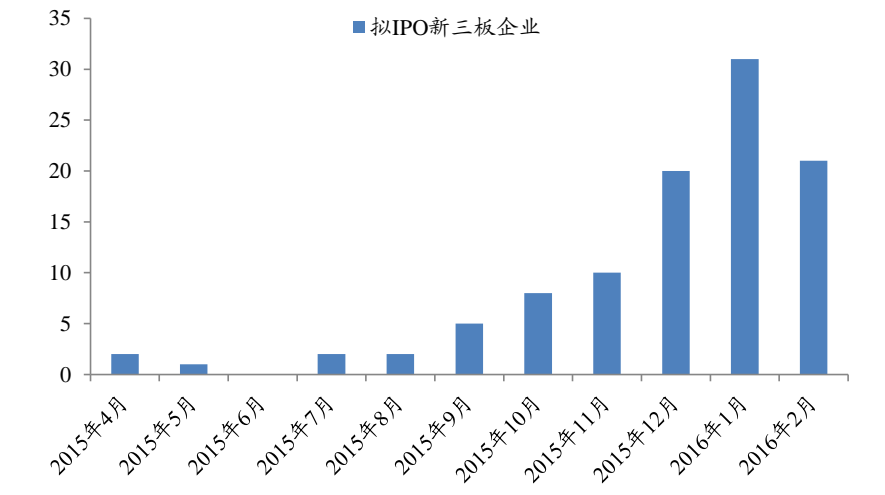
战新三板上市受阻，IPO 排队企业可能选择借壳。除了中概股和未上市新兴行业公司外，部分满足条件的主板排队公司也谋求通过战略新三板实现上市需求。2015 年 11 月网易财经报道称，战略新三板推出后在主板排队的公司可能优先登陆。如果战新三板被取消，这些公司将不得不通过其他途径进行融资。

- **IPO 排队路漫漫。**截至 2015 年 12 月 24 日，中国证监会受理首发企业 750 家，一个月时间 IPO 排队企业增加了约 100 家，排队上市时间成本较高。
- **借壳成为公司上市融资的选择。**相对而言，谋求登陆战略新兴板的 IPO 排队公司对上市的需求更为迫切，因此如果战新三板不能推出，这些公司更有动力通过借壳等途径实现上市。

转板难实现，新三板公司有借壳或被并购需求。新三板满足了很多中小企业的上市需求，但成交不活跃使得很多公司的价值得不到体现。因此很多新三板挂牌企业尤其是优质企业表达了转板意向，其中战略新三板是重要的目标挂牌市场。如果战新三板不能推出，很多公司将在

主板或创业板排队，部分公司可能选择借壳上市或者被并购。截至2016年3月5日，启动上市进程的新三板挂牌公司已经达到103家，其中2016年后前两个月就有52家，新三板公司申请IPO辅导的热情高涨。

图 1: 越来越多的新三板公司申请 IPO 辅导



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 3: 部分新三板公司满足转板条件 (单位: 百万元)

代码	公司名称	成立日期	行业	营业收入 (2014年)	净利润 (2014年)	净资产 (2014年)	股东人数
430065	中海阳	20050712	电气设备	728.17	50.80	867.34	249
831790	凯昶德	20061208	电气设备	281.49	30.52	287.27	35
430607	大树智能	19930219	电气设备	98.43	28.44	93.91	71
430037	联飞翔	19991029	公用事业	167.71	30.31	239.55	248
830777	金达莱	20041029	公用事业	308.58	117.89	449.30	104
430418	苏轴股份	20010824	机械设备	240.81	29.90	101.01	30
830985	浙江力诺	20030109	机械设备	225.15	26.94	219.47	60
430523	泰谷生物	20080904	基础化工	139.07	26.51	153.29	15
830818	巨峰股份	20020110	基础化工	483.47	35.87	342.43	33
830881	圣泉集团	19940124	基础化工	3,950.10	309.35	1,966.92	3,566
831873	环宇建工	20000908	建筑	2,690.69	67.93	492.14	162
430659	江苏铁发	19900807	交通运输	258.83	43.77	388.97	3,751
430759	凯路仕	20100426	交运设备	365.32	43.50	171.94	6
832399	宁波公运	19811228	交运设备	1,512.07	101.69	1,131.86	0
430558	均信担保	20020909	金融	111.68	47.89	532.75	206
430719	九鼎投资	20101210	金融	688.30	363.83	11,460.12	547
830958	鑫庄农贷	20110815	金融	64.94	38.38	373.67	10
831379	融信租赁	20070305	金融	83.64	29.02	281.17	4
831029	银丰棉花	20040826	农林牧渔	4,438.31	39.41	418.13	83
430539	扬子地板	20021127	轻工制造	351.61	47.17	249.18	20
831377	有友食品	20070525	食品饮料	879.71	118.55	370.69	24
430229	绿岸网络	20081128	文化传媒	226.16	45.19	266.32	4
830999	银橙传媒	20100309	文化传媒	120.77	38.03	181.50	96

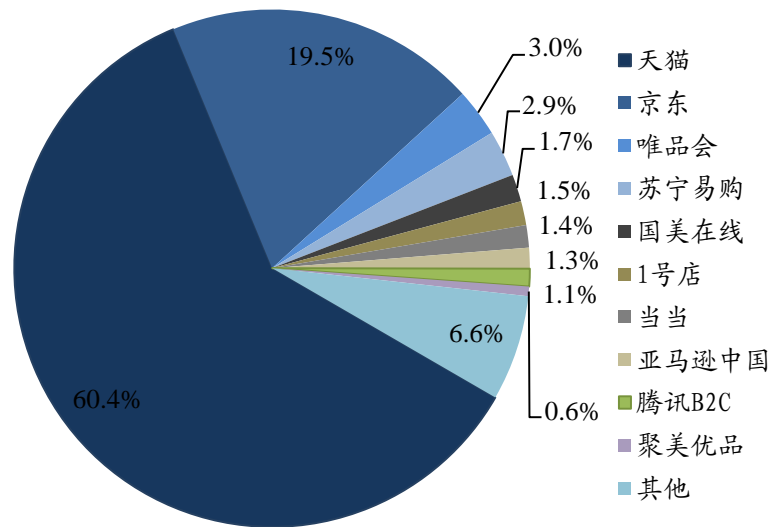
430002	中科软	19960530	信息技术	3,085.16	148.42	597.04	299
430011	指南针	20010428	信息技术	197.51	29.32	60.07	162
430305	维珍创意	20101231	信息技术	69.29	25.24	118.39	47
430515	麟龙股份	20020115	信息技术	106.63	50.92	102.62	96
430005	原子高科	20010518	医药生物	646.03	129.92	519.82	255
430140	新眼光	20050430	医药生物	86.45	23.11	91.92	109

