



东兴证券
DONGXING SECURITIES

集团成功海外收购 显我民族产业气魄

——山东如意（002193）

2010 年 6 月 3 日

强烈推荐/维持

山东如意

调研快报

银国宏	策略分析师			
联系人：程 远	纺织服装行业分析师	010-66507313	13811494338	M: chengyuan0716@hotmail.com

事件：

据相关新闻报道，如意集团通过购买增发股份的方式获得 RENOWN 公司 3333 万股股权，每股增发价格为 120 日元（目前股价已超 400 日元），相应交易总额为 39.99 亿日元。交易完成后，如意集团将持有 RENOWN 公司 41.53% 的股权，从而成为该公司第一大股东。就此，我们赴山东与上市公司相关领导进行了了解与沟通。

问题 1：集团公司本次收购日本 RENOWN 后未来有何相关计划？将对上市公司带来什么影响？

据了解，RENOWN 公司曾经是日本第一大服装品牌运营商，该企业运营日本及欧洲的 20 多个著名服装品牌，在日本有 2500 多家服装专卖店。RENOWN 公司运营的品牌当中不乏高档商务服装，因此我们猜想本次收购完成后，山东如意的高档面料产品将有更好的销售保障，为公司未来产能的继续扩张提供奠定了基础。下表是日本服装业上世纪 80-90 年代的企业排名，红色标出的企业是 RENOWN(瑞纳)。

公司今年计划与品牌服装企业合作，将公司面料品牌打向终端消费市场，消费者在挑选服装时可选择购买使用如意品牌面料或是无品牌面料的服装，此项合作可在提高面料企业附加值的同时增强品牌服装的加价能力。本次收购完成后，我们猜想公司面料品牌终端化销售策略可与 RENOWN 公司旗下的品牌对接，帮助公司将此种销售策略打开市场。

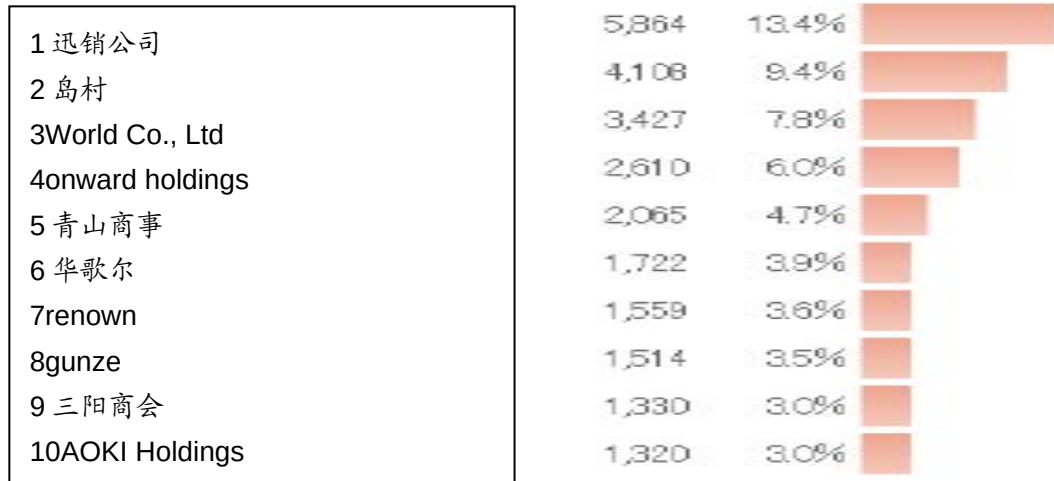
从目前的行业发展来看，实力较强的面料织造企业纷纷着手于向终端的品牌服装环节拓展。这些企业在生产、设计的经验和能力方面存在着一些优势，但这类企业在向下游发展的过程中往往举步维艰或是以失败告终，其原因主要是缺乏渠道拓展和品牌运作的相关经验和人才。

