

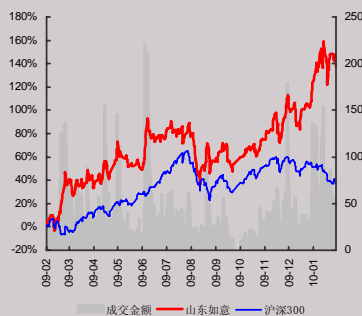


2010年02月08日 星期一

山东如意
 (002193.SZ)

谨慎推荐 (维持)
所属行业: 纺织
行业评级: 中性
股本结构

总市值 (亿元)	13.39
流通市值 (亿元)	6.89
总股本 (亿股)	1.60
流通 A 股 (亿股)	0.82

股价表现图

 齐鲁证券有限公司研究所
 行业公司部

分析师 徐晓艳

Tel: (86531) 81776330

Fax: (86531) 81283791

 Email: xuxy@qlzq.com.cn
定位高端 致力打造时尚产业集团
投资要点:

- ◇ **高技术含量成就高附加值, 产品结构优化提升盈利能力。**公司专注精纺呢绒生产, “如意纺”技术获得国家科技进步一等奖, 显示公司行业内领先的技术水平和较高的科技创新能力。创新性的存在使公司始终走在行业技术的最前端, 同时高技术的实现不断的优化公司的产品结构从而促进盈利能力的进一步提升。例如 2010 年公司注重对附加值较高的纯羊绒产品和羊绒混纺系列产品的推广。
- ◇ **定位高端, 消费升级将成为产品需求增长的长期推动力。**公司产品的需求方为服装行业, 由于精纺呢绒成本较高, 因此需求方一般为高端的服装。而收入水平的提高和消费的升级使长期压抑的高端服饰需求逐步释放, 下游需求的扩张为公司的规模扩张和产业链的延伸创造了有效的外部环境。
- ◇ **横向规模扩张是 2010 年战略的重点。**其中扩张规模的途径为两种: 一通过自建项目扩大产能。通过 IPO 募投资金, 公司 2010 年产能将由 2008 年的 700 万米扩张到 1500 万米。二通过吸收合并同类公司的产能。精纺呢绒由于需求方相对单一导致行业发展较为缓慢, 行业的深层调整为专注主业经营, 有技术和市场优势的公司创造了整合行业资源的机遇, 这种方式意味着公司将以较小的现金投入获得规模的快速扩张。
- ◇ **纵向产业链延伸的造就更大发展空间。**规模的扩张使公司在产品定价方面拥有更多的话语权, 而纵向产业链的延伸为公司开拓更大的发展空间。面料和服装一体化使公司能够依靠上下游配套优势, 提高在产品开发、定价能力和快速交货方面的能力。强大的面料开发与生产能力不但为公司生产服装提供种类丰富, 质量有保证的原料来源, 并且减少了中间的采购环节, 使公司能够建立低成本的市场快速反应机制, 这在时尚为最重要特征的服装市场具有绝对的竞争优势。意大利品牌杰尼亚是由面料厂商转换为面料和服装一体化的品牌企业的典范, 国内的企业鲁泰 A、凯诺科技等面料企业逐步向下游延伸, 而雅戈尔正由服装向上游面料延伸。
- ◇ **公司向下游延伸的途径:** 一集团服装资产的注入, 集团子公司路嘉纳主要经营职业服的定做和品牌服装的销售, 目前生产能力为 100 万套, 年销售收入 2 亿元, 净利润约为 2000 万元。若注资成功, 不考虑成本将增厚公司 EPS0.125 元。二是收购国内外的品牌公司, 然后进行整合。三是内部注资和外部收购并举, 通过缔造不同档次的品牌序列定位不同的目标人群。
- ◇ **募投项目将于年底完全达产, 市场需求的稳定增长消减了我们对 2011 年销售压力的疑虑, 将公司 2011 年的产量预测由 1250 万米上调至 1350 万米。**目前公司新增的 800 万米产能前端的制条、染





色和纺纱已正式投产，后端的织布和整理设备将与 6 月份安装调试，预计 2010 年底公司的产能达到 1500 万米，维持 2010 年 1100 万米的产量预测不变，上调公司 2011 年的产量预测，由 1250 万米上调至 1350 万米。

◇ 横向的规模扩张和纵向的产业链延伸为公司从生产制造企业转变为品牌运营企业创造必要条件，面料和服装的一体化使公司的竞争优势明显，将 2011 年的盈利预测由 0.72 上调到 0.73，维持“谨慎推荐”投资评级。预计公司 09 年业绩基本与 08 年持平，2010-2011 年的产量分别为 1100 万米和 1350 万米。2009-2011 年利润的年复合增长率在 29%，09/10/11 的 EPS 分别为 0.32、0.53 和 0.73 元，PE 为 43.78/26.49/18.97 倍，向产业下游服装延伸相应提升公司估值水平，维持“谨慎推荐”评级。

◇ 风险提示：主要原料澳洲羊毛作为澳大利亚的战略性资源在未来产量和供应模式的变化是公司长期不稳定因素。

表1：公司主营产品假设

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销量（万米）	586.01	769.95	723.00	720.00	727.00	1100.00	1350.00
单价（元/米）	56.14	55.33	67.02	66.01	68.50	69.75	71.50
产品收入（万元）	32899.96	42601.44	48456.88	47528.78	49799.5	76725	96525
收入增长率	14.93%	29.49%	13.74%	-1.92%	4.78%	54.07%	25.81%
毛利率	29.09%	32.41%	27.93%	26.70%	27.00%	27.70%	29.00%

表2：利润表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	444.39	494.25	489.35	526.05	810.12	1020.75
减：营业成本	305.47	358.33	358.68	384.02	585.72	724.73
营业税金及附加	4.44	4.74	4.09	4.21	7.29	8.57
营业费用	17.83	14.95	15.31	17.10	27.95	33.38
管理费用	32.82	35.10	30.96	34.19	52.25	64.31
财务费用	22.29	19.40	26.27	26.22	33.54	31.06
资产减值损失	5.89	0.05	4.14	0.00	1.00	2.00
加：投资收益	0.05	0.03	0.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	55.70	61.70	49.97	60.31	102.37	156.69
加：其他非经营损益	1.39	6.17	7.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.09	67.87	57.23	60.31	102.37	156.69
减：所得税	21.18	23.93	10.75	9.41	18.22	39.17
净利润	35.90	43.94	46.48	50.90	84.14	117.52
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	35.90	43.94	46.48	50.90	84.14	117.52
稀释每股收益（EPS）	0.22	0.27	0.29	0.32	0.53	0.73
对应 EPS	50.62	41.37	39.11	43.78	26.49	18.97

资料来源：齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843