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3. 新兴行业公司迫切登陆资本市场

新兴企业来说，先发优势尤为重要。新兴行业处于快速成长期，用户需求及消费习惯正在培养，率先崛起的行业龙头能够快速获得大量用户，实现规模效益，“赢家通吃”。新兴企业多在互联网、传媒、医美、体育等行业，边际成本较小，而规模经济效应显著，例如天猫占据了B2C网购市场份额的60.4%，腾讯在即时通讯市场达到了80%的市占率。对于新兴企业来说，只有迅速占据细分市场份额前列的公司才最有可能在竞争中胜出。

图 2：2014 年我国 B2C 市场中天猫和京东占据了绝大部分市场份额



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

借助资本的力量公司可取得先发优势。很多互联网企业的发展都经过了以下几个阶段：起步-融资-烧钱-达到规模点-实现盈利。新兴产业公司在发展前期往往收入来源有限，盈利能力较差，但需要大量资金获取用户，为以后的业绩爆发铺垫。因此发展初期公司对资金需求强烈，且面临激烈竞争。除了接受创投资金外，优先登陆资本市场可以使得新兴企业借助资本的力量快速扩大规模、研发新技术等，抢占行业发展先机。

借壳和被收购是最快登陆资本市场方式。根据公司所处发展阶段和盈利能力的不同，新兴产业公司可以通过借壳或被并购的方式登陆资本市场。发展相对成熟、盈利水平良好的公司可以采用借壳上市，而较

大比例的新兴产业公司盈利能力较差，难以直接登陆主板或创业板，因此选择被上市公司收购是其曲线上市的最佳选择。

4. 纺织服装板块资本运作动力强

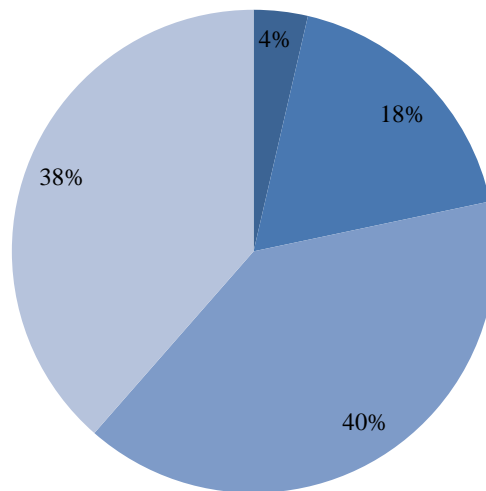
4.1. 纺织服装行业是“转型集中营”

纺织服装行业是转型股票集中营。一方面目前行业内小市值公司占比高、数量多，小市值公司容易被借壳或转型；另一方面由于行业内部分公司主业低迷、民企占比高、多位于沿海发达地区、负债率低等原因，公司资本运作进行业务转型的条件得天独厚。

行业内小市值公司多，转型标的和潜在壳资源丰富。纺织服装大部分细分行业市场空间大，但门槛较低，中小企业数量多，竞争激烈。因此龙头市场份额小，且盈利能力较弱，行业景气度变化会显著影响利润水平。而收入和利润规模有限导致行业内小市值公司占比高，截至2016年3月15日，纺织服装公司有32家市值小于50亿，33家在50-100亿之间，在我们梳理的潜在“壳资源”中纺织服装公司有16家，位居各行业第二位，转型标的和潜在壳资源丰富。

图 3: 纺织服装公司市值规模普遍低于 100 亿

■ 300亿以上
 ■ 100-300亿
 ■ 50-100亿
 ■ 0-50亿



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：数据截至2016年3月15日

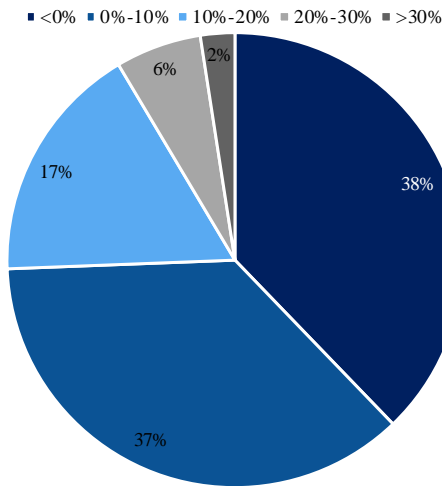
4.2. 纺服企业进行资本运作谋求转型的条件得天独厚

由于行业内部分公司主业低迷、民企占比高、多位于沿海发达地区、负债率低等原因，公司资本运作进行业务转型的条件得天独厚。

内外交困，部分纺织服装公司主业持续低迷。1) 经历了十多年的高速发展后，我国宏观经济增速下滑，消费市场表现低迷，影响了纺织服装行业公司的收入水平；2) 2008年金融危机后国外发达经济体复苏缓慢，人民币贬值及东南亚国家的竞争导致我国纺织服装行业出口显著下滑，同样影响很多依赖出口业务的纺织服装公司业绩；3) 我国部分

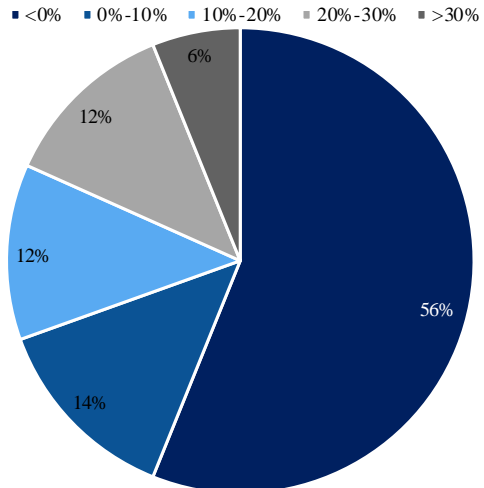
纺织服装企业竞争力不强，在国外企业参与加剧竞争、劳动力成本上升的情况下盈利水平大幅下滑。在此背景下很多纺织服装公司主业低迷，不得不主动寻求转型维持上市地位。