表 1：1989—2003 年日本服装企业市场份额排名

	1989	1991	1994	1997	1999	2001	2003
第一	RENOWN	RENOWN	RENOWN	onward holdings	onward holdings	onward holdings	onward holdings
第二	onward holdings	onward holdings	onward holdings	RENOWN	美津浓	WORLD.CO .,LTD	WORLD.CO .,LTD
第三	WORLD.CO .,LTD	美津浓	美津浓	World Co., Ltd	WORLD.CO .,LTD	fivefoxes	华歌尔
第四	伊都锦	gunze	gunze	gunze	gunze	伊都锦	gunze
第五	三阳商会	三阳商会	伊都锦	伊都锦	RENOWN	gunze	三阳商会

资料来源：东兴证券研究所

图 2：日本 08 年度前 10 大服装企业的排名（RENOWN 排在第 7 名）



资料来源：东兴证券研究所

表 2：RENOWN 公司旗下的品牌：

男装品牌	女装品牌	代理品牌
D'URBAN	ensuite	Aquascutum
MANO garment complex	Tokuko 1er Vol	KENT&CURWEN
INTERMEZZO	MANO garment compl	Kinloch Anderson
STUDIO by D'URBAN	ad addenda	Henry Cotton's
STUDIO by INTERMEZZO	CHARGE	
ZEPHYR	SIMPLE LIFE	
ELEMENT OF SIMPLE LIFE	LESTERA	
EX-CLUB		
SIMPLE LIFE		

资料来源：东兴证券研究所

问题 2：新产能投产情况如何？

由于公司如意纺技术的不断完善，对生产设备的要求也发生了较大的变化，因此对原先向意大利设备供应商订制的生产设备进行了调整。近年来，毛纺行业总体新增产能较少，意大利的设备供应商的零部件备货较少，因此对订制设备的调整早成了设备交货期大幅低于我们之前的预期。我们预计，公司 10 年产量为 1000-1050 万米，11 年产量 1350-1400 万米。

问题 3：未来是否有集团公司整体上市计划？

山东如意科技集团涉及毛条制造、毛精纺、兔毛纺纱、服装、棉纺织、棉印染、针织、纤维、牛仔布、家纺等产业，形成了国内规模最大的毛纺服装产业链和棉纺印染产业链。公司主营业务收入居全国纺织服装行业第八位，旗下的如意毛纺居中国毛纺行业效益十佳企业榜首，如意服装居中国服装行业竞争力前八强，如一印染居中国印染行业前三强、如意棉纺居中国棉纺织行业前十强。

山东如意科技集团目前已拥有山东如意、RENOWN 两家上市公司，集团内诸多纺织业资产在未来逐步注入上市公司是集团未来产期的产期规划。但从目前的情况来看，我们认为近期继续将集团其他资产注入上市公司的可能性不大，未来注入的时点要取决于集团资产培育的情况以及市场行情。

结论：

1. 销售结构将进一步优化，毛利率明年起将明显提升。公司今年新增产能投产后，高支纱、羊绒等高端产品生产能力以及如意纺技术的可应用比例将明显提高。而集团公司控股日本 RENOWN 公司后，我们预计山东如意将与 RENOWN 公司形成战略性的上下游合作，从而进一步巩固公司的销售能力并且优化销售结构，综合毛利率也将近一步得到提升。但由于商务服装行业订单周期相对较长，一般要提前两个季度下单，因此从目前的状况看公司向 RENOWN 旗下品牌供货体现的收入最早也要在明年的春季。从目前的产品结构看，高支纱、羊绒等高端面料占比约为 20%，我们认为明年这一比例有望提升至 30%以上。据了解，目前公司部分高端羊绒面料的毛利率可达 40%之高，我们保守估计 10-12 年公司综合毛利率分别为 27.5%、28.5%、29%。

2. 盈利预测与评级：强烈推荐基于上述分析，我们预计公司 10-12 年 EPS 为 0.61、0.91、1.16 元。基于公司及技术创新优势以及未来销售模式拓展的预期，我们认为给予 25 倍的 PE 较为合理，对应 10-11 年的股价 22.5 元，维持“强烈推荐”的评级。

