

中性-A (维持)

山东如意 002193.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 17.45 元
2011 年 4 月 6 日

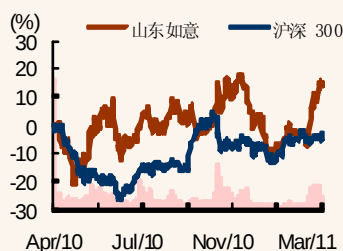
业绩低于预期 后续看技术优势及产能释放进展

基础数据

上证综指	3001
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	15990
总市值(亿元)	28
流通市值(元)	28
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	6.6
资产负债率	62.0%
主要股东	山东如意毛纺集团
主要股东持股比例	28.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	12	16
相对表现	20	1	20



相关报告

- 1、《山东如意-领先的毛精纺企业 以产能扩张与新技术应用打天下》2009/9/9
- 2、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:
- 4、《鲁泰 A-议价能力强 投资机会主要源于低估值优势》2011/3/8

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

受老厂区后整理工序设备拆迁和新增产能释放不及预期的影响, 10 年公司业绩增长情况明显低于预期。11 年公司发展主要看募投项目、新购新疆资产的产能释放以及集团服装资产注入的进展。

- **实际产能释放不及预期, 年度业绩表现平平。**10 年公司实现营业收入 5.10 亿元, 同比增长 3.35%, 营业利润和净利润分别为 5438.77 万元和 4490.56 万元, 同比分别增长 0.87%和-8.73%, 基本收益 0.28 元, 分配预案为每 10 股派现 0.60 元(含税)。我们认为公司销售不达预期主要源于老城区后整理工序设备搬迁, 使 150 万米产能受到影响, 且募投项目产能释放远低于市场预期, 致使全年销售收入增长缓慢。
- **财务费用大幅增加及非经常性损益减少, 造成利润下滑。**尽管凭借“如意纺”技术, 在羊毛价格高涨的背景下, 公司综合毛利率增加 0.48 个百分点, 至 29.12%, 但因募投项目存在约 4 亿元的资金缺口, 银行贷款大幅增加导致财务费用同比增加 30.27%, 对利润增长造成极大拖累。另外, 因政府补助额度下降, 导致 11 年非经常性损益同比下滑 75.29%。
- **2011 年展望:**11 年发展主要看募投项目、新购新疆资产的产能释放以及集团服装资产注入的进展。目前公司订单情况良好, 各生产线均接近满负荷生产, 11 年募投项目 800 万米和新购进新疆资产 240 万米精纺呢产能若能如期释放, 将拉动收入增长。另外, 为避免关联交易, 公司拟通过自有资金收购集团 200 万件/条的服装生产线, 如果收购完成, 服装业务将增厚公司 EPS 0.13 元。同时, 服装产量的提升亦将拉动精纺呢的使用量。
- **盈利预测与投资评级:**中长期公司业绩增长主要来源于新增产能释放, “如意纺”技术的普及。随着 11 年精纺呢和服装业务产能的释放, 在考虑资产注入和收购与扩产进展符合预期的情况下, 预计 11-13 年的 EPS 分别为 0.46、0.68 和 0.79 元/股, 目前 11 年估值为 38 倍 PE, 短期估值过高, 维持“中性-A”的投资评级, 但由于资产注入等事项推进可能带来交易性机会。

