# 山东如意（002193）

公司点评 研究报告

首次给予“谨慎推荐”

2011-8-2


| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 分析师: | 雷玉 | (8621)68751072 | leiyu@cjsc.com.cn | 执业证书编号: | S0490511040005 |
| 联系人: | 雷玉 | (8621) 68751072 | leiyu@cjsc.com.cn | | |


# 山东如意，未来关注产能释放

## 事件描述

山东如意今日发布 2011 年中报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业总收入 29,499.72 万元，同比增长 13.61%；实现利润总额 2,906.53 万元，同比增长 1.66%。实现净利润 2,498.42 万元，同比增长 2.28%，基本每股收益 0.16 元。

我们的主要观点如下：

1. 上半年营业收入同比有所增加，增速符合预期；
2. 毛利率有所下滑，同比下滑 1.21 个百分点；
3. 财务费用大幅增加，非经常性损益同比减少，净利润率下降；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 5.31 亿、5.55 亿，每股收益分别为 0.31 元、0.37 元，对应 7 月 31 日收盘价的 PE 分别为 43.48、36 倍，给予“谨慎推荐”评级。

## 事件评论

2011 年上半年公司实现营业收入 29,499.72 万元，同比增长 13.61%；实现利润总额 2,906.53 万元，同比增长 1.66%。实现净利润 2,498.42 万元，同比增长 2.28%，基本每股收益 0.16 元。

我们认为，

**第一、 上半年营业收入同比有所增加，增速符合预期**

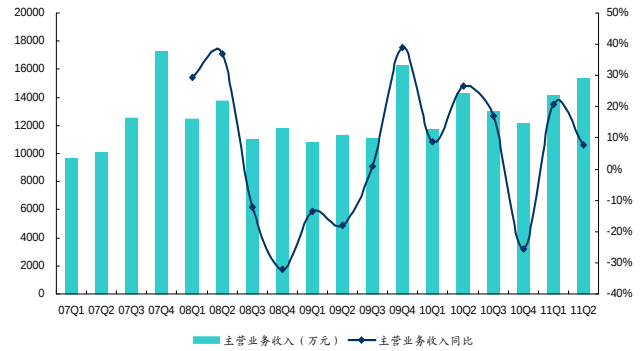
在原辅料成本上涨过快，劳动力成本上升，国际市场需求恢复的抑制性因素并未消除等复杂的行业外围压力下，公司坚持“高端定位，精品战略”的总体发展战略，调整产品结构，加大市场扩张力度，上半年营业收入同比增长13.61%，增速复合预期。

从单季度来看，二季度的营业收入15,371.67万元，同比增长7.81%，增速放缓，与国际市场需求恢复的抑制性因素并未消除有关。

公司的主要产品精纺呢绒营业收入28,658.90万元，同比增长17.65%，但是由于原辅料成本上涨过快，导致精纺呢绒毛利率的压缩。

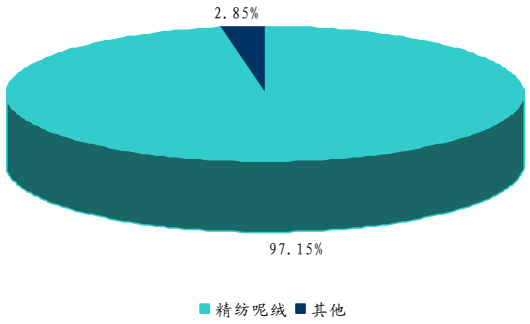
在海外需求未完全复苏之前，公司灵活调整渠道，加大对国内市场的销售。

**图 1：2007Q1-2011Q2 单季度营业收入（万元）及增速**



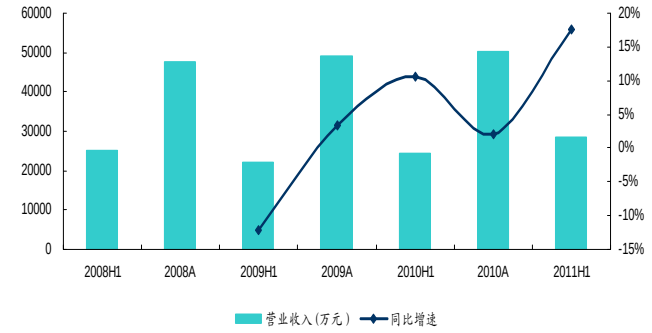

资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 2：2011H1 产品结构**




资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 3：2008-2011H1 精纺呢绒营业收入（万元）及增速**

