

山东如意 (002193.sz)

优势明显、产能迅速扩张，但盈利增长尚需观察

熊峰 农业/食品 行业研究员

电话: 0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

刘伟军 纺织服饰行业 研究助理

电话: 020-87555888-647

eMail: lwj5@gf.com.cn

优势明显

技术优势明显，公司“如意纺”技术行业领先。“如意纺”可实现：

1、低支高纺；2、超高支纺纱，毛纺突破 180 公支、棉纺突破 300 英支两项世界记录，并实现了极限纺纱 500 支；3、拓展原料范围，纺纱过程中下脚料再利用；4、多纤维任意组合。

设计优势明显，公司全部产品均为自主设计，完全不同于国内毛纺企业 OEM 接单生产模式。2009 年 2 月 10 日，公司参加法国第一视觉面料展 (Première Vision)，成为首家参加第一视觉面料展的中国面料企业。

产能迅速扩张

2008 年公司通过自有资金追加首次募集资金项目《多功能及生态毛织物项目》，新增产能 400 万米/年，《多功能及生态毛织物项目》达产后可实现产能 800 万米/年，再加上原有产能 700 万米/年，全部达产后产能有望达到 1500 万米/年。

盈利能否同步增长尚需时间观察

新增订单能否与产能同步增长尚需时间观察。目前公司 3 月份订单已经排满，但考虑到精纺毛纺产品出口中的季节性因素及国内服饰零售商打折促销后的补货需求，公司新增订单能否与产能同比增长尚需时间观察。

考虑到公司下游服饰零售商的对“如意纺”的接受需要一定时间及该产业化过程中的潜在风险，“如意纺”完全产业化尚需时间。

原料价格变动将影响公司盈利空间。公司毛利率受澳大利亚毛条价格影响明显。考虑到澳大利亚原产羊毛价格受当地气候、下游需求、澳大利亚产业政策、羊毛储备、澳元汇率等诸多因素影响，未来原料价格变动将影响公司盈利空间。

盈利预测与投资建议

预计 2008-2009 年公司 EPS 分别为 0.31 元、0.38 元，在中性情况下 2010 年公司 EPS 为 0.42-0.55 元。考虑到影响公司业绩的不确定因素及资产注入时间的不确定性，按 09 年 20 倍 PE 计算，公司合理价值 7.6 元，给予持有评级。

风险提示

公司下游服饰零售客户需求急剧下滑风险。

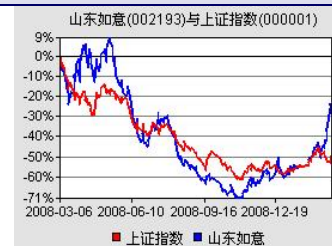
澳大利亚羊毛价格大幅上涨风险。

公司评级

持有

当前价格(元)	7.46
目标价格(元)	7.60
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	49.13%	75.51%	-25.14%
上证综指	6.87%	19.69%	-48.20%

股票数据

总股本(万股)	16,000.00
流通 A 股(万股)	8,226.63
主要股东:	
山东如意毛纺集团有限责任公司	
主要股东持股比例	28.50%
流通 A 股比例	51.42%

财务比率

ROE	7.92%
ROA	4.90%
资产负债率	38.10%
每股净资产(元)	6.93

2007 年报数据。

优势明显

技术优势明显

公司注重研发，技术优势明显。公司研发费用占营业收入比例每年均在5%以上。在外部研发资源利用方面，公司与英国皇家艺术学院、曼彻斯特大学、布莱顿大学，澳大利亚羊毛创新组织、研究机构合作进行毛纺纺织染整研究，与中国纺织工业协会合作建立中国纺织工业山东检测中心、与国家纺织产品开发中心合作建立新产品开发基地、与中国流行色协会联合建立中国流行色研发基地。公司被国家纺织产品开发中心评定为“精毛纺织产品开发基地”，拥有自主知识产权的塞络菲尔双组份纺纱及其系列产品获国家科技进步二等奖，是建国50多年来同行业企业中唯一获得的国家科技进步奖最高奖项。目前公司拥有国家专利三项，五个产品获国家科技进步奖、十余个产品获山东省科技进步奖，二十余类毛织物通过国家级鉴定。