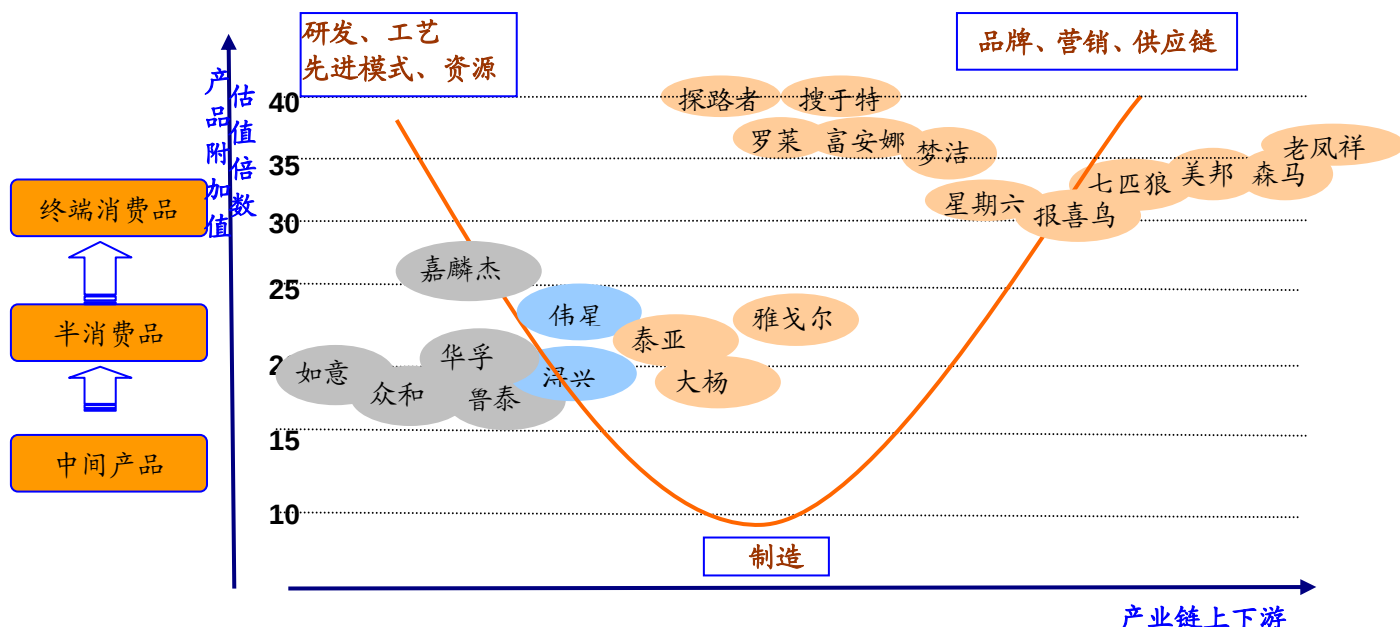
风险因素: 成本上涨打压毛利率; 产能释放及服装资产收购慢于预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	494	510	797	1062	1145
同比增长	1%	3%	56%	33%	8%
营业利润(百万元)	54	54	92	136	157
同比增长	8%	1%	69%	47%	16%
净利润(百万元)	49	45	73	109	127
同比增长	6%	-9%	64%	49%	16%
每股收益(元)	0.31	0.28	0.46	0.68	0.79
PE	56.7	62.2	38.0	25.6	22.0
PB	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1