图 4: 38%的纺服公司 2012-2014 年营收复合年均增长率为负



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

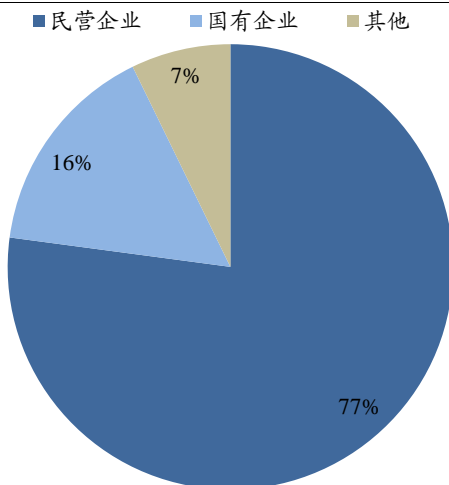
图 5: 56%的纺服公司 2012-2014 年净利润复合年均增长率为负



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

民营企业占比高，行业内企业体制灵活。纺织服装行业属于为数不多的基本完全放开允许民营资本进入经营的行业之一，经过多年的竞争，民营企业在业内居于主导地位。在纺织服装行业上市公司中，民营企业共有 64 家，占比达到 77%，这些民营企业中有很多是家族企业，控股股东持股较多，与公司市值利益相关性高。民营企业机制灵活，管理层思路开阔，在主业出现困难时勇于进入新行业以推动业绩增长。

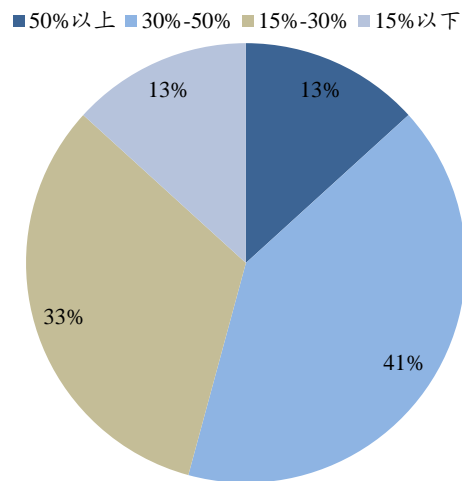
图 6: 纺织服装行业中民营企业占比达到 77%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

注: 数据截至 2016 年 3 月 15 日

图 7: 纺织服装企业第一大股东持股比例普遍较高



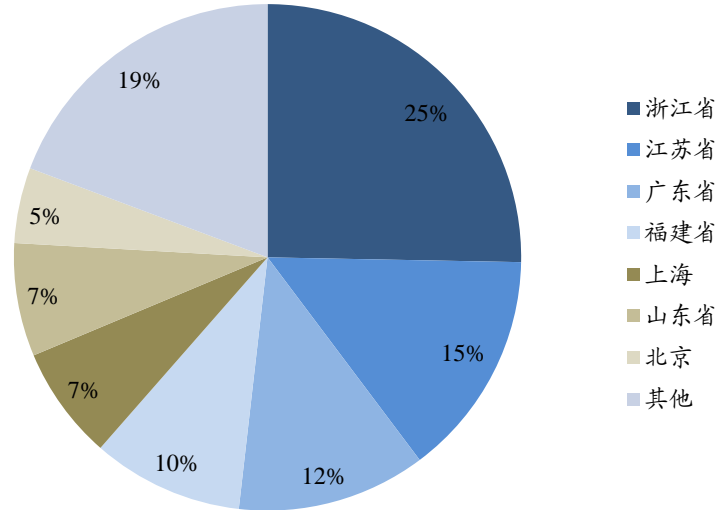
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

注: 数据截至 2016 年 3 月 15 日

纺织服装公司多集中在沿海经济发达地区，资本运作和寻找转型标的较为容易。行业内公司主要集中在浙江、江苏、广东、福建等东南沿海地区，这些区域发展早，民营经济活跃，一方面其金融产业较发

达，有条件进行资本运作；另一方面沿海地区具有人才优势和创业氛围，医药、TMT 等新兴产业较为集中，公司在转型时容易寻找到并购标的。因此当地发达的经济条件为纺织服装公司转型提供了条件。

图 8：纺织服装行业公司多集中在沿海经济发达地区



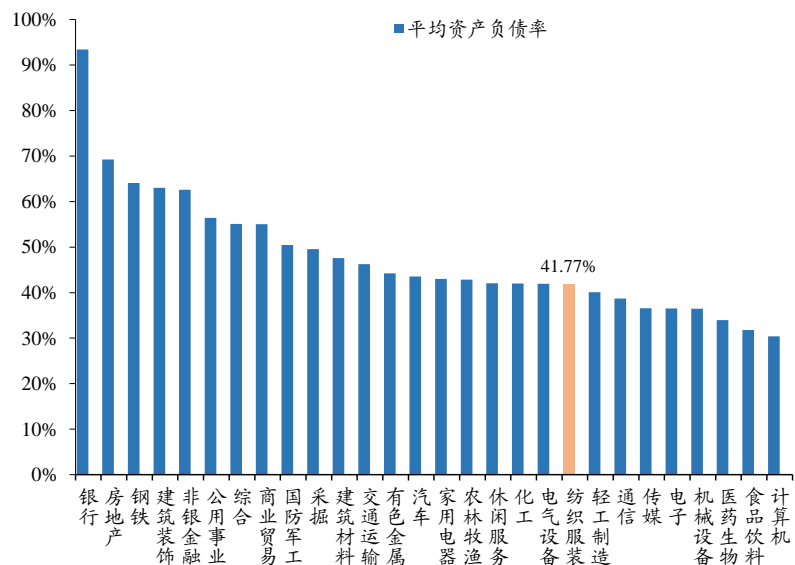
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：数据截至 2016 年 3 月 15 日

负债率低，公司资本运作负担小。 纺织服装行业公司的现金流较为充沛，负债率在所有行业内处于较低水平。

- 如果公司进行业务转型，往往涉及到定增或者发债募集资金购买资产，负债率低的公司融资渠道更加多元化，更容易进行资本运作；
- 资产负债率低的壳资源更受欢迎，负债少、债务关系简单的公司相对“干净”，借壳方在借壳时容易操作，发生债务纠纷的风险小。纺织服装行业公司负债率低，资本运作的潜力更大。