公司“如意纺”技术行业领先。“如意纺”技术即“嵌入式系统定位纺纱”技术，该技术主要原理是增加纺纱过程中加捻三角区数量，降低短纤维在成纱过程中的受力，进而降低成纱对纤维根数、长度要求。通过该技术纺制的单纱截面纤维根数可以降低到10根以下，可纺的纤维平均长度由20毫米以上降低到5毫米。通过“如意纺”技术可实现：1、低支高纺，使用低支原料纺制高支纺纱；2、超高支纺纱，毛纺突破180公支、棉纺突破300英支两项世界记录，并实现了极限纺纱500支；3、拓展原料范围，纺纱过程中下脚料再利用，如：落毛、落纱，非传统纺纱的纤维品种纺纱，如：羽绒纤维；4、多纤维任意组合，可实现毛、棉、麻、化纤等各种纤维任意组合。

设计优势明显

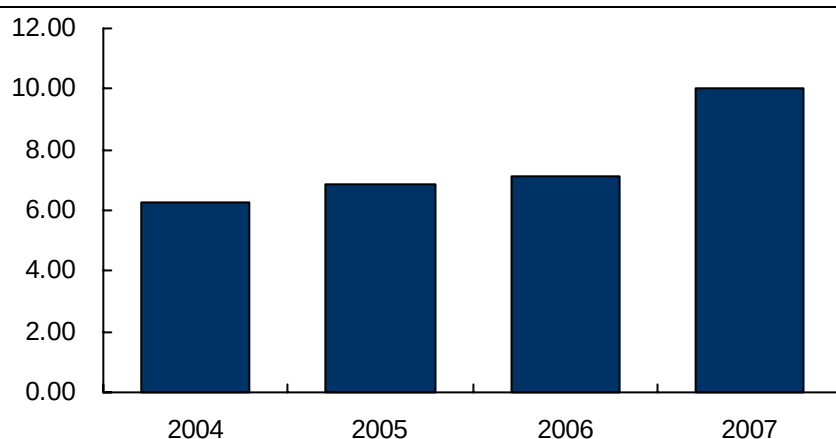
公司全部产品均为自主设计，完全不同于国内毛纺企业OEM接单生产模式。公司连续18年独家发布“中国纺织面料-毛纺产品流行趋势”，连续16届入围中国流行面料，多次代表行业参加国际纺织面料展览会。

2009年2月10日，公司参加法国第一视觉面料展（Première Vision）。第一视觉面料展创建于1973年，是面向全世界的顶尖面料展览会。第一视觉面料展准入程序苛刻，目前展商绝大多数还是欧洲顶级面料商，2002年非欧洲的纺织企业才获准参展。自2002年起公司每年与第一视觉组委会沟通并参观学习，2008年正式向组委会提交申请，通过组委会技术研发、设计人员、经营策略、市场网络、财务状况、质量控制等6个方面的审核，成为首家参加第一视觉面料展的中国面料企业。

凭借技术与设计优势，公司议价能力较强，出口产品价格持续提升，最高单价达35美元/米，是国内唯一面料价格超过由意大利进口面料价格的企业。同时，公司拥有众多国际顶级品牌客户，如：Hugo Boss、Zegna、Amarni等。

图1: 公司出口产品单价变化

单位: 美元/米



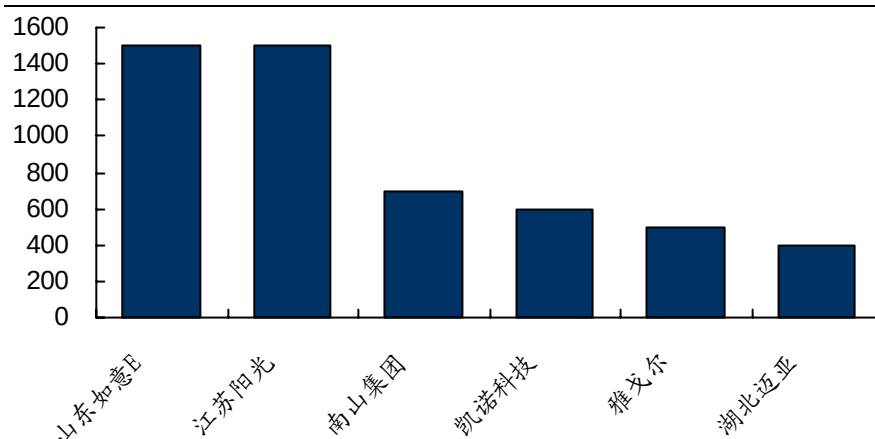
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

