

调研简报

山东如意（002193）

评级：推荐

市场数据 2010年2月3日

当前价格（元）	14.25
总市值（百万）	2280
流通市值（百万）	1173
总股本（万股）	16000
流通股（万股）	8227
第一大股东	山东如意集团有限公司
公司网址	www.shandongruiyi.com.

一年期收益率比较



财富证券研发中心
 李伟民
 0731-84403443
 liwm@cfzq.com.cn

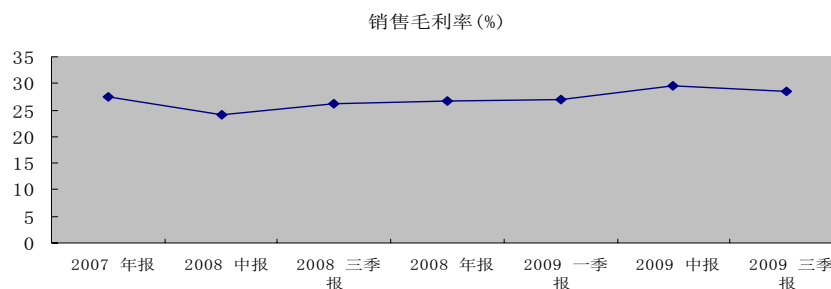
1、“如意纺”技术是纺织行业的革命性技术

公司的“如意纺”技术1月份获得国家科技进步一等奖，这是我国纺织行业第一次获此殊荣，该技术解决了世界纺织业100多年来在长度、细度、原料来源上存在的三大难题。其最大意义在于突破了纺纱技术纺高支纱极限，凭借该项技术，可以把从原来意大利人保持的毛纺最高极限纱支180公支的世界纪录提高到500公支；同时还将棉纺最高纱支300英支提高到500英支。另外，它突破了原有纺纱技术对纤维长度等性能要求，将一些原来不能在纺纱领域使用的纤维原料（如羽绒纤维、羊绒、木棉纤维等）可以实现纺纱应用，极大地拓宽了可纺纱纤维的范围，实现了材料的充分利用。

2、“如意纺”技术直接提升公司产品毛利率

“如意纺”技术对公司带来的经济意义是多方面的：一方面通过低支高纺和高档甚至奢侈品面料的开发来直接提升公司产品的附加值；另外，可以使得一些短毛、落地毛再次利用，摊薄原材料成本，并缩短工艺流程，这两个方面都将使公司获得更高的毛利率；最后，通过多纤维的混纺，公司可以开发出更多不同风格的面料，其下游应用也可突破以西服为主的应用局限，进入女装甚至休闲装领域，打开公司面料开发新的领域。09年“如意纺”技术在公司产品的应用比例为20%。预计2010年新技术的比例仍会继续提升，由于应用新技术，在09年纺织行业出口不利的情况下，公司的毛利率09年持续提升，中期毛利率同比增长5.51%，三季度毛利率同比增长2.20%。2010年公司将重点推广的纯羊绒面料和羊绒及其他纤维的混纺面料，目前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，若未来销售规模上去，将明显提升公司盈利能力。

图表 1: 公司 07 年来毛利率



资料来源: Wind 资讯

3、公司产能持续扩大，未来代替进口空间巨大

公司原有产能 700 万米，新增产能 800 万米。新增产能前端的染色、纱线已正常运行，后端整理和织布正在安装调试，2010 年 7 月新产能配套将全部完成。预计 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。公司产能全部达产后，在国内的产能仅次于江苏阳光（2000 万米）和南山纺织（3000 万米），位居第三，公司这个产能占中国整个毛纺产能 3% 不到，而中国中高档面料 40% 需要进口，未来公司的高档面料代替可进口的空间非常大。

另外，与其它竞争对手相比，由于公司产品技术含量较高，产品价格高于其竞争对手，其对应的下游产品的档次也相对较高。公司更多地是在服装面料市场充当引领者角色。

4、集团资产雄厚，存在注入服装资产可能

山东如意科技集团目前有制衣、印染、棉纺、化纤、房地产等多项业务，印染、棉纺等业务都在国内位居前列。2008 年山东如意科技集团实现销售收入 80.8 亿元，利税 7.39 亿元，销售收入和利润总额分别是公司的 16 倍和 13 倍。目前公司的产品 20% 销售给集团公司中的服装厂“路嘉纳制衣”，“路嘉纳制衣”目前主要为国际高端客户做贴牌，09 年西装总产能 100 万套，10 年将扩至 150 万套，该项资产预计今年实现总收入 5 亿元左右，净利润 4000 万左右，该项资产与公司的关联程度较大，从消除关联交易角度，我们认为该项资产未来注入上市公司的可能性较大。

5、盈利预测与估值

重要假设：

（1）公司的营业收入几乎全部由精纺呢绒产品实现，预计公司 09、10、

11年的精纺呢绒销量分别为780、1100、1400万米;

(2) 预计09、10、11年产品单价分别可达62、65、68元/米, 综合毛利率分别为28%、29%、30%;

(3) 所得税率为15%。

在以上假设下得公司的盈利预测表如下:

图表 2: 公司产量与单价预测

	2009E	2010E	2011E
产量 (万米)	780	1100	1400
单价 (元/米)	62	65	68
销售收入 (万)	48360	71500	95200

资料来源: 财富证券

图表 3: 公司利润表预测 (单位: 万)

	2008 年	2009E	2010E	2011E
营业收入	48935.14	48360.00	71500.00	95200.00
营业成本	43945.86	34819.20	50765.00	66640.00
营业税金及附加	409.00	338.52	500.50	666.40
销售费用	1531.42	1209.00	1787.50	2380.00
管理费用	3096.40	2998.32	4433.00	5902.40
财务费用	2626.92	3385.20	4000.00	5000.00
资产减值损失	413.90	483.60	500.00	500.00
营业利润	4997.28	5126.16	9514.00	14111.20
营业外收入	852.44	900.00	900.00	900.00
营业外支出	127.20	150.00	200.00	200.00
利润总额	5722.52	5876.16	10214.00	14811.20
所得税	1074.81	881.42	1532.10	2221.68
净利润	4647.71	4994.74	8681.90	12589.52
每股收益 (元)	0.29	0.31	0.54	0.79

资料来源: 财富证券

我们预计公司09、10、11年EPS分别为0.31元, 0.54元, 0.79元, 对应的动态PE分别为46倍, 26倍, 18倍。公司今明两年增长较为确定, 新技术应用带来的盈利增长可能超预期, 给予10年30倍PE估值水平, 目标价16.2元, 给予推荐评级。

● 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2007. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.