图 9：2015H1 纺织服装行业公司平均资产负债率较低



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4.3. 纺织服装行业小市值&转型公司梳理

定增、投资产业基金、剥离资产为跟踪小市值及转型公司资本运作的主要手段。纺织服装行业小市值企业数量多，我们对市值在 50 亿左右的小市值公司以及有转型预期的部分公司进行了梳理，总结了其近一年资本运作、营业收入、净利润、资产负债率、控制人比例、公司属性等指标，为投资者筛选优质的转型标的和可能的壳资源提供参考。

表 4: 纺织服装行业小市值公司资本运作潜力大

证券简称	总市值 (亿元)	15Q1-3 营业收入 (百万)	15Q1-3 净利润 (百万)	资产负 债率 (%)	控制人 比例 (%)	货币资金及 其他流动资 产(百万)	公司 属性	近一年的资本运作
非主业方向转型的公司:								
棒杰股份	41.49	236.37	28.05	14.97	37.50	276.21	民营	设立 10 亿尚信棒杰医疗健康产业基金，与银康发展及优势创投共同设立 15 亿医疗产业并购基金，转型大健康产业
金鹰股份	32.10	815.73	26.09	30.67	46.87	255.65	民营	定增募集约 16 亿元，控股股东金鹰集团认购 42.8%；与湖南瑞翔签订合作协议，1.05 亿认购其公司定增股票并建立合资公司，转型新能源汽车电池行业。
浔兴股份	37.12	784.96	60.70	49.17	32.38	128.24	民营	完成定增，募集不超过 3.1 亿元补充流动性，控股股东浔兴集团认购 4.89%，大股东旗下有 CBA 篮球俱乐部，预计转型体育产业
嘉欣丝绸	34.94	1520.09	62.29	36.55	21.83	162.80	民营	定增过会，募集资金不超过 6.6 亿元，用于金蚕网茧丝绸行业供应链金融项目和“金三塔”丝绸服饰 O2O 项目
三毛派神	47.23	153.02	-23.06	65.45	14.41	70.67	国有	6.2 亿收购众志芯科 100% 股权；定增募集配套资金 6 亿元，转型集成电路及计算机设计制造行业，“中植系”昊融投资成为第二大股东
卡奴迪路	35.02	489.84	7.54	48.61	39.75	347.88	民营	定增募集 8.66 亿，布局时尚买手店 O2O 项目延伸产业链、收购意大利 LEVITS S.P.A. 51% 股权及 Dirk Bikkembergs 品牌营销网络建设，包括董监高参与的员工持股计划认购 13%，转型跨境电商 O2O
凯瑞德	39.85	66.63	-74.28	88.99	12.22	17.73	民营	公告收购互联网企业，已停牌。1) 剥离原纺织主业，出售锦棉纺织 100% 股权、纺织设备以及部分债权债务组成的资产包。2) 转型互联网彩票 (10%)、互联网加速服务 (90%)。收购百宝彩 51% 股权，收购德棉博元基金 50% 股权；2.49 亿自有资金收购屹立由数据 100% 股权
星期六	42.41	1213.01	24.73	39.14	36.74	318.11	民营	2014 年 9 月定增募集资金不超过 2.18 亿元，其中董监高、大股东认购共计 5.25%，转型互联网时尚娱乐产业

欣龙控股	42.32	234.52	-27.42	32.00	16.73	185.98	民营	出资合计不超过4亿元,筹划健康养生养老产业并购基金;出资1.5亿元与红棉资本合作设立医疗产业并购基金
浪莎股份	25.61	118.70	1.45	16.87	42.68	192.29	民营	战略投资东方汇富的产业基金,专注移动互联网、泛娱乐和智能硬件等领域的天使投资
浙江富润	38.80	593.56	-5.98	42.12	27.60	145.47	民营	定增12亿收购泰一指尚,转型互联网营销;;出资1亿元设立互联网产业投资公司,加快互联网布局。
希努尔	48.45	755.37	0.13	27.10	24.28	163.59	民营	1.65亿元出售建筑楼,斥资11亿元购买互联网创业平台公司星河互联100%股份,进军针对互联网公司的创投行业
新澳股份	51.21	1297.65	117.18	23.33	37.71	383.09	民营	停牌中,公告拟收购意大利莱纺织企业
嘉麟杰	42.76	531.03	-51.71	42.60	19.61	237.61	民营	出资9900万与智义资管合作设立1亿元规模产业并购基金,服务于后续产业并购、投资与整合。
加码主业,或在主业范围内转型的公司:								
华纺股份	26.48	1751.28	15.86	67.82	15.31	629.61	国有	定增募集资金不超过9亿,用于产能转移越南及纺织产业链智能化研发,控股股东滨州市国资公司认购6.67%
宏达高科	33.58	383.72	133.12	14.03	21.36	333.26	民营	对博亿金医疗器械的控股比例由80%增至100%,加码医疗器械主业
兴业科技	31.96	1665.04	0.36	43.92	34.95	528.11	民营	定增募集资金不超过7.16亿,用于工业智能化技改及皮革主业项目,其中实控人之子吴国仕认购71.72%,董秘吴美莉认购5.52%,
新野纺织	33.16	2113.14	101.17	67.17	33.00	672.74	国有	定增过会,募集7.61亿加码主业,欲布局“原棉—纱线—面料—服装”全产业链
乔治白	44.96	446.95	39.80	23.10	13.54	100.70	民营	设立合资公司开拓国内校服市场,主营校服生产和销售,控股43.20%
多喜爱	33.84	400.34	17.59	33.16	28.51	301.71	民营	加码医用纺织用品
维格娜丝	37.62	608.78	77.06	11.07	32.66	924.17	民营	投资1.35亿收购“中国四大名锦”之一南京云锦,打造高端奢侈品牌,拓展多品牌战略
梦洁家纺	46.93	882.14	61.68	29.32	37.91	157.55	民营	出资1,000万元与财中投资合资成立梦金所,涉足互联网金融;拟定增11.14亿加码主业,用于智能工厂建设项目、O2O营销平台项目及补充流动性
出售资产、剥离主业,有可能被借壳或注入资产的公司:								
维科精华	26.56	561.13	12.90	56.03	22.27	316.19	民营	转让合营企业50%股权
美欣达	28.49	572.33	20.88	39.24	34.24	115.16	民营	定增过会,募集资金约4亿元,用于补充流动资金,实控人单建明及其配偶认购60%
开开实业	29.93	652.39	17.66	52.62	26.51	124.50	国有	出售资产,受让上海静安甬商汇小贷10%的股权,对深圳市赢润实业进行清算歇业,转让上海康桥中药饮片8%的股权,

