



# 单价提升超预期 销售又生“新思路”

——山东如意（002193）

2010年5月18日

强烈推荐/维持

山东如意

跟踪报告

程远	纺织服装行业分析师
	<a href="mailto:chengyuan@dxzq.net.cn">chengyuan@dxzq.net.cn</a> 010-66507313 13811494338

事件：

通过近日的跟踪研究与了解，我们将公司今、明两年产量预测调低为 1050、1400 万米（原预测数据为 1200、1500 万米），今年产品单价调整为 69 元/米（原预测为 63 元/米），10-12 年毛利率调整为 27.5%、28%、28%，10-12 年 EPS 调高为 0.62、0.84、1.02 元。

观点：

## 1. 新产能投产低于预期，

公司利用募集资金新建产能目前已有 400 万米在前期陆续投产，另外 400 万米预计在今年 4 季度开始投产。我们原先预计公司后 400 万米产能于 7 月份投产，从目前状况来看低于我们的预期，其主要原因是原先公司对机器设备购置、调试工作的时间估计偏乐观。预计公司今年全年总产量约为 1050 万米，低于我们原先预测的 1200 万米。

## 2. 单价上涨高于预期

公司去年产品平均单价约在 61 元/米左右，由于今年下游需求强劲恢复，产品单价有了较大幅度的提升。预计今年公司产品平均单价可达 69 元/米，高于原先预计的 63 元/米。单价大幅上涨的背后有两方面原因，第一是行业整体需求的回暖，国内终端服装消费市场在 09 年底和今年年初表现超出预期，纺织品价格出现了整体上涨。预计此轮上涨随着终端消费的提升将得以延续，但上涨速度和幅度将不会太大。第二是国内公司产品认知度的提升导致的产品销售结构优化，随着公司技术优势愈加明显且产品市场认可度的不断提升，接触高端客户的机会也越来越多。据了解，近期公司有开发了 Ermenegildo Zegna、Hugo Boss 等世界顶级服装品牌为公司的客户，客户结构的优化直接导致了产品结构的优化。预计公司产品结构将随着公司技术水平的进一步提高，市场认可度的持续提升，而继续优化。

## 3. 新型销售模式的探索值得关注

在大部分附加值被渠道环节占据的价值链构成下，公司依靠其出众的生产工艺和研发能力积极地拓展新型经营模式，以求提高产品的附加值。据了解，公司计划与下游企业合作，将面料品牌推向终端，最终产品既印有服装品牌的 LOGO，又印有面料品牌的 LOGO，在终端形成同一服装品牌有无面料品牌或者不同面料品牌之间的选择。目前以此方式运作最成功的面料生产商是美国的 Gore 公司，在户外用品的销售终端印有 GORE-TEX 标志的冲锋衣约是类似款式普通冲锋衣价格的 2-2.5 倍，而据我们了解，服装品牌商经营该面料生产的服装的毛利率并不高于普通服装，足见面料品牌走进终端后面料的附加值将得到巨大的提升。

据了解，公司目前已经与一些服装品牌商表示了该项合作的意向，其中部分已经进入协商阶段，还有部分即将进入实施阶段，未来新模式的开拓进度以及收效情况我们将密切跟踪。

#### 4. 资产注入提升企业竞争力

公司计划收购集团公司年产量约 200 万套的西装制造产能，标的资产账面价值约为 2.2 亿元，最终收购价格以评估价格为准。公司如果未酿成该收购后，将新增营业收入约 1 亿元（扣除关联交易部分影响），新增净利润约 2000 万元。该次收购在校除关联交易的同时完善了公司的产业链，为将来向终端延伸打下了基础。

结论：

**1. 技术研发优势依然我们看好公司最核心的因素。**我们认为，未来随着我国服装消费的不断升级以及劳动力和土地成本的不断提高，纺织行业的低成本优势在不断弱化，行业整体的毛利率重心在下移，纺织行业两极分化的态势将更加明显。我们认为，在未来以低成本为竞争优势的低端纺织产能将被快速淘汰，能够存活下来并且获得更多市场份额的纺织企业，一定是以技术创新为核心竞争力的企业，技术优势越明显，在产业淘汰、升级的过程中所处的地位就越有利。无论是从获得专利、奖项的数量和级别上看，还是从每年研发投入比例看，还是从产品的毛利率上看，还是从下游客户的反映上看，公司都是目前国内最具技术研发优势的毛纺企业。

**2. 产品销售结构和议价能力将随着公司品牌认可度的提高以及新销售模式的开拓而进一步提升和优化。**从目前的毛利率水平以及销售单价来看，公司是国内产品销售结构最优的毛纺企业。近年来，公司成为了国内首家拿到法国 PV 展参展资格的企业，并成为了首家获得国家科技进步一等奖的纺织企业，因而声名大振，新增了大批高端客户，如：Ermenegildo Zegna、Hugo Boss 等。另外，如果公司新销售模式的拓展较为成功，品牌的认可度将直至终端的消费者，公司的议价能力将大幅提升，渠道环节的附加值将分流给面料生产环节。我们认为，随着公司销售的积极拓展，未来的市场认知度、认可度还将继续提升，产品的销售结构及议价能力也将不断优化和提升。