产能迅速扩张

2008年公司通过自有资金追加首次募集资金项目《多功能及生态毛织物项目》投资, 新增产能400万米/年, 《多功能及生态毛织物项目》达产后可实现产能800万米/年, 再加上原有产能700万米/年, 全部达产后公司产能有望达到1500万米/年, 与国内最大的毛纺企业江苏阳光产能相当。预计2009年中期《多功能及生态毛织物项目》可正式投产, 设备调试期约需两个月以上, 如顺利2009年可增加产能约200万米左右。

图2: 国内毛纺企业产能

单位: 万米



数据来源: 各公司公告、广发证券发展研究中心

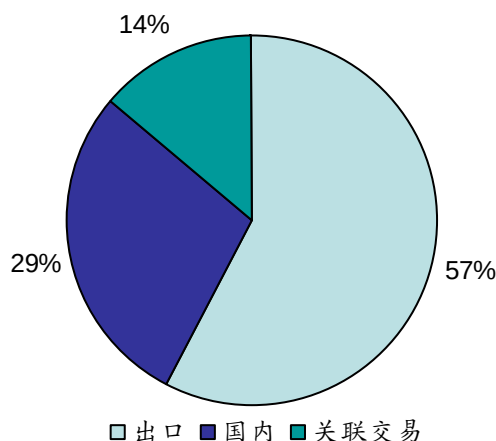
盈利能否同步增长尚需时间观察

新增订单能否与产能同步增长尚需时间观察

公司主营业务中约57%为直接出口, 15%为同公司大股东如意科技关联交易, 关联交易部分主要用于大股东OEM服装出口, 出口业务至少占公司全部业务的74%以上。

2008年下半年起公司不再限制客户种类，应对金融危机对国内外需求减少的影响。考虑到精纺毛纺产品出口中的季节性因素及国内服饰零售商打折促销后的补货需求，我们认为，公司新增订单能否与产能同比增长尚需时间观察。

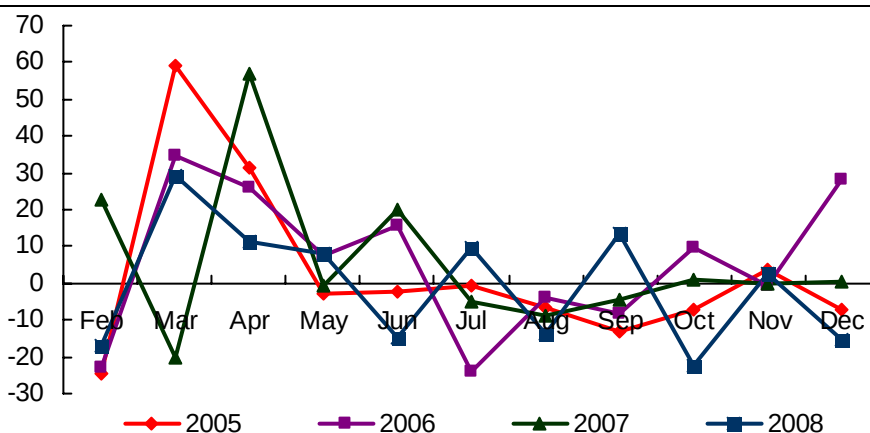
图3：2007年按地区划分公司业务构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4：精纺毛纺产品出口环比增速

单位：%



数据来源：中国毛纺行业协会、广发证券发展研究中心

“如意纺”完全产业化尚需时间

借助“如意纺”技术，公司可使用低支纤维纺制高支纱线开发新产品或充分利用生产过程中的废料降低成本，但考虑到公司下游服饰零售商的对“如意纺”的接受需要一定时间及该产业化过程中的潜在风险，“如意纺”完全产业化尚需时间。

原料价格变动将影响公司盈利空间

公司主要原料为澳大利亚毛条，毛条成本约占公司全部成本的50%的左右。对比澳大利亚毛条价格与公司毛利率的变化发现，公司毛利率受澳大利亚毛条价格影响明显。2008年至今受金融危机带来的服装需求萎缩影响，澳大利亚毛条价格连创历史新低，考虑到澳大利亚原产羊毛价格受当地气候、下游需求、澳大利亚产业政策、羊毛储备、澳元汇率等诸多因素影响，未来原料价格变动将影响公司盈利空间。