表 2：山东如意主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	493.90	800.00	1079.45	1280.46
(+/-)%	0.93%	61.98%	34.93%	18.62%
毛利率	28.63%	27.50%	28.50%	29.00%
净利润	49.20	96.93	146.37	185.25
(+/-)%	5.86%	97.01%	51.01%	26.56%
每股净收益（元）	0.31	0.61	0.91	1.16

资料来源：东兴证券研究所

表 3：山东如意利润表预测（不含路嘉纳制衣）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
营业收入	493.90	750	959	1,136
增长率	0.9%	51.9%	27.9%	18.5%
减：业务成本	352.49	544	686	807
营业税费营业税金及附加	2.79	5	6	7
毛利率	28.6%	27.5%	28.5%	29.0%
营业费用	12.30	21.00	24.95	28.41
管理费用	25.76	36.00	44.13	51.14
财务费用	37.93	40.34	53.26	57.36
其中：利息支出	0.00	42.31	54.55	58.93
利息收入	0.00	1.97	1.28	1.57

汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	8.77	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.06	0.08	0.08	0.08
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.92	104.49	145.42	185.92
加：营业外收入	7.84	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	2.59	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.16	104.49	145.42	185.92
减：所得税	9.96	15.67	21.81	27.89
实际税率	16.84%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	49.20	88.81	123.61	158.03
归属于母公司所有者的净利润	49.20	87.93	122.37	156.45
少数股东损益	0.00	0.89	1.24	1.58
销售净利率	10.0%	11.7%	12.8%	13.8%
净利润增长率	5.9%	78.7%	39.2%	27.8%
发行在外股份数量(百万股)	160.00	160.00	160.00	160.00
基本每股收益	0.31	0.550	0.765	0.978
稀释每股收益	0.31			
EPS 增长率	6.9%	77.3%	39.2%	27.8%
股利	39.52	17.59	24.47	31.29
期初未分配利润	162.21	198.49	260.03	345.69
提取盈余公积	49.58	8.79	12.24	15.65
期末未分配利润	198.49	260.03	345.69	455.21

资料来源：东兴证券研究所

表 4：山东如意资产负债表预测（不含路嘉纳制衣）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产				

货币资金	281.17	112.50	143.92	170.47
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	14.00	6.16	7.89	9.34
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	223.12	246.58	315.43	373.63
其他应收款	17.75	26.95	34.47	40.83
预付款项	197.69	199.87	202.61	205.84
存货	159.67	223.46	281.92	331.60
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.86	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	894.26	815.52	986.24	1,131.71
非流动资产				
可供出售金融资产	2.99	3.00	3.00	3.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.00	3.00	3.00	3.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	536.37	950.61	1,020.86	1,107.30
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	38.55	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	74.68	72.66	70.64	68.63
开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	6.08	3.00	1.00	0.00
其他非流动资产	23.75	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	685.42	1,032.28	1,098.50	1,181.93
资产总计	1,579.68	1,847.79	2,084.74	2,313.64
流动负债				
短期借款	435.31	741.73	843.11	888.01
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	110.00	148.97	150.36	176.85
应付账款	144.48	119.18	150.36	176.85

预收款项	13.90	13.90	13.90	13.90
应付职工薪酬	3.19	3.51	3.86	4.24
应付股利	16.44	0.00	0.00	0.00
应交税费	25.99	28.59	31.45	34.59
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	6.02	6.63	7.29	8.02
递延收益-流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	755.33	1,062.50	1,200.32	1,302.47
非流动负债				
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	85.07	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.39	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.85	5.85	5.85	5.85
非流动负债合计	191.32	105.85	105.85	105.85
负债合计	946.65	1,168.36	1,306.17	1,408.33
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	160.00	135.18	135.18	135.18
资本公积	224.96	224.96	224.96	224.96
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	49.58	58.38	70.61	86.26
未分配利润	198.49	260.03	345.69	455.21
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	633.03	678.55	776.45	901.61
少数股东权益	0.00	0.89	2.12	3.70
所有者权益（或股东权益）合计	633.03	679.44	778.57	905.31
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1,579.68	1,847.79	2,084.74	2,313.64

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。