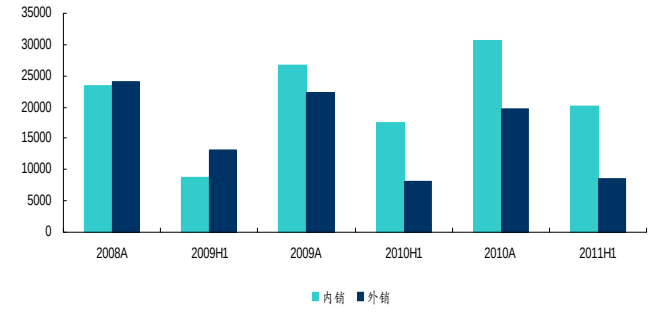



资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 4：主要产品精纺呢绒毛利率**

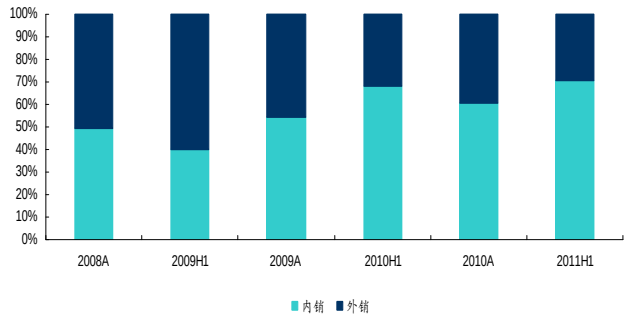
资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 5：2008-2011H1 分地区营业收入（万元）**




资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 6：2008-2011H1 分地区营业收入占比变化**