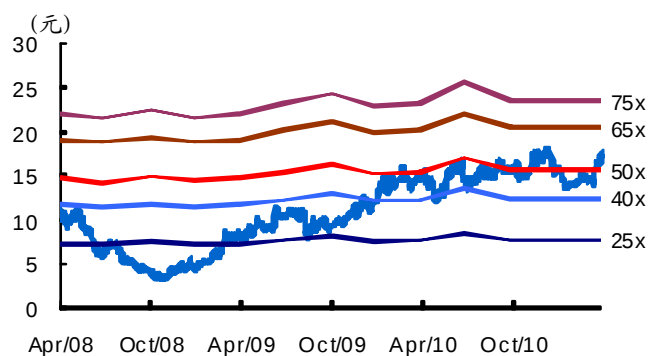
资料来源: 招商证券

图 1: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



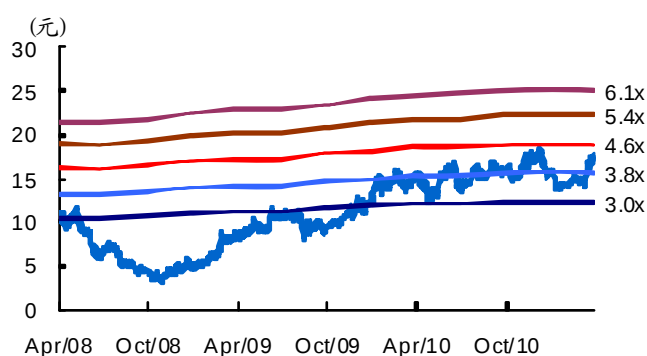
资料来源: 招商证券

图 2: 山东如意历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 山东如意历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《调整温和,促进产品结构和经营策略转型一下调出口退税政策点评》2007/6/20
- 2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第二卷):时尚产业图谱,品牌模式决高下》2008/6/22:
创新性提出时尚产业分析图谱,将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类,借助我们构建的完整品牌评价系统,清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。
- 3、《行业现金流增加较明显 重点上市公司影响小-增值税改革对纺织服装行业影响简评》2008/6/22
- 4、《纺织行业调整振兴规划对纺织行业影响点评-对行业改善不明显 结构调整是长期过程》2009/2/5
- 5、《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25:
本文旨在探讨公司的经营管理之道,将其归结为铁三角;并从产品本质角度对公司品牌慢火炖精品的模式进行探讨。
- 6、《山东如意-领先的毛精纺企业 以产能扩张与新技术应用打天下》2009/9/9
- 7、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13
首次在业内提出以隐形冠军的思路分析纺织服装生产企业,并由此深刻的揭示出国内企业升级的路径:学习隐形企业的素质,加强在中高档领域的地位,有序布局产能。
- 8、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略(服饰品牌研究第五卷)-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:
对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端,从价值链的角度切入,将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心,并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键,从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。
- 9、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:
通过对美国市场的亲身调研体会,详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点,并据此总结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。
- 10、《纺织服饰行业 2011 年投资策略(服饰品牌研究第六卷)-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:
独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手,精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况,并详细的进行剖析,阐述各细分领域未来的发展路径;提出结合竞争阶段与发展策略选择公司,并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。
- 11、《鲁泰 A-议价能力强 投资机会主要源于低估值优势》2011/3/8

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	894	1088	1365	1617	1600
现金	281	276	259	174	51
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14	0	0	21	23
应收款项	223	223	227	252	272
其它应收款	18	57	89	119	128
存货	160	313	458	609	653
其他	199	218	332	442	473
非流动资产	685	667	847	881	1036
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	536	565	752	792	953
无形资产	75	70	63	57	51
其他	71	29	29	29	29
资产总计	1580	1756	2212	2499	2636
流动负债	755	947	1293	1442	1486
短期借款	435	568	800	800	800
应付账款	144	149	226	300	322
预收账款	14	13	14	18	20
其他	162	217	253	324	344
长期负债	191	142	192	242	242
长期借款	100	100	150	200	200
其他	91	42	42	42	42
负债合计	947	1088	1484	1684	1727
股本	160	160	160	160	160
资本公积金	225	224	224	224	224
留存收益	248	283	343	431	525
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	633	667	727	814	909
负债及权益合计	1580	1756	2212	2499	2636

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	31	(56)	46	45	198
净利润		45	73	109	127
折旧摊销		0	57	65	72
财务费用		0	54	58	59
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(149)	(195)	(65)
其它		(101)	10	8	6
投资活动现金流	(117)	(131)	(240)	(100)	(230)
资本支出		0	(240)	(100)	(230)
其他投资		(131)	0	0	0
筹资活动现金流	285	87	177	(30)	(92)
借款变动		0	245	50	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(13)	(22)	(33)
其他		87	(54)	(58)	(59)
现金净增加额	199	(99)	(17)	(85)	(123)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	494	510	797	1062	1145
营业成本	352	362	550	732	784
营业税金及附加	3	5	8	11	11
营业费用	12	15	40	55	58
管理费用	26	25	48	66	70
财务费用	38	49	54	58	59
资产减值损失	9	1	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	54	92	136	157
营业外收入	8	2	0	0	0
营业外支出	3	1	1	1	0
利润总额	59	56	91	135	157
所得税	10	11	17	26	30
净利润	49	45	73	109	127
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	49	45	73	109	127
EPS (元)	0.31	0.28	0.46	0.68	0.79

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	1%	3%	56%	33%	8%
营业利润	8%	1%	69%	47%	16%
净利润	6%	-9%	64%	49%	16%
获利能力					
毛利率	28.6%	29.1%	31.0%	31.1%	31.5%
净利率	10.0%	8.8%	9.2%	10.3%	11.1%
ROE	7.8%	6.7%	10.1%	13.4%	14.0%
ROIC	6.5%	6.1%	7.1%	8.6%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	59.9%	62.0%	67.1%	67.4%	65.5%
净负债比率	33.9%	40.2%	43.0%	40.0%	37.9%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.3	1.5	1.4	1.4	1.2
应收帐款周转率	2.5	2.3	3.5	4.4	4.4
应付帐款周转率	3.3	2.5	2.9	2.8	2.5
每股资料(元)					
每股收益	0.31	0.28	0.46	0.68	0.79
每股经营现金	0.19	-0.35	0.29	0.28	1.24
每股净资产	3.96	4.17	4.55	5.09	5.68
每股股利	0.84	1.84	0.08	0.14	0.20
估值比率					
PE	56.7	62.2	38.0	25.6	22.0
PB	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	15.6	13.4	9.6	7.6	6.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。