									转让房产等。
上海三毛	32.59	817.78	-20.01	51.91	25.95	127.36	国有		重大资产重组转型电子设备失败；设立创新壹号基金，投资持有沪江网 0.82% 股权
山东如意	22.70	395.19	15.69	64.62	26.29	308.14	民营		转让子公司张家港贸易 100% 股权；定增过会，募集资金不超过 18.38 亿元，用于收购如意科技服装资产、泰安如意 100% 股权、温州庄吉 51% 股权及加码主业，大股东如意科技认购不低于 10%。
三房巷	41.20	765.51	38.56	8.19	50.33	785.10	民营		无
凤竹纺织	32.72	541.96	5.79	39.29	10.72	100.10	民营		投资规模 3.9 亿元产业基金，主要面向 TMT、环保等朝阳产业进行股权投资
华升股份	37.32	547.05	-10.37	35.84	40.31	124.90	国有		6,875 万元出售公司及子公司湖南华升株洲雪松和湖南华升工贸部分闲置资产；重大资产重组终止
现金充足、大股东持股比例高，有可能收购资产的公司：									
九牧王	84.53	1602.11	276.65	21.36	53.73	1949.07	民营		设立互联网时尚产业基金，增资韩都衣舍，占 8.09% 股权
贵人鸟	160.07	1402.01	204.52	46.08	78.89	1168.09	民营		定增 15.41 亿加码体育主业，用于建设贵人鸟体育云平台，供应链建设项目，加快体育生态圈建设
联发股份	46.77	2625.20	179.76	41.11	40.45	1727.70	民营		自有资金出资 2 亿元设立上海崇山投资，参与衍生品、医药等多元领域投资

数据来源：Wind，国泰君安证券研究；收盘市值截至到 2016 年 3 月 15 日，财务数据取自 2015 年三季度报

5. 市值小、大股东持股比例高的更容易被借壳

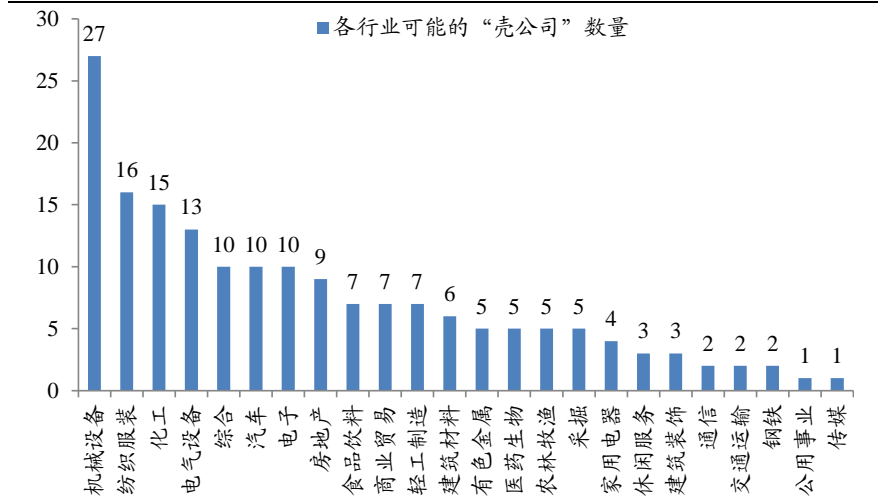
有转型动力或有可能被“借壳”的小市值公司，主要集中在机械设备、纺织服装等行业。与业务转型相比，借壳公司股价的增长空间更大，期权价值更高，因而受到投资者追捧。我们筛选了 175 家符合以下条件的公司：

- 1) 市值 50 亿以内；
- 2) 2015 年以前上市，剔除次新股；
- 3) 过去三年收入和净利润的复合年均增长率低于 10%；
- 4) 在主板和中小板上市，创业板不能被借壳；
- 5) 民营企业。

这些公司业绩表现一般、市值小且机制灵活，多集中在机械设备、纺织服装、化工、电气设备等传统行业，存在强烈的转型或被借壳预期。

市值小、大股东持股比例高的公司更容易被借壳。从投行实务角度看，筛选被借壳公司需要考虑市值、主业、负债和股权结构等因素，其中市值小，借壳上市付出的成本更低，而大股东持股比例越高的公司卖壳更容易。因此在 175 家公司里还有部分公司不满足要求被借壳上市的要求，壳公司的价值凸显。

图 10: 有期权价值的小市值公司主要集中在机械、纺织服装等行业



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 数据截至 2016 年 3 月 15 日

表 5: 判断上市公司是否为“好壳”的标准较多

标准	具体要求
市值	市值小是首要因素, 市值越小借壳后新股东持股比例越高, 后续增资扩股空间越大, 市值最好不高于 50 亿, 尤以低于 30 亿为佳
主业情况	主业持续亏损, 公司多次变革仍无改善为佳
公司属性	国企一般股东关系复杂、管理层动力不强, 而民营企业被借壳, 操作更为容易
负债情况	负债率较低, 债务关系清晰, 不存在复杂债务关系带来的借壳风险
实控人持股	实际控制人持股比例高 (一般超过 30%) 的公司更容易被借壳, 原因是老股较容易转让给借壳标的, 老股是借壳过程中具有巨大增值潜力的资产
其他	最好不要存在未决诉讼、违规担保等问题, 影响借壳操作

数据来源: 国泰君安证券研究

6. 投资建议

市值小、大股东持股比例高的公司容易被借壳。一级市场目前估值在 10-15 倍, 一个有 2 亿净利润的公司获得的估值也只是有 20-30 亿之间, 所以, 如果壳公司的市值太大, 需要利润额较大的公司才能够借得动 (取得控股权), 而相对较小市值的壳公司更容易被借壳; 另一方面, 大股东持有的老股往往具有巨大增值潜力, 想借壳的公司往往希望在借壳前通过协议转让等方式拿到一部分壳公司的老股, 所以壳公司大股东持股比例越高, 越容易就转让老股上达成一致意见, 越利于借