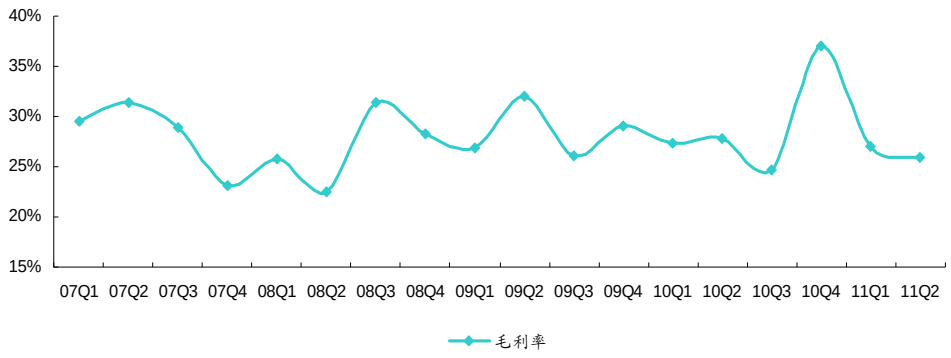



资料来源：公司报告，长江证券研究部

**第二、 毛利率有所下滑，同比下滑 1.21 个百分点**

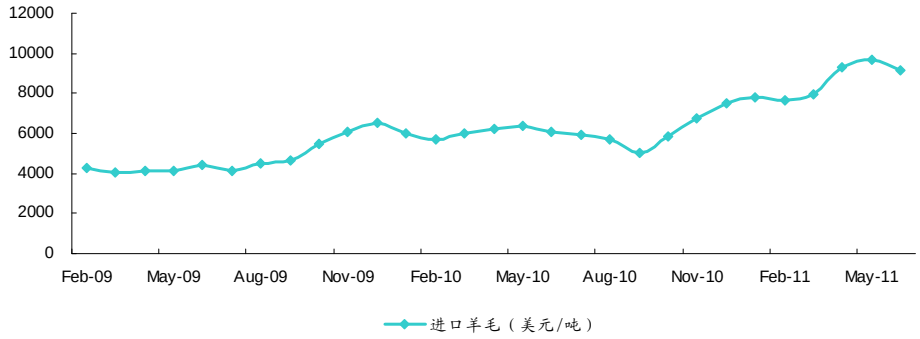
羊毛等原材料价格持续上涨，劳动力成本上升，导致毛利率的压缩。

**图 7：2007Q1-2011Q2 公司单季度毛利率**




资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 8：近两年进口羊毛价格走势（美金/吨）**

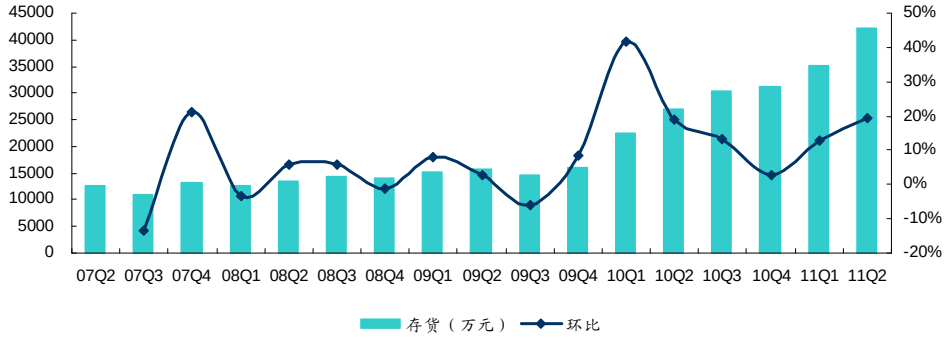



资料来源：公司报告，长江证券研究部

**第三、 存货环比有所增加，主要是库存商品数量较多**

2011H1 存货达 42,120.29 万元，其中库存商品 11889.90 万元，同比增加 54.36%。

**图 9：2007Q2-2011Q2 公司存货（万元）及环比**




资料来源：公司报告，长江证券研究部

**第四、 财务费用大幅增加，非经常性损益同比减少，净利润率下降**

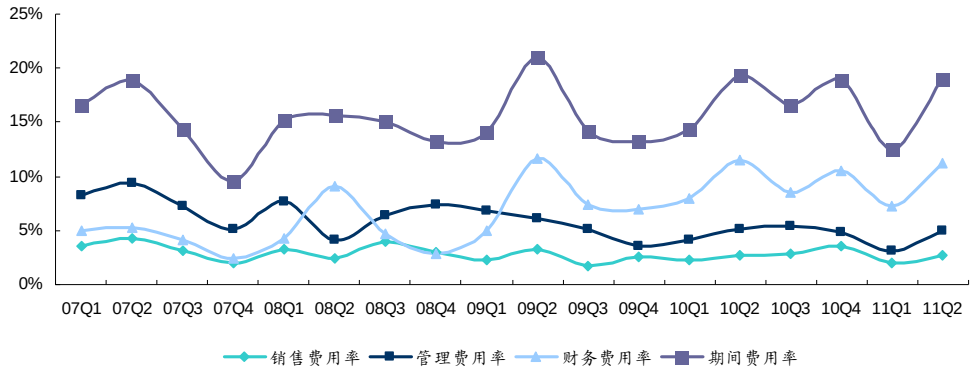
公司此前募投项目使用了大量融资，财务费用率一直居高不下，现金流趋紧。在二季度，三项费用率都有上升趋势。

**表 1：期间费用比较**

| | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 销售费用（万元） | 265.99 | 387.71 | 362.62 | 435.50 | 286.61 | 423.89 |
| YoY | 9.58% | 5.08% | 84.91% | 3.22% | 7.76% | 9.33% |
| 管理费用（万元） | 487.22 | 722.72 | 700.38 | 579.89 | 448.83 | 758.53 |
| YoY | -34.10% | 5.04% | 23.89% | -0.52% | -7.88% | 4.96% |
| 财务费用（万元） | 925.80 | 1,640.13 | 1,096.26 | 1,279.37 | 1,020.76 | 1,732.73 |
| YoY | 75.50% | 24.75% | 34.31% | 12.72% | 10.26% | 5.65% |

