渐飞研究报告 - http://bg.panlv.net

东兴证券
DONGXING SECURITIES

扩张低于预期　期待明年释放

——山东如意（002193）2010 年三季报点评

2010 年 10 月 22 日

推荐/维持

山东如意　财报点评

银国宏	策略分析师　职业证书编号：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10月21日发布了2010年三季度财务报告，公司第三季度实现收入约1.29亿元，同比增16.9%；综合毛利率达24.64%，同比去年下降1.49个百分点，环比下降1.91个百分点；实现净利润约0.11亿元，同比下降27.3%。

公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入（百万元）	107.61	112.66	110.86	162.77	117.08	142.58	129.58
增长率（%）	-13.71%	-18.16%	1.00%	38.85%	8.81%	26.55%	16.88%
毛利率（%）	26.93%	32.11%	26.13%	29.05%	27.39%	27.88%	24.64%
期间费用率（%）	14.03%	21.05%	14.23%	13.15%	14.34%	19.29%	16.66%
营业利润率（%）	12.00%	8.94%	9.87%	12.28%	12.09%	7.33%	6.38%
净利润（百万元）	11.39	7.48	15.17	15.15	12.01	12.42	11.03
增长率（%）	21.75%	21.19%	19.51%	-16.98%	5.43%	65.88%	-27.28%
每股盈利（季度，元）	0.071	0.047	0.095	0.095	0.075	0.078	0.069
资产负债率（%）	46.78%	54.13%	56.70%	59.93%	57.70%	58.84%	61.29%
净资产收益率（%）	1.89%	1.24%	2.46%	2.39%	1.86%	1.92%	1.68%
总资产收益率（%）	1.01%	0.57%	1.06%	0.96%	0.79%	0.79%	0.65%

评论：

积极因素：

- 从目前的情况来看，尽管人民币有价大幅度的升值，原材料价格也处于相对高位，但公司依靠过硬的产品生产、设计能力和销售能力以及品牌优势，依然维持了饱满的订单水平。

消极因素：

- 今年我国本币有较大幅的升值，第三季度人民币对美元升值约2.01%，此因素对出口产品的毛利率造成了一定负面影响。
- 公司原计划募投的新产能可在今年上半年陆续投产，但从目前的情况来看，投产状况低于预期，预计投产时间将大幅延后至年末。

渐飞研究报告 - http://bg.panlv.net

- 公司原计划在7月份将以现金购买的形式将集团公司的路嘉娜制衣注入上市公司，但从目前状况来看，该收购未能如期进行，未来具体实施收购时间尚待观察。
- 由于公司老厂房目前已不能供公司生产使用，因此印染等设备需在今年全部迁入公司新厂房，今年的产能搬迁造成了对产量的一定影响。

业务展望:

由于公司今年设备搬迁、新产能延缓投产、西服产能延缓注入等诸多方面低于预期，以及人民币持续升值、原材料价格上涨压力明显等外部不利因素，预计公司今年在总产量、毛利率等方面难有较好的表现。我们将今年总产量预测下调至 800 万米，综合毛利率下调至 26%。

从目前的状况看，我们预计公司募投项目将于年底前全部投产，因此明年产量将得到明显释放，基于公司优质的产品质量和饱满的订单形式，预计明年销量可达 1275 米。从公司毛利率的历史情况看，波动的范围在 25-32%之间，公司转嫁产本提升的操作一般来说有一定的滞后性，因此我们判断第四季度公司产品的毛利率环比将有一定提升，明年将回归往年的正常水平，预计明年毛利率为 27.5%。

盈利预测

基于上述分析，我们下调对公司10-12年盈利预测至0.36、0.65、0.89元，我们在约两个月前对公司的中报点评报告中已将投资评级下调至“推荐”，目前维持“推荐”的投资评级。

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	604.00	893.01	1119.99
(+/-)%	0.93%	22.29%	47.85%	25.42%
毛利率	28.63%	26.00%	27.50%	28.00%
净利润	49.20	57.10	104.12	142.82
(+/-)%	5.86%	16.05%	82.36%	37.17%
每股净收益（元）	0.31	0.36	0.65	0.89

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

渐飞研究报告 - http://bg.panlv.net

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。

渐飞研究报告 - http://bg.panlv.net

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。