壳。

现金充足且大股东持股比例高的公司更易收购。收购往往是“现金+换股”的形式，如果现金不多或者大股东持股比例不高，都不利于最终收购的成交。

综合考虑市值、现金、大股东持股比例等因素，我们建议增持可能被借壳的上海三毛、凤竹纺织，受益标的三房巷；建议增持可能收购优质资产、转型预期较强的九牧王、贵人鸟、联发股份、棒杰股份、兴业科技、浔兴股份。

- **壳组合：**上海三毛、凤竹纺织；受益标的三房巷；
- **转型组合：**九牧王、贵人鸟、联发股份、棒杰股份、兴业科技、浔兴股份。

6.1. 上海三毛：战略新兴板政策转向，公司重组进程可期

维持“增持”评级。公司主业亏损，2015年重组失败，后期存资产重组预期。预测2016-17年EPS为-0.19/-0.13元，参考转型公司估值水平并给予一定溢价，维持目标价21元，对应2016年4.2倍PS，十三五删除“设立战略新兴板”带来投资机会，维持“增持”评级。

战略新兴板政策或转向，给小市值公司带来投资机会。“十三五”规划《纲要草案》中，“设立战略性新兴产业板”被删除，是否推出战略新兴板存变数，无论取消与否，都将影响原有预期，刺激相关公司尽快登陆资本市场以减少变数。拟登陆战略新兴板的公司数量庞大，为小市值公司出让壳或转型公司寻找优质资产并购提供较多选择。

公司主业盈利能力持续下滑，存资产重组预期。公司公告因承担与中信银行金融合同纠纷案的连带保证责任人民币6,000万元，2015年归母净利-3,877万元，2012年后四年内第三次出现亏损。公司提出推动内部调整和外部重组，目前市值约33亿，存资产重组预期。公司曾于2015年尝试并购万源通，但中途失败，未来仍存重组预期。

重庆国资委国企改革动作多，资本重组有先例。上海三毛是隶属于重庆国资委旗下的上市平台，近期将所持安诚财险股权转让给渝富集团。重庆国资委掌控资产规模约2万亿，十多年来增长近12倍，“渝富模式”引人瞩目。重庆国资委旗下太极集团完成两大壳资源重组案例，三家医药上市公司资产整合目标有望在2016年上半年完成。

6.2. 凤竹纺织：纺织主业难突破，开启资本运作之路

维持“增持”评级，目标价19.00元。我们维持预测公司2016-2017年EPS分别为0.09/0.15元。参照行业平均估值并考虑到公司转型预期，给予一定估值溢价，维持目标价19.00元，对应2016年211倍PE。

纺织主业难寻突破，预计未来收入趋于稳定。公司主营针织漂染产品的生产加工业务，采用成本加价定价模式，近来原材料价格下滑降低

营业成本的同时降低了成品价格，综合作用下公司业绩于 2011 年后持续下滑。2015Q1-3 收入同比增速分别为 2.74%、-4.53%、1.23%，趋于平缓，预计未来几年纺织主业收入难有较快增长。

条件具备，资本运作之路开启在即。1) 公司 2011 年出资 3,000 万元投资上海兴烨创投，并于 2013 年、2015 年分别收回 1,000 万元，此举有望为后续布局准备；2) 公司宣布终止筹划员工持股，并使用不超过 6,000 万元自有资金在福建晋江经济开发区购买 180 亩发展储备用地，我们认为公司可能为转型蓄能量。

入股基金涉足 TMT、环保等朝阳产业，探索转型之路。2015 年 6 月公司用自有资金 2,000 万入股兴富基金，重点投资 TMT、环保等朝阳产业。兴富基金聚焦传统制造向高科技智能制造转型升级中产生的投资机会，尤其是传统产业的新技术、新模式和“互联网+”的应用，公司与之合作的经历经验将为转型提供更多支持。

6.3. 九牧王：实业为盾，互联网“他时尚”文化投资为矛

维持“增持”评级。实业提供稳健现金流，积极打造互联网时尚文化产业控股集团。维持预测 2016-2017 年 EPS 为 0.74/0.85 元，参考行业转型公司估值，并考虑公司在金融、时尚、电商等行业的布局，维持目标价 22.2 元，对应 2016 年 30 倍 PE 估值。

男装主业是公司后盾，将不断探索产品和渠道升级。福建男装品牌 90 年代至 2000 年初是发展高峰，近年消费下行后，品牌服饰原有运营模式亟待改变。九牧王男装主业升级初见成效，15 年 Q1-Q3 扣非后净利润同增 22%。预计公司未来会持续推进批发模式向零售思维的转型，实现 MD 体系、打造年轻品牌、进入购物中心渠道等。我们认为借助体系革新和品牌粘性，主业将成为公司发展坚强后盾。

互联网时尚、新文化等外延产业投资将成为公司进击之矛。15 年 3 月公司 1 亿美元增资境外投资主体九牧王零售；全资子公司九盛投资 6 月 10 亿元设立互联网时尚产业基金，8 月成立 5 亿元规模新文化产业基金。8 月产业基金第一个投资项目落地，先后两次累计投资约 1.4 亿元认购韩都衣舍 8.1% 的股权，实质性推动外延投资进程。此外九盛投资还以 1,000 万元参股“超级导购”APP (10%)、6,800 万元增资财通证券 (2%) 等。我们认为公司的投资构图非常明晰，未来与服饰、男性时尚消费密切相关的时尚产业将成为未来投资方向。

韩都衣舍不是唯一，大型投资集团远景可期。我们认为投资韩都衣舍只是公司产业基金的第一步，未来会有更多优质国际资产、电商品牌和新文化类 APP 进入视野，公司先人一步的转型思路值得认可。

6.4. 贵人鸟：主业寒冬已过，2016 年项目落地年值得期待

维持“增持”评级。体育用品行业“寒冬”已过，公司主营恢复平稳增长，同时加码体育服务行业。维持预测公司 2016-17 年 EPS 为 0.63、0.73

元，考虑未来大体育产业高速增长的预期，并参考中体产业、莱茵体育等体育行业公司估值，维持目标价40.00元，对应2016年63倍PE。

体育用品行业复苏，主营业务恢复增长。1) 体育用品行业在经历了2010-2014年的寒冬后，经过市场调整和自身改革，去库存基本结束，销售业绩逐步恢复上升趋势。2) 公司调整外延扩张发展模式，关闭低效店面，2015年Q1-Q3实现主营收入14.02亿元，同比增长4.72%，实现净利润2.05亿元，同比增长6.81%。随着我国居民体育消费意识的增强，国家对体育产业重视度的提高，主业有望保持平稳增长。