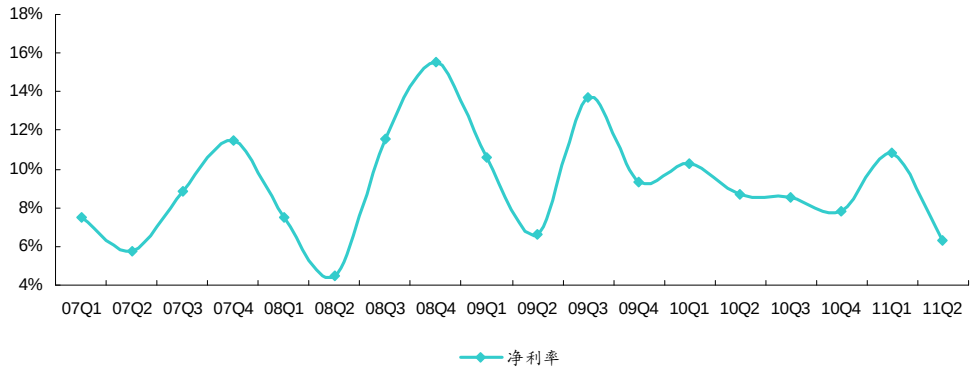
资料来源：Wind，长江证券研究部

**图 10：2009Q3-2011Q2 公司单季度期间费用率**




资料来源：公司报告，长江证券研究部

**图 11：2009Q3-2011Q2 公司单季度净利率**




资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

## 第五、 “谨慎推荐”评级

目前公司的业绩低于市场预期，主要是财务费用侵蚀净利润，未来关注新疆产能释放（新疆金天阳纺织有限公司，公司年产精纺呢绒 200 万米，绒线 400 吨，毛纱、棉纱及针织绒纱 500 吨以上，服装 10 万套（件），羊毛油脂 30 吨）。预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 5.31 亿、5.55 亿，每股收益分别为 0.31 元、0.37 元，对应 7 月 31 日收盘价的 PE 分别为 43.48、36 倍，给予“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元） | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **510** | **531** | **555** | **582** |
| 营业成本 | 362 | 382 | 397 | 414 |
| **毛利** | **149** | **149** | **158** | **169** |
| %营业收入 | 29.1% | 28.0% | 28.5% | 29.0% |
| 营业税金及附加 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| %营业收入 | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 销售费用 | 15 | 19 | 19 | 20 |
| %营业收入 | 2.8% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 管理费用 | 25 | 35 | 36 | 38 |
| %营业收入 | 4.9% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 财务费用 | 49 | 27 | 21 | 19 |
| %营业收入 | 9.7% | 5.1% | 3.8% | 3.3% |
| 资产减值损失 | 1 | 3 | 1 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **54** | **61** | **75** | **84** |
| %营业收入 | 10.7% | 11.5% | 13.5% | 14.5% |
| 营业外收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **56** | **61** | **75** | **84** |
| %营业收入 | 10.9% | 11.5% | 13.5% | 14.5% |
| 所得税费用 | 11 | 12 | 15 | 17 |
| 净利润 | 45 | 49 | 60 | 67 |
| **归属于母公司所有者的净利润** | **44.9** | **48.9** | **60.0** | **67.5** |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EPS（元/股）** | **0.28** | **0.31** | **0.37** | **0.42** |

| 现金流量表（百万元） | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流净额** | **-56** | **70** | **93** | **96** |
| 取得投资收益收回现金 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | -5 | -5 | -5 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产投资 | -131 | -25 | -26 | -26 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流净额** | **-131** | **-30** | **-31** | **-31** |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 133 | -236 | -39 | -43 |
| 筹资成本 | 51 | -27 | -21 | -19 |
| 其他 | -97 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流净额** | **87** | **-263** | **-60** | **-62** |
| **现金净流量** | **-99** | **-223** | **2** | **3** |

| 资产负债表（百万元） | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 276 | 53 | 55 | 58 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 281 | 298 | 311 | 327 |
| 存货 | 313 | 331 | 343 | 358 |
| 预付账款 | 218 | 234 | 243 | 253 |
| 其他流动资产 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| **流动资产合计** | **1088** | **921** | **958** | **1001** |
| 可供出售金融资产 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 3 | 8 | 13 | 18 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 225 | 222 | 217 | 211 |
| 无形资产 | 70 | 69 | 68 | 68 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 6 | 1 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 362 | 362 | 362 | 362 |
| **资产总计** | **1756** | **1584** | **1621** | **1663** |
| 短期贷款 | 605 | 370 | 331 | 288 |
| 应付款项 | 289 | 308 | 320 | 333 |
| 预收账款 | 13 | 13 | 14 | 15 |
| 应付职工薪酬 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 应交税费 | 13 | 14 | 16 | 18 |
| 其他流动负债 | 21 | 16 | 17 | 17 |
| **流动负债合计** | **947** | **726** | **703** | **677** |
| 长期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| **负债合计** | **1088** | **868** | **845** | **819** |
| 归属于母公司所有者权益 | 667 | 716 | 776 | 844 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **股东权益** | **667** | **716** | **776** | **844** |
| **负债及股东权益** | **1756** | **1584** | **1621** | **1663** |

| 基本指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| EPS | 0.281 | 0.306 | 0.375 | 0.422 |
| BVPS | 4.17 | 4.48 | 4.85 | 5.27 |
| PE | 48.03 | 44.07 | 35.97 | 31.96 |
| PEG | 3.30 | 3.03 | 2.47 | 2.20 |
| PB | 3.23 | 3.01 | 2.78 | 2.56 |
| EV/EBITDA | 17.55 | 22.03 | 19.98 | 18.21 |
| ROE | 6.7% | 6.8% | 7.7% | 8.0% |

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | | E-mail |
|---|---|---|---|---|
| 伍朝晖 | 副主管 | （8621）68752398 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn |
| 甘　露 | 华东区总经理 | （8621）68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 鞠　雷 | 华南区总经理 | （8621）68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn |
| 程　杨 | 华北区总经理 | （8621）68753198 | 13564638080 | chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | （8621）68751926 | 13818973382 | lijx@cjsc.com.cn |
| 张　晖 | 深圳私募总经理 | （0755）82766999 | 13502836130 | zhanghui1@cjsc.com.cn |

## 投资评级说明

**行业评级**　报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看　　好：　相对表现优于市场

中　　性：　相对表现与市场持平

看　　淡：　相对表现弱于市场

**公司评级**　报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：　相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐：　相对大盘涨幅在 5%～10%之间

中　　性：　相对大盘涨幅在-5%～5%之间

减　　持：　相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级：　由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。