**3. 盈利预测与评级：强烈推荐**基于上述分析，我们预计公司今、明两年产量预测调低为 1050、1400 万米（原预测数据为 1200、1500 万米），今年产品单价调整为 69 元/米（原预测为 63 元/米），10-12 年毛利率调整为 27.5%、28%、28%，10-12 年 EPS 调低为 0.57、0.77、0.95 元，如果顺利收购集团资产后，则预计 10-11 年 EPS 可增至 0.63、0.9 元。基于公司及技术创新优势，我们认为给予 20-25 倍的 PE 较为合理，11 年对应的股价区间为 18—22.5 元，维持“强烈推荐”的评级。

表 1：山东如意主要财务指标预测（不含拟收购的集团资产贡献收入、利润）

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	493.90	774.50	991.43	1174.34
(+/-)%	0.93%	56.81%	28.01%	18.45%
毛利率	28.63%	27.50%	28.00%	28.00%
净利润	49.20	91.71	123.29	152.66
(+/-)%	5.86%	86.40%	34.43%	23.83%
每股净收益（元）	0.31	0.57	0.77	0.95

资料来源：东兴证券研究所

表 2：山东如意利润表预测

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

营业收入	493.90	775	991	1,174
	<b>增长率</b>	<b>0.9%</b>	<b>56.8%</b>	<b>28.0%</b>
减：业务成本	352.49	562	714	846
营业税费营业税金及附加	2.79	5	6	7
	<b>毛利率</b>	<b>28.6%</b>	<b>27.5%</b>	<b>28.0%</b>
营业费用	12.30	21.69	25.78	29.36
管理费用	25.76	37.18	45.61	52.85
财务费用	37.93	40.58	53.84	58.23
其中：利息支出	0.00	42.56	55.17	59.85
利息收入	0.00	1.99	1.32	1.62
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
<b>营业利润</b>	53.92	108.98	146.51	181.42
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
<b>利润总额</b>	59.16	108.98	146.51	181.42
减：所得税	9.96	16.35	21.98	27.21
	<b>实际税率</b>	<b>16.84%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>
<b>净利润</b>	49.20	92.64	124.53	154.20
归属于母公司所有者的净利润	49.20	91.71	123.29	152.66
少数股东损益	0.00	0.93	1.25	1.54
	<b>销售净利率</b>	<b>10.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.4%</b>
	<b>净利润增长率</b>	<b>5.9%</b>	<b>86.4%</b>	<b>23.8%</b>
发行在外股份数量(百万股)	160.00	160.00	160.00	160.00
<b>基本每股收益</b>	<b>0.31</b>	<b>0.573</b>	<b>0.771</b>	<b>0.954</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.31</b>			
	<b>EPS 增长率</b>	<b>6.9%</b>	<b>84.9%</b>	<b>34.4%</b>
<b>股利</b>	39.52	18.34	24.66	30.53

期初未分配利润	162.21	198.49	262.68	348.98
提取盈余公积	49.58	9.17	12.33	15.27
期末未分配利润	198.49	262.68	348.98	455.85

资料来源：东兴证券研究所

**表 2：山东如意资产负债表预测**

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>				
<b>流动资产</b>				
货币资金	281.17	116.18	148.71	176.15
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	14.00	6.37	8.15	9.65
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	254.63	325.95	386.09
其他应收款	17.75	27.83	35.62	42.19
预付款项	197.69	199.94	202.80	206.18
存货	159.67	230.76	293.35	347.48
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
<b>流动资产合计</b>	<b>894.26</b>	<b>835.70</b>	<b>1,014.58</b>	<b>1,167.74</b>
<b>非流动资产</b>				
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>685.42</b>	<b>1,032.28</b>	<b>1,098.50</b>	<b>1,181.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,579.68</b>	<b>1,867.97</b>	<b>2,113.08</b>	<b>2,349.67</b>
流动负债				
短期借款	435.31	750.08	855.45	906.37
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	110.00	153.84	156.46	185.32
应付账款	144.48	123.07	156.46	185.32
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
<b>流动负债合计</b>	<b>755.33</b>	<b>1,079.62</b>	<b>1,224.86</b>	<b>1,337.77</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>191.32</b>	<b>105.85</b>	<b>105.85</b>	<b>105.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>946.65</b>	<b>1,185.47</b>	<b>1,330.71</b>	<b>1,443.62</b>
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	<b>224.96</b>	<b>224.96</b>	<b>224.96</b>
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	49.58	58.75	71.08	86.35
未分配利润	198.49	262.68	348.98	455.85
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	681.57	780.20	902.33
少数股东权益	0.00	0.93	2.17	3.71
<b>所有者权益（或股东权益）合计</b>	<b>633.03</b>	<b>682.50</b>	<b>782.37</b>	<b>906.05</b>
<b>负债和所有者权益（或股东权益）总计</b>	<b>1,579.68</b>	<b>1,867.97</b>	<b>2,113.08</b>	<b>2,349.67</b>

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。