加强供应链建设、对生产基地智能化改造，提高盈利能力。1) 公司投入5.5亿元加强服装供应链建设，由外协转为自主生产为主，力争形成高度灵活、智能的供应链体系，利于控制产品品质、降低成本。2) 改造晋江鞋生产基地，预计减少员工25%以上，利于降低成本。

体育基因助力公司加码体育生态圈，开拓体育蓝海市场。1) 联合虎扑、景林成立体育产业基金动域资本。虎扑使公司获得丰富体育用户数据和线下赛事运营经验，动域资本分别投资了跑步、足球、健身、电竞游戏等互联网体育公司，未来在海外项目以及传统体育领域的布局有望加速。2) 拟用定增资金5.3亿建设贵人鸟体育云平台，实现体育用品、服务的高度结合，加快体育生态圈建设，有望持续超市场预期。

2016年是项目落地年，预计与大体协合作赛事会率先落地。中国最大的体育人群是学生人群，与大体协合作未来空间大。大体协每年有100多场赛事，假设每场赛事赚10万（主要来自企业赞助冠名），也有上千万净利润，这个每场盈利额会逐年上涨。

动域资本连投逾30个项目，2016年将逐步寻找变现通道。动域资本已布局跑步、健身、足球、篮球、滑雪等多个体育项目流量入口，2016年开始重点布局线下经典体育业务，让互联网流量入口用户资源变现，我们预计健身、跑步、足球相关业务有望率先变现，例如通过跨境电商代理海外足球俱乐部的周边产品。

6.5. 联发股份：战略新兴板政策转向，公司重组进程可期

维持“增持”评级。色织布行业龙头之一，管理层履新带来变革预期。维持预测公司2016-2017年EPS为1.11/1.24元，同类公司鲁泰估值中枢在15倍左右，考虑到公司转型预期，维持目标价22.2元，对应2016年20倍PE估值，

色织布行业龙头，棉纺全产业链均有布局。公司主营色织布、印染布和衬衣等棉纺织产品的制造和销售，其中色织布产品占营收的60%左右；公司已向上下游延伸，拥有纱线、热电、印染等上游配套业务，以及自有衬衣品牌占姆士。2015Q1-3收入、归母净利分26.25亿(+5.3%)、1.78亿(+2.1%)，主业增速放缓。

主业随棉纺产业链复苏有望回暖。棉纺织行业有望随棉价触底回升、人

人民币汇率贬值等因素回暖，公司在行业浸润多年已形成品牌和客户优势，行业向好对主业带来积极影响，预计未来几年收入个位数增长。

新晋董事及高管资本市场从业背景深厚，多元化投资之旅或将加速。

1) 人事变动带来新气象：公司新管理层孔令国有海外教育背景和基金公司资深从业背景，副总经理江波兼具服装实业和资本市场背景，持有上海港鸿投资 80% 的股份，并任联发制衣总经理，我们认为公司传统行业与外延发展结合将擦出新火花。**2) 预计主业外加码多元化投资：**除棉纺主业外，公司目前已涉及服装自有品牌、供应链金融、供热等板块，并参与了国债逆回购、远期结汇合约等衍生品的投资。公司还曾参与过医药行业的投资，并在上海成立投资公司。我们认为公司有可能加码多元化投资，更灵活的实现业务拓展和收益的增长。

6.6. 棒杰股份：“无缝”对接医疗服务

坚定转型升级，切入医疗健康领域，维持增持评级。公司于 2015 年 6 月份与尚信资本成立并购基金之后，公告与银康（上海）健康发展有限公司及天津市优势创业投资管理有限公司签订战略合作协议，由合作方为公司制定符合其资本和产业发展方向的并购重组战略，寻求优质的医疗产业标的，以及提供投后协同管理服务，并共同成立医疗产业并购基金（暂定规模 15 亿），助力公司转型升级，可见公司转型升级切入医疗健康领域的决心之坚定。维持盈利预测 2016-17 年 EPS 为 0.36/0.47 元，考虑公司未来在医疗大健康领域布局有望进一步落地，维持增持评级。

合作方投资及经营管理经营丰富，助力公司转型升级。1) 银康健康发展是一家专业从事医疗健康服务集团公司，涉及医疗器械、医疗服务、托管经营等多个细分领域，投资项目包括亲和源养老（已公告和宜华健康签订收购协议），庐山养老健康城、神山国际度假庄园健康城等项目，具有丰富的医疗产业资源以及经营管理经验；2) 天津优势创业是从事战略咨询、并购基金、并购顾问和私募投资的专业机构，拥有丰富的并购经验及较广的金融资源。借助合作方在医疗并购领域的优势，未来公司将挖掘一批已发展成熟，业绩增长迅速的适合直接被上市公司并购的标的，有助于公司在医疗大健康以及互联网升级两个领域的产业布局和顺利转型。

无缝服装主业受益于行业集中度提升及产能释放，预计未来几年收入、盈利水平改善。1) 随着无缝服装行业市场逐渐出清，消费不断升级带来集中度提升，公司无缝服装国内及全球市占率约为 2.08% 和 1.11%，预计公司将持续受益于行业集中度提升。2) 2014 年通过配股募资 1.5 亿加码上游产能，预计 2016 年产能可以释放，通过延深产业链降低成本，预计毛利率提升约 3-5pct。

6.7. 兴业科技：战略新兴板政策转向，公司重组进程可期

维持“增持”评级。维持预测公司 2016-17 年 EPS 为 0.39/0.54 元。参照纺织行业龙头估值水平并考虑到转型预期给予一定的估值溢价，维持

目标价 19.50 元，对应 2016 年 50 倍 PE。

主业逐步企稳，2016 年净利率可恢复至 10% 以上。

- 2015 年受原材料价格大幅上涨影响，公司毛利率大幅下滑（2015Q1-3 毛利率同比大幅下滑 4pct. 至 8.7%）。原材料价格已从 2015 年高点的 110 美元/张下降至约 70 美元/张，随着原材料价格下降预计主业净利率可恢复至 10% 以上。
- **环保政策趋紧，行业集中度有提升趋势。**很多小型皮革加工企业由于不符合环保标准加速退出，公司作为龙头公司将不断提高市占率和盈利能力。
- 加大海外客户开发力度、进入布袋市场，寻找新的增长点

