

山东如意 (002193)

公司研究/简评报告

产能释放缓慢，外销不顺拖累毛利率

—山东如意 (002193) 中报点评

民生精品---简评报告/纺织服装行业

2011 年 08 月 02 日

一、事件概述

公司近日公布 2011 年中报，其中营业收入同比增长 13.61%，归属母公司净利润同比增长 2.28%，核心净利润同比增长 20.68%，基本 EPS 和核心 EPS 都为 0.16 元，低于我们预期。

二、分析与判断

➤ 产能释放缓慢，外销不顺拖累毛利率

公司中报业绩表现继续低于预期，主要因为：1，虽然去年新增产能达产后今年毛纺销量有望达到 1,200 万米，较去年 750 万米增长 60%，不过由于设备投产缓慢，上半年收入规模明年低于预期；2，由于外需恢复仍然缓慢，公司积极开拓国内渠道，报告期内，内销同比增长 15%，毛利率为 30%，和历史基本持平；外销同比仅增长 5%，毛利率跌落至 19%，进而拖累了上半年毛利率至 26.45%；3，财务压力依然偏大，公司二季度财务费用率达到了 11.3%，资金链较紧张，亦导致业绩难以符合预期。

➤ 参与原毛、毛条的采购及销售业务有利于降低原材料成本

由于公司原材料都进口自澳大利亚，近年来羊毛价格持续上涨给公司带来了较大成本压力，为了发挥原料供应优势，降低采购成本，公司拟在张家港保税区设立贸易公司，计划年采购原毛 1 万吨。

➤ 维持“谨慎推荐”评级

下调公司 11-13 年核心 EPS 至 0.41/0.57/0.60 元（上次为 0.50/0.64/0.71 元），对应 PE 分别为 33/24/22 倍，主要系新增产能达产缓慢以及原材料价格持续上升侵蚀盈利水平。公司目前正对上游产业链进行整合，我们对此表示认同。对于纺织企业来说，占有原料资源一方面可以降低生产成本，另一方面可以通过原料销售提升业绩，可谓一举两得。而国内纺织企业往下游终端零售拓展的成功先例不曾发现，从这一点来看，我们认为公司已经迈出了正确的一步，长远值得期待，短期缺乏催化剂。

三、风险提示

产能释放低于预期；原材料价格持续高企；财务压力较大。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	51,042	73,682	96,967	103,180
YoY	3.34%	44.36%	31.60%	6.41%
毛利率	29.12%	29.00%	29.00%	29.00%
核心净利润（百万元）	4,453	6,623	9,127	9,635
YoY	-14.50%	48.74%	37.80%	5.57%
核心 EPS（元）	0.28	0.41	0.57	0.60
PE		33	24	22

资料来源：民生证券研究所

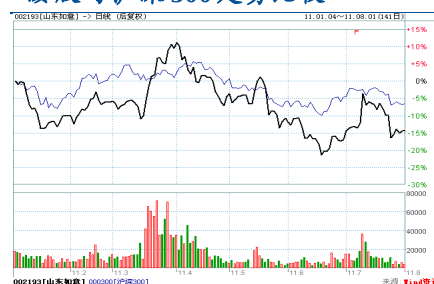
谨慎推荐

维持评级

交易数据 (2011-08-01)

收盘价（元）	13.48
近 12 个月最高/最低	18.49/12.16
总股本（百万股）	160.00
流通股本（百万股）	159.90
流通股比例%	99.94%
总市值（亿元）	21.57
流通市值（亿元）	21.55

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

联系人：吴晓宇

电话：(8621)68885793

Email: wuxiaoyu@mszq.com

相关研究

- 1, 《山东如意产品转嫁能力强，财务费用高企侵蚀净利润_增持》_2011/04/07
- 2, 《山东如意_业绩低于预期，11 年迎来产能释放期_增持》_2011/02/28
- 3, 《山东如意_成功竞拍新疆资产，产能规模进一步提升_增持》_2011/01/13
- 4, 《山东如意调研纪要_增持（下调）》_2010/11/09
- 5, 《山东如意_渠道整合为明年快速发展打下坚实基础_买入》_2010/10/21

