



纺织服装业/可选消费品

山东如意 (002193)

收购大股东服装资产增厚业绩

——山东如意 09 年报点评

	张威	李质仙
	010-59312817	010-59312812
	zhangwei7452@gtjas.com	lizhixian@gtjas.com
	S0880109054290	S0880200010239

本报告导读:

新产能投产时间继续延期,但收购大股东服装资产将增厚公司业绩,预计 10-12 年 EPS 分别为 0.55 元、0.74 元和 0.93 元,维持“增持”评级。

投资要点:

- 公司 09 年完成销售收入 4.94 亿元,同比增加 0.93%;实现利润总额 5916 万元,归属于母公司净利润 4920 万元,同比增加 5.86%,每股收益 0.31 元。每 10 股派息 0.6 元。
- 澳毛价格上涨过快,压缩了公司盈利空间。09 年下半年出现收入增加,利润下降的情况。2010 年羊毛价格处于缓慢上涨的过程中,公司盈利能力仍面临较大的压力。
- “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。09 年公司共获得财政补贴 728 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。
- 公司扩产项目完工时间延后至 2010 年 9 月底,根据项目建设进度,我们将公司 10-12 年的产量假设调整至 900 万米、1200 万米和 1400 万米。
- 公司计划通过自有资金收购如意科技下属的 200 万件/条的服装生产线,以消除关联交易,资产价值为 2.2 亿元。预计收购完成后将新增收入 1 亿元、净利润 2000 万元,增厚每股收益 0.12 元。
- 综合考虑新增产能延期投产以及收购集团服装资产对公司业绩的影响,我们调整公司 10-12 年每股收益至 0.55 元、0.74 元和 0.93 元,三年复合增长率 44.6%。维持“增持”评级和 16 元目标价。但若新产能投产时间继续推后,则业绩存在低于预期可能。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011A	2012E
营业收入	489	494	775	1040	1270
(+/-)%	-1	1	57	34	22
经营利润 (EBIT)	76	92	148	202	252
(+/-)%	-6	21	61	37	25
净利润	46	49	87	119	149
(+/-)%	6	6	77	36	25
每股净收益 (元)	0.29	0.31	0.55	0.74	0.93
每股股利 (元)	0.05	0.06			

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	16	19	19	19	20
市盈率	48	45	25	19	15
股息率 (%)	0.3	0.4			

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

目标价格: **16.00**

上次预测: 16.00

当前价格: 13.86

2010.04.20

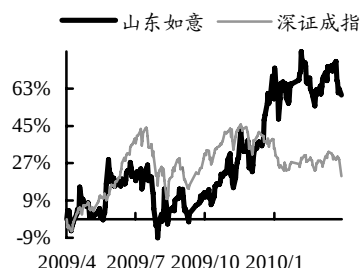
交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.98-16.00
总市值 (百万元)	2,250
总股本/流通 A 股 (百万股)	160/82
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	53

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	618
每股净资产	3.86
市净率	3.6
资产负债率	57%

52 周内股价走势图



相关报告

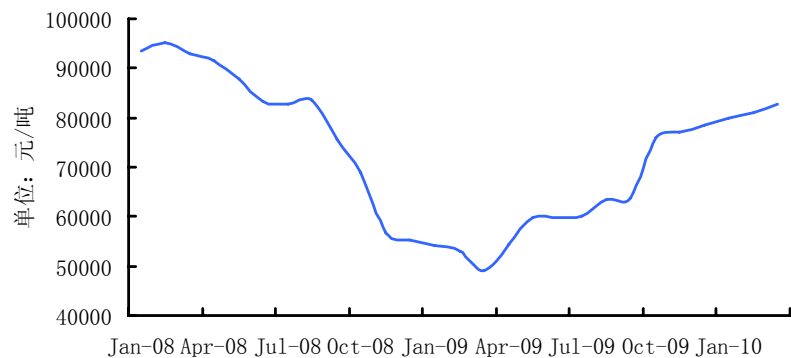
《凭新技术占领毛精纺行业制高点》	2010.01.08
《新项目投产将推升 10 年业绩》	2009.10.26
《原料价格下降及新技术应用提升毛利》	2009.08.20
《产能扩张与新技术应用推动业绩高增》	2009.04.16
《产能扩张与新技术推动业绩增长》	2009.03.08

