

山东如意 (002193)

凭新技术占领毛精纺行业制高点

——山东如意调研简报

张威

010-59312817

zhangwei7452@gtjas.com

李质仙

010-59312812

lizhixian@gtjas.com

本报告导读:

- 新增产能投产确保公司未来两年业绩增速在40%以上,加上大股东资产注入预期,给予“增持”评级,目标价16元。

事件:

- 09年1月7日,我们对山东如意进行了调研,参观了公司位于济宁市高新区的新厂区,并与公司副董事长、董秘王燕女士就老厂区搬迁,新产能投产、新技术应用等情况进行了充分的交流。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥16.00

上次预测: ¥11.50

当前价格:

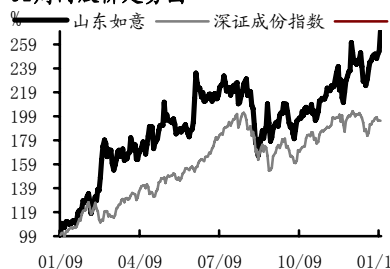
¥13.00

2010.01.08

交易数据

52周内股价区间(元)	4.62 ~ 13.26
总市值(百万元)	2,080
总股本/流通A股(百万股)	160/82
流通B股/H股	
流通股比例	51.4%
日均成交量(百万股)	4.4
日均成交值(百万元)	40.9

52周内股价走势图



相关报告

新项目投产将推升10年业绩

(09.10.26)

原料价格下降及新技术应用提升毛利率

(09.08.20)

评论:

- 新增产能将于2010年、2011年两年陆续达产,预计10、11年产量分别达到为1100万米和1400万米,我们认为新增产能的订单不存在问题。
- 澳毛价格上涨对公司毛利率会产生较大负面影响,但一方面公司成本转嫁能力较强,另一方面公司的产品结构也在不断优化,因此未来毛利率变化不会太大,预计在26%-27%之间。
- “如意纺”获得国家科技进步一等奖,对于提升公司在行业内的地位,争取财政补贴和税收优惠都有着积极的意义。
- 我们认为从消除关联交易的角度,大股东很有可能将服装资产注入上市公司,而考虑到上市公司和大股东的资金都比较紧张,预计采用公开增发募集资金收购的可能性较大。
- 我们预计公司出让老厂区获得的收益在2000-4000万元之间,最终是否计入利润要视政府的补贴方式而定。
- 预计公司09、10、11年每股收益分别为0.35元、0.54元和0.70元,复合增长率42%。加上未来大股东资产注入的预期,我们认为公司合理价值在16元以上,对应2010年30倍市盈率。“增持”评级。

1. 新增产能未来两年陆续达产

公司新增的 800 万米精纺呢绒项目前端的染色、纺纱、倍捻设备已全部到位并正常运行，后端的织布和染整设备正在安装过程中。老厂区原有的 700 万米产能除染整外，其余工序也已经全部移至新厂区并正常运行。预计 2010 年 6 月老厂区搬迁以及新产能配套全部完成。2010 年和 2011 年公司精纺呢绒的产量分别为 1100 万米和 1400 万米左右。2010 年上半年公司纺纱能力大于织布能力，超出部分以纱线形式直接出口。

目前国内需求回升明显，而国内主要企业近些年均没有扩产，结合公司目前饱满的订单情况，我们认为新增产能的消化不存在问题。

09 年公司产品均价为 70 元/米，较 08 年略有下降，但由于澳毛价格为历史低点，因此毛利率反而有所提高，前三季度毛利率达到 28.42%。澳毛价格四季度开始明显上涨，预计 2010 年涨势仍将持续，会对公司毛利率产生不利影响，但一方面公司成本转嫁能力较强，另一方面公司的产品结构也在不断优化过程中，因此未来毛利率变化不会太大，预计在 26%-27%之间。

2. “如意纺”获国家科技进步一等奖

09 年公司开发的新技术“如意纺”获得国家科技进步一等奖，这也是纺织企业第一次获得该奖项。尽管不会对公司业绩产生直接的影响，但对于提升公司在行业内的地位，争取财政补贴和税收优惠都有着积极的意义。09 年公司共获得财政补贴 1100 万元，我们预计未来两年公司获得的财政补贴会更高，15%的所得税优惠税率也将维持。