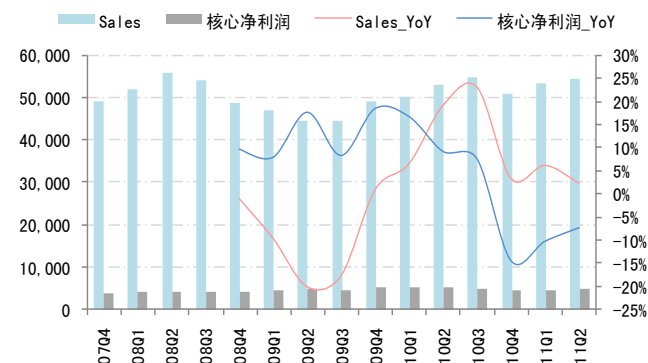
表 1: 盈利预测详细表

单位: 万元

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13	解释
毛纺业务产能(万米)_不包括新疆部分	750	750	1,500	1,500	1,500		
产能利用率		100%	65%	80%	85%		随着设备投产, 利用率逐渐提高
单价(元)	66	68	69	71	72		1-3%, 产品结构调整提升价格, 规模效益降低价格
毛纺业务收入	49,390	51,042	73,682	96,967	103,180		新疆项目 11 年收入 6000 万元, 12-13 年 12000 万元
YoY		3.3%	44.4%	31.6%	6.4%	26.4%	
毛纺业务毛利率	28.6%	29.1%	29.0%	29.0%	29.0%		毛利率保持稳定
毛利		14,863	21,368	28,120	29,922		
销售费用率	2.49%	2.84%	2.90%	3.00%	3.10%		基本保持稳定
管理费用率	5.21%	4.88%	5.20%	5.60%	6.00%		小幅上升, 主要来自于折旧
财务费用率	7.68%	9.68%	10.00%	9.50%	9.00%		财务压力很大
税率	16.8%	19.1%	25%	25%	25%		11-13 年采用边际税率 25%
核心净利润	5,208	4,453	6,623	9,127	9,635		新疆项目 11 年净利润为 600 万元, 12-13 年 1200 万元
YoY		-14.5%	48.7%	37.8%	5.6%	29.3%	
核心 EPS	0.33	0.28	0.41	0.57	0.60		
PE			33	24	22		