1. 净利润同比增长 5.84%

公司 09 年完成销售收入 4.94 亿元, 同比增加 0.93%; 实现利润总额 5916 万元, 归属于母公司净利润 4920 万元, 同比增加 5.86%, 每股收益 0.31 元。公司计划每 10 股税前派息 0.6 元, 分红率 19.35%。按最近收盘价计算, 股息率 0.4%。

09 年上半年公司收入同比下降 16.04%, 净利润同比增长 21.53%; 下半年收入同比增长 20.55%, 但净利润却同比下降 2.01%。造成公司上下半年经营业绩反差较大的主要原因来自原材料澳毛价格的变动。从图 1 中可以看出, 澳毛 66S 自梳条的价格在 09 年 3 月份触底之后迅速回升, 至 09 年末上涨幅度达到 60%, 而公司产品提价幅度远小于澳毛价格涨幅, 时点上也要滞后, 盈利空间被压缩, 因此出现收入增加、利润反而下降的情况。2010 年羊毛价格处于缓慢上涨的过程中, 公司盈利能力仍面临较大的压力。

图 1 澳毛 66S 自梳条价格变动



数据来源: 第一纺织网、国泰君安证券

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 728 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. 新增产能延期投产

公司利用自有资金和募投资金建设的 800 万米精纺呢绒项目原定于 09 年中期投产, 但由于“如意纺”技术专用设备的研制和制造周期延长,

加之金融危机对于欧洲设备制造商的影响，致使设备制造周期延长，目前尚有部分织布机和染整设备没有如期交货，致使项目整体完工时间延后，公司预计将于 2010 年 9 月之前全部完工。根据项目建设进度，我们将公司 10-12 年的产量假设调整至 900 万米、1200 万米和 1400 万米。

4. 拟自有资金收购集团服装资产

公司与年报同时公告了向大股东如意科技集团购买资产的议案，计划通过自有资金收购如意科技下属的 200 万件/条的服装生产线，以消除关联交易，资产价值为 2.2 亿元。预计收购完成后将新增收入 1 亿元、净利润 2000 万元，增厚每股收益 0.12 元。收购价格尚未确定。

5. 盈利预测与投资评级

综合考虑新增产能延期投产以及收购集团服装资产对公司业绩的影响，我们调整公司 10-12 年每股收益至 0.55 元、0.74 元和 0.93 元，三年复合增长率 44.6%。维持“增持”评级和 16 元目标价。但若新产能投产时间继续推后，则业绩存在低于预期可能。

表 1: 山东如意主要财务指标

	2006	2007	2008	2009
流动比率	0.99	1.75	1.18	1.18
速动比率	0.77	1.36	0.88	0.97
资产负债率	57.99%	38.10%	43.92%	59.93%
毛利率	31.26%	27.50%	26.70%	28.63%
销售费用率	4.01%	3.03%	3.13%	2.49%
管理费用率	7.39%	7.10%	6.33%	5.21%
财务费用率	5.02%	3.93%	5.37%	7.68%
EBIT 率	17.54%	16.40%	15.56%	18.58%
净利润率	8.08%	8.89%	9.50%	9.96%
净资产收益率	13.33%	7.92%	7.87%	7.77%
应收账款周转率		5.07	3.71	2.53
存货周转率		3.50	2.63	2.35
总资产周转率		0.64	0.50	0.38

数据来源：国泰君安证券

表 2: 山东如意利润表预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	49425	48935	49390	77500	104000	127000
营业成本	35833	35868	35249	55025	73632	89535
毛利润	13591	13067	14141	22475	30368	37465
营业税金及附加	474	409	279	465	624	762
销售费用	1495	1531	1230	2480	3328	4064
管理费用	3510	3096	2576	4263	5720	6985
财务费用	1940	2627	3793	4650	6240	7620
资产减值损失	5	414	877	500	500	500
投资收益	3	8	6	0	0	0

营业利润	6170	4997	5392	10118	13956	17534
营业外收入	617	852	784	500	500	500
营业外支出	1	127	259	100	100	100
利润总额	6787	5723	5916	10518	14356	17934
所得税	2393	1075	996	1788	2441	3049
净利润	4394	4648	4920	8730	11915	14885
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	4394	4648	4920	8730	11915	14885
总股本 (万股)	8000	16000	16000	16000	16000	16000
每股收益 (元)	0.55	0.29	0.31	0.55	0.74	0.93

数据来源：国泰君安证券

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为作出投资决策的惟一参考因素，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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:	gtjaresearch@gtjas.com		