

期待未来18个月的产能释放

——山东如意（002193）2010年中报点评

2010年8月23日

推荐/下调

山东如意

财报点评

银国宏 策略分析师 职业资格证书编号: S1480109060847

程远 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件:

公司在8月20日发布了2010年半年度财务报告,公司上半年实现收入约2.6亿元,同比增17.88%;综合毛利率达27.66%,同比去年下降1.92个百分点;实现净利润约0.24亿元,同比下降29.39%。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入(百万元)	117.23	107.61	112.66	110.86	162.77	117.08	142.58
增长率(%)	-32.05%	-13.71%	-18.16%	1.00%	38.85%	8.81%	26.55%
毛利率(%)	28.25%	26.93%	32.11%	26.13%	29.05%	27.39%	27.88%
期间费用率(%)	13.22%	14.03%	21.05%	14.23%	13.15%	14.34%	19.29%
营业利润率(%)	12.57%	12.00%	8.94%	9.87%	12.28%	12.09%	7.33%
净利润(百万元)	18.25	11.39	7.48	15.17	15.15	12.01	12.42
增长率(%)	-7.91%	21.75%	21.19%	19.51%	-16.98%	5.43%	65.88%
每股盈利(季度,元)	0.114	0.071	0.047	0.095	0.095	0.075	0.078
资产负债率(%)	43.92%	46.78%	54.13%	56.70%	59.93%	57.70%	58.84%
净资产收益率(%)	3.09%	1.89%	1.24%	2.46%	2.39%	1.86%	1.92%
总资产收益率(%)	1.73%	1.01%	0.57%	1.06%	0.96%	0.79%	0.79%

评论:

积极因素:

- 据了解,公司今年上半年平均单价较去年同比提升约10%左右,从目前的毛利率水平来看,以基本转嫁了原材料价格上涨对成本造成的压力。
- 随着公司在业内影响力的不断提升和营销能力的快速跟进,目前下游客户的数量和结构均不断提升。据了解,公司今年上半年公司与Boss、Zegna等高端客户达成了合作,高端产品占比持续提升。
- 公司近期将集团公司的路嘉娜制衣厂以现金购买的方式注入了上市公司,路嘉娜制衣厂今年产能扩至200万套,将消化更多上市公司精纺呢绒产品,预计该项资产今年可为公司贡献净利润约1000万元。

消极因素:

- 由于公司如意纺技术的应用日益成熟，公司决定将原定新增产能的有关机器设备订单做适当修改，以使新机器设备可以不经公司技改便可直接运用如意纺技术。由于原机器设备订单的修改，造成了设备交期大幅延后，因此新产能投放时间低于预期。

业务展望:

公司自今年一季度以来，新增产能陆续开始调试、试生产等工作，截至今年上半年，约有 300-400 万平米新增产能以投入使用，以订单周期 2 个月测算，预计新增产能将从今年第三季度开始释放利润，新增产能将于今年年底或明年年初全部投产。

集团公司在今年上半年成功收购了日本品牌运营商 RENOW 公司，成为其控股股东。该公司旗下拥有 20 多个服装品牌，其中不乏高端商务服装品牌，上市公司将利用这一优势向日本高端品牌供应其以羊绒高支纱产品为主的高端产品。综合考虑供货谈判的时间以及品牌商德订货周期，我们预计公司高端产品占比在明年将有明显提升等。

盈利预测

我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.61、0.91、1.16 元，基于，我们认为给予公司 18-22 倍的 PE 较为合理，2011 年预测业绩对应的股价区间为 18.2-22.75 元。考虑到公司股价自我们推荐以来已有明显的涨幅，对外部经济增长的预期较为悲观，以及人工成本上涨和人民币升值的长期预期，我们将公司的投资评级由“强烈推荐”下调至“推荐”。

表 1：山东如意主要财务数据预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	493.90	800.00	1079.45	1280.46
(+/-)%	0.93%	61.98%	34.93%	18.62%
毛利率	28.63%	27.50%	28.50%	29.00%
净利润	49.20	96.93	146.37	185.25
(+/-)%	5.86%	97.01%	51.01%	26.56%
每股净收益(元)	0.31	0.61	0.91	1.16

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：山东如意利润表预测（不含路嘉纳制衣）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	
营业收入	493.90	750	959	
	增长率	0.9%	51.9%	27.9%
减：业务成本	352.49	544	686	
营业税费营业税金及附加	2.79	5	6	
	毛利率	28.6%	27.5%	28.5%
营业费用	12.30	21.00	24.95	
管理费用	25.76	36.00	44.13	
财务费用	37.93	40.34	53.26	
其中：利息支出	0.00	42.31	54.55	
利息收入	0.00	1.97	1.28	
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	
其他	0.00	0.00	0.00	
资产减值损失	8.77	0.00	0.00	
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.06	0.08	0.08	
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	
营业利润	53.92	104.49	145.42	
加：营业外收入	7.84	0.00	0.00	
减：营业外支出	2.59	0.00	0.00	
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	
利润总额	59.16	104.49	145.42	
减：所得税	9.96	15.67	21.81	
	实际税率	16.84%	15.00%	15.00%
净利润	49.20	88.81	123.61	
归属于母公司所有者的净利润	49.20	87.93	122.37	
少数股东损益	0.00	0.89	1.24	
	销售净利率	10.0%	11.7%	12.8%
	净利润增长率	5.9%	78.7%	39.2%
发行在外股份数量(百万股)	160.00	160.00	160.00	
基本每股收益	0.31	0.550	0.765	

稀释每股收益	0.31			
	EPS 增长率			
	率	6.9%	77.3%	39.2%
股利		39.52	17.59	24.47
期初未分配利润		162.21	198.49	260.03
提取盈余公积		49.58	8.79	12.24
期末未分配利润		198.49	260.03	345.69

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3：山东如意资产负债表预测（不含路嘉纳制衣）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产				
货币资金	281.17	112.50	143.92	170.47
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	14.00	6.16	7.89	9.34
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	246.58	315.43	373.63
其他应收款	17.75	26.95	34.47	40.83
预付款项	197.69	199.87	202.61	205.84
存货	159.67	223.46	281.92	331.60
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
流动资产合计	894.26	815.52	986.24	1,131.71
非流动资产				
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
非流动资产合计	685.42	1,032.28	1,098.50	1,181.93
资产总计	1,579.68	1,847.79	2,084.74	2,313.64
流动负债				
短期借款	435.31	741.73	843.11	888.01
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	110.00	148.97	150.36	176.85
应付账款	144.48	119.18	150.36	176.85
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
流动负债合计	755.33	1,062.50	1,200.32	1,302.47
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
非流动负债合计	191.32	105.85	105.85	105.85
负债合计	946.65	1,168.36	1,306.17	1,408.33
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	224.96	224.96	224.96
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	49.58	58.38	70.61	86.26
未分配利润	198.49	260.03	345.69	455.21
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	678.55	776.45	901.61
少数股东权益	0.00	0.89	2.12	3.70
所有者权益（或股东权益）合计	633.03	679.44	778.57	905.31
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1,579.68	1,847.79	2,084.74	2,313.64

资料来源：公司公告、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。