资料来源: 民生证券研究所

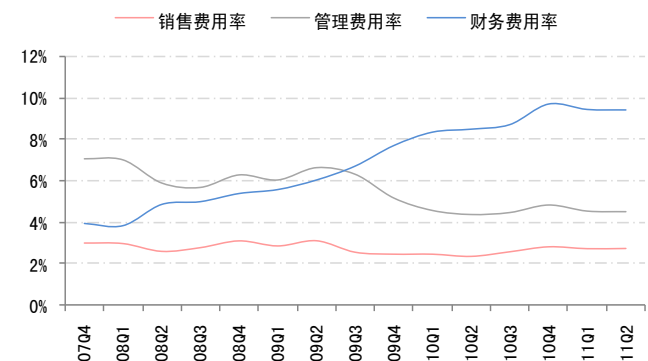
图 1: 业绩增速低主要系产能投产缓慢以及费用率高企



资料来源: Wind、民生证券研究所

图中为 TTM 数据

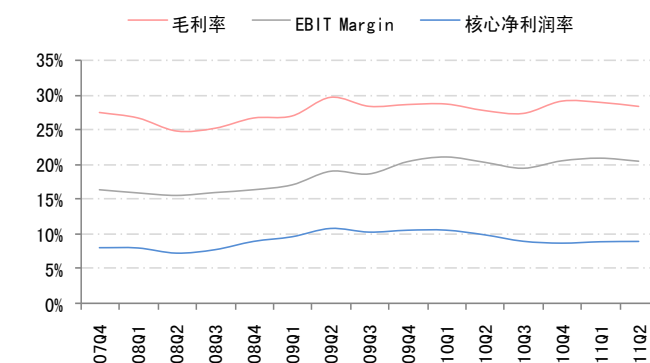
图 3: 财务压力依然较大



资料来源: Wind、民生证券研究所

图中为 TTM 数据

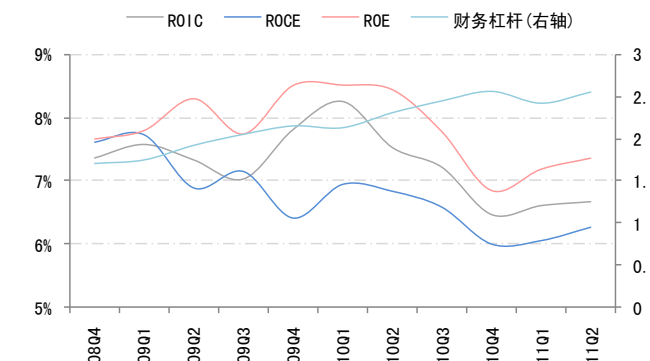
图 2: 盈利水平总体稳定



资料来源: Wind、民生证券研究所

图中为 TTM 数据

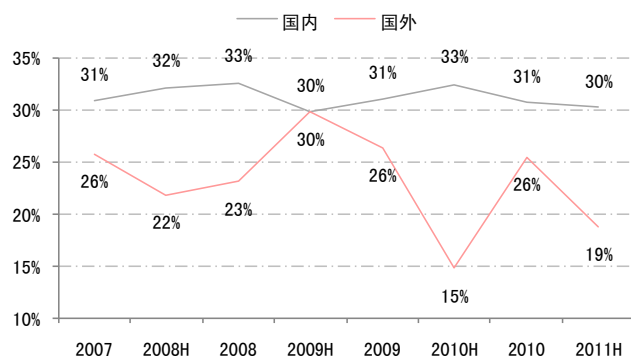
图 4: 盈利质量总体一般



资料来源: Wind、民生证券研究所

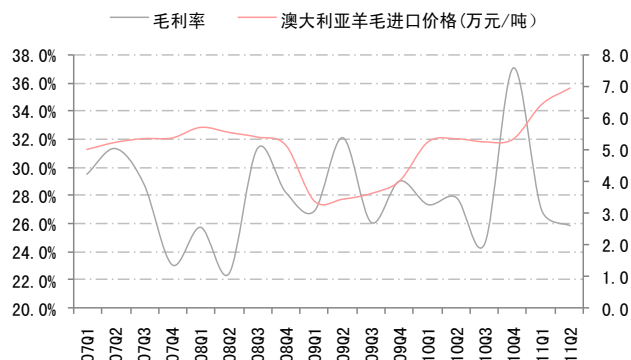
图中为 TTM 数据

图 5: 外销盈利水平波动较大, 内销基本稳定



资料来源: Wind、民生证券研究所

图 6: 原材料价格高企侵蚀毛利率



资料来源: Wind、民生证券研究所

表 2: 季度利润表分析

单位: 万元

项目/季度	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
销售收入	11,266	11,086	16,277	11,708	14,258	12,958	12,119	14,128	15,372
YoY	-18%	1%	39%	9%	27%	17%	-26%	21%	8%
EBIT	2,536	2,057	3,644	2,341	2,765	1,976	3,367	3,039	2,762
YoY	20%	-7%	88%	29%	9%	-4%	-8%	30%	0%
报告净利润	748	1,517	1,515	1,201	1,242	1,103	945	1,535	964
YoY	21%	20%	-17%	5%	66%	-27%	-38%	28%	-22%
核心净利润	1,005	1,059	2,012	1,203	966	747	1,412	1,519	1,284
YoY	38%	-17%	41%	10%	-4%	-29%	-30%	26%	33%
EPS(元)	0.04	0.07	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.07	0.05
核心 EPS(元)	0.05	0.05	0.10	0.06	0.05	0.04	0.07	0.07	0.06
主要财务比率	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
毛利率	32.1%	26.1%	29.1%	27.4%	27.9%	24.6%	37.0%	27.0%	25.9%
销售费用率	3.3%	1.8%	2.6%	2.3%	2.7%	2.8%	3.6%	2.0%	2.8%
管理费用率	6.1%	5.1%	3.6%	4.2%	5.1%	5.4%	4.8%	3.2%	4.9%
财务费用率	11.7%	7.4%	7.0%	7.9%	11.5%	8.5%	10.6%	7.2%	11.3%
EBIT 比率	22.5%	18.6%	22.4%	20.0%	19.4%	15.2%	27.8%	21.5%	18.0%
报告净利润率	6.6%	13.7%	9.3%	10.3%	8.7%	8.5%	7.8%	10.9%	6.3%
核心净利润率	8.9%	9.6%	12.4%	10.3%	6.8%	5.8%	11.7%	10.7%	8.4%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

分析师与行业专家简介

吴骁宇，纺织服装行业分析师，美国本特利大学金融学硕士。2年证券研究经验。曾就职于湘财证券研究所，2011年6月加入民生证券。

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。擅长挖掘黑马个股，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。