09 年下半年“如意纺”在公司产品中的应用比例为 20%。我们预计 2010 年新技术的比例仍会继续提升，提升幅度要视下游客户的需求而定。公司通过“如意纺”生产的羊绒面料已经接到了一部分客户的订单，售价 500 元/米左右，为普通面料的 7-8 倍，若未来销售能达到一定规模，将明显提升公司的盈利能力。

3. 集团服装资产存在注入可能

公司大股东如意科技下属的服装厂“路嘉纳制衣”主要生产西装，产品 80%以上贴牌出口。09 年产能 100 万套，2010 年扩产至 150 万套，预计 2010 年销售额 5 亿元，利润 4000 万元左右。服装厂的面料全部从上市公司采购，占上市公司销售额的 20%。我们认为从消除关联交易的角度，大股东很有可能将服装厂注入上市公司，而考虑到上市公司和大股东的资金都比较紧张，采用公开增发募集资金收购服装厂，并且 2010 年实施增发注入的可能性较大。我们初步测算，如果按目前价格增发并收购服装资产，摊薄后每股收益增加 0.20 元左右。

4. 老厂区搬迁收益在 2000-4000 万之间

公司整体搬迁后，老厂区所在地连同地上建筑将一起转让给济宁市政府，并通过政府进行拍卖，政府给予公司一定数额的补贴。目前补贴的金额尚未确定，我们预计公司获得的收益在 2000-4000 万元之间，最终是否计入利润要视政府的补贴方式而定。

5. 盈利预测与投资评级

预计公司 09、10、11 年每股收益分别为 0.35 元、0.54 元和 0.70 元，复合增长率 42%。加上未来大股东资产注入的预期，我们认为公司合理价值在 16 元以上，对应 2010 年 30 倍市盈率。“增持”评级。

表 1: 山东如意产品产量及单价假设

	2009E	2010E	2011E
精纺呢绒产量 (万米)	720	1100	1400
单价 (万)	70	75	78
销售收入合计	50400	82500	109200

数据来源: 国泰君安证券

表 2: 山东如意利润表预测

	2007	2008	2009Q1-Q3	2009E	2010E	2011E
营业收入	49425	48935	33113	50400	82500	109200
营业成本	35833	35868	23701	36288	60390	79716
毛利润	13591	13067	9412	14112	22110	29484
营业税金及附加	474	409	199	504	825	1092
销售费用	1495	1531	808	1260	2063	2730
管理费用	3510	3096	1993	2923	4785	6224
财务费用	1940	2627	2658	3528	5610	7098
资产减值损失	5	414	361	360	50	50
投资收益	3	8	0	5	5	5
营业利润	6170	4997	3393	5542	8783	12295
营业外收入	617	852	745	1100	1500	1000
营业外支出	1	127	111	120	100	100
利润总额	6787	5723	4027	6522	10183	13195
所得税	2393	1075	622	978	1527	1979
净利润	4394	4648	3405	5544	8655	11215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	4394	4648	3405	5544	8655	11215
总股本 (万股)	16000	16000	16000	16000	16000	16000
每股收益 (元)	0.27	0.29	0.21	0.35	0.54	0.70

数据来源: 国泰君安证券

作者简介:

李质仙: 中国人民大学研究生院金融学专业。经济师。国泰君安证券研究所首席研究员。兼中国家用纺织品行业协会常务理事、中国纺织企业家联合会常务理事、中国纺织规划研究会理事、中纺投资、申达股份独立董事。2003—2009 获《新财富》组织评选的纺织行业“最佳分析师”。1984 年起任大型纺织企业营销负责人, 1989 年起任纺织工业部干部、副处长, 1998 年起就职于国泰君安证券公司。

张威: 清华大学工学学士, 中央财经大学经济学硕士, 国泰君安证券研究所纺织服装行业助理研究员, 08、09 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com