图5: 澳大利亚70S毛条价格变化

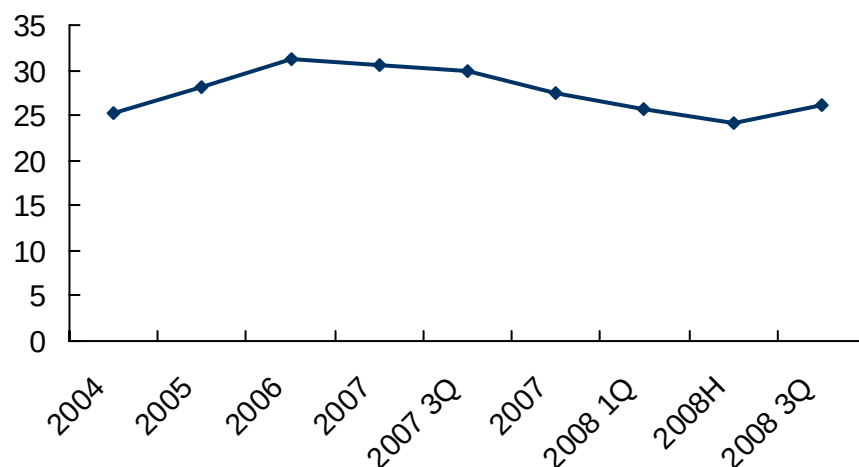
单位: 元/吨



数据来源: Webtextiles、广发证券发展研究中心

图6: 公司毛利率变化

单位: %



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

盈利预测假设

考虑公司下游需求尚不明朗、设备调试过程中的不确定性, 保守假设公司2008-2009年产能、销量均为700万米, 价格持平。考虑到澳大利亚羊毛价格下降的影响, 假设2009年公司毛利率为30%。鉴于羊毛价格波动及新增订单是影响公司2010年盈利的主要因素, 以销量与毛利率为变量分析2010年公司盈利范围。假设2008-2010年公司所得税税率为15%。

估值与投资建议

我们预计2008-2009年公司EPS分别为0.31元、0.38元, 在中性情况下2010年公司EPS为0.42-0.55元。考虑到影响公司业绩的不确定因素及资产注入时间的不确定性, 按09年20倍PE计算, 公司合理价值7.6元, 给予持有评级。

表1: 2008-2009年公司利润表预测			单位: 百万元	
	2006A	2007E	2008E	2009E
营业总收入	444.39	494.25	494.25	494.25
营业成本	305.47	358.33	358.33	345.97
营业税金及附加	4.44	4.74	4.94	4.94
销售费用	17.83	14.95	14.83	14.83
管理费用	32.82	35.10	29.65	29.65
财务费用	22.29	19.40	29.65	29.65
资产减值损失	5.89	0.05	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.05	0.03	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	55.70	61.70	56.84	69.19
加: 营业外收入	1.79	6.17	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.40	0.01	0.00	0.00
利润总额	57.09	67.87	56.84	69.19
减: 所得税	21.18	23.93	7.25	9.10
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	35.90	43.94	49.59	60.09
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	35.90	43.94	49.59	60.09
EPS (元/股)	0.60	0.55	0.31	0.38

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表2: 2010年公司EPS范围预测		销售数量 (米)								
EPS (元/股)		1500	1400	1300	1200	1100	1000	900	800	700
	30.0	0.80	0.74	0.69	0.64	0.59	0.53	0.48	0.43	0.38
	29.5	0.77	0.72	0.67	0.62	0.56	0.51	0.46	0.41	0.36
	29.0	0.74	0.69	0.64	0.59	0.54	0.50	0.45	0.40	0.35
毛	28.5	0.71	0.66	0.62	0.57	0.52	0.48	0.43	0.38	0.34
利	28.0	0.68	0.64	0.59	0.55	0.50	0.46	0.41	0.37	0.32
率	27.5	0.66	0.61	0.57	0.53	0.48	0.44	0.40	0.35	0.31
%	27.0	0.63	0.59	0.54	0.50	0.46	0.42	0.38	0.34	0.30
	26.5	0.60	0.56	0.52	0.48	0.44	0.40	0.36	0.32	0.28
	26.0	0.57	0.53	0.50	0.46	0.42	0.38	0.35	0.31	0.27
	25.5	0.54	0.51	0.47	0.44	0.40	0.36	0.33	0.29	0.26
	25.0	0.51	0.48	0.45	0.41	0.38	0.35	0.31	0.28	0.24

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

山东如意(002193)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。