董事长儿子、女儿大比例参与定增，存转型预期。公司拟定增募集资金 7.2 亿，其中董事长的儿子和女儿认购 86%。公司定增拟投用于工业智能化技改项目、牛蓝湿皮加工到牛成品皮的生产线建设等，考虑到公司下游皮鞋客户需求不景气，我们预计公司可能会寻求新的发展方向，存在转型预期。

6.8. 浔兴股份：体育服务行业蛟龙，当在低渊欲飞天

维持“增持”评级。维持预测 2016-17 年 EPS 为 0.27/0.31 元，参考转型龙头公司，并考虑浔兴男篮俱乐部注入上市公司进度有望超市场预期给予估值溢价，目标价 15.0 元，对应 2016 年 55.6 倍 PE。

CBA 商业化进度明显加快，市场空间巨大。1) 2016 年 1 月 16 日，姚明牵头成立中职篮，1 月 19 日篮协跟随成立 CBA 联赛公司，CBA 商业化进程明显加快。2) 参照 NBA 及中超，预计商业化后，篮球俱乐部盈利能力会大幅提升，俱乐部收入从联赛分成、冠名等转变为联赛分成、转播收入、赞助收入、门票收入、场馆运营等多元化收入模式。3) NBA2014-15 赛季收入达 55 亿美元，2015 年 NBA 球队平均市值达 11 亿美元，CBA 篮球俱乐部商业化后，市场空间巨大。

预计 CAB 商业化可加速浔兴男篮俱乐部扭亏为盈，注入上市公司进度有望超市场预期。1) 浔兴男篮俱乐部尚在亏损，较难注入上市公司。由于浔兴股份目前主业业绩低迷，如果把尚在亏损的篮球俱乐部注入上市公司，势必会拖累上市公司业绩。2) 预计浔兴俱乐部扭亏为盈才容易注入上市公司，而 2016 年伊始，CBA 商业化进程加快，集团公司旗下俱乐部将大幅受益于 CBA 商业化，有望扭亏为盈。

预计公司有潜力成为 A 股体育服务行业龙头公司之一。俱乐部及场馆运营是体育服务主要的两项内容，如果浔兴男篮注入上市公司，将成为 A 股稀缺的体育服务标的，有望借助资本市场进行行业整合。

表 6: 主要覆盖标的的盈利预测、目标价及评级

公司代码	公司简称	EPS 本次预测				PE (倍)			目标价	评级
		2014A	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
002634.SZ	棒杰股份	0.26	0.30	0.37	0.47	200.00	162.16	127.66	60.00	增持

600232.SH	金鹰股份	0.07	0.09	0.12	0.14	162.00	121.50	104.14	14.58	增持
600137.SH	浪莎股份	0.02	0.02	0.04	0.07	2050.00	1025.00	585.71	41.00	增持
600448.SH	华纺股份	0.06	0.05	0.06	0.07	192.00	160.00	137.14	9.60	增持
600152.SH	维科精华	-0.75	0.08	0.10	0.14	156.25	125.00	89.29	12.50	增持
002034.SZ	美欣达	-0.02	0.45	0.43	0.49	101.33	106.05	93.06	45.60	增持
600233.SH	大杨创世	0.29	0.30	0.33	0.37	102.13	92.85	82.81	30.64	增持
002072.SZ	凯瑞德	0.03	-0.62	0.03	0.15	-40.44	835.67	167.13	25.07	增持
002144.SZ	宏达高科	0.66	0.70	0.62	0.65	40.73	45.98	43.86	28.51	增持
600493.SH	凤竹纺织	0.04	0.05	0.09	0.15	380.00	211.11	126.67	19.00	增持
600272.SH	开开实业	0.15	0.08	0.10	0.13	244.38	195.50	150.38	19.55	增持
002674.SZ	兴业科技	0.49	0.02	0.39	0.54	975.00	50.00	36.11	19.50	增持
603889.SH	新澳股份	0.70	0.77	0.82	0.88	53.25	50.00	46.59	41.00	增持
000955.SZ	欣龙控股	0.01	-0.14	-0.07	-0.07	-53.57	-107.14	-107.14	9.45	谨慎增持
002486.SZ	嘉麟杰	0.03	-0.12	0.08	0.12	-55.42	83.13	55.42	6.65	增持
600070.SH	浙江富润	-0.18	0.01	0.13	0.19	1105.00	85.00	58.16	11.05	增持
600689.SH	上海三毛	0.30	-0.19	-0.19	-0.13	-110.53	-110.53	-161.54	21.00	谨慎增持
002193.SZ	山东如意	-0.01	0.11	0.15	0.18	169.91	124.60	103.83	18.69	谨慎增持
002087.SZ	新野纺织	0.16	0.23	0.27	0.32	39.13	33.33	28.13	9.00	增持
002687.SZ	乔治白	0.23	0.17	0.26	0.31	107.71	70.42	59.06	18.31	增持
002761.SZ	多喜爱	0.38	0.35	0.26	0.29	133.69	179.96	161.34	46.79	增持
002656.SZ	卡奴迪路	0.07	0.05	0.18	0.31	620.00	172.22	100.00	31.00	增持
002394.SZ	联发股份	0.94	0.89	1.11	1.24	24.94	20.00	17.90	22.20	增持
002397.SZ	梦洁家纺	0.22	0.24	0.29	0.33	43.96	36.38	31.97	10.55	增持
002404.SZ	嘉欣丝绸	0.15	0.11	0.21	0.28	106.73	55.90	41.93	11.74	增持
002291.SZ	星期六	0.09	0.06	0.09	0.10	302.33	201.56	181.40	18.14	增持
002098.SZ	浔兴股份	0.22	0.23	0.27	0.31	65.22	55.56	48.39	15.00	增持
603555.SH	贵人鸟	0.51	0.54	0.63	0.73	48.28	41.38	35.71	40.00	增持
601566.SH	九牧王	0.61	0.64	0.74	0.85	22.98	19.88	17.31	22.20	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究;

7. 风险提示

主业业绩大幅下滑风险: 小市值公司的主业往往表现较差, 如果经济持续低迷、人力成本持续上升、市场竞争加剧, 小市值公司的营收和净利润将进一步下滑, 从而影响股价表现。

转型不达预期风险: 小公司可能会拓展新业务提振业绩或者被优质公司借壳, 但可能受市场行情波动、管理层变动等影响, 公司的资本运作可能会不达预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		