

## 山东如意 (002193.sz)

### 定位高端，值得期待

刘伟军 纺织服装行业 研究员

电话: 020-87555888-647

eMail: lwj5@gf.com.cn

### 国内精纺呢绒企业整体技术水平仍需提升

精纺呢绒属毛纺行业，工艺技术复杂，生产工序多，原料价格高昂，具有技术、资金与劳动力密集的特点。2004 年起出口产品数量首次超过进口产品数量，但进口产品单价一直高于出口产品单价。我国精纺呢绒企业技术水平与发达国家相比仍有差距，产品普遍集中在中低档，产品附加值相对较低，价格与高档产品差别较大。

### “高技术含量、高质量、高附加值”的高端产品定位

公司专注于精纺呢绒主业，坚持“高技术含量、高质量、高附加值”的高端产品定位。拥有国家专利三项，五个产品获国家科技进步奖、十余个产品获山东省科技进步奖，二十余类毛织物通过国家级鉴定。拥有 HUGO BOSS、MARKS SPENCER、GIORGIO CAVALLI、LUCA BEITONI、ZANETTI、MOORES、K&G、TMW、ARMAND THIERY、DANIEL HECHTER、LINUS、FINEST QUALITY、EASYWEAR、DUSTIN 等众多国际一流品牌客户。公司财务状况优良，各项财务指标在毛纺为主业的上市公司中位居前列。

### 募集资金项目“功能性及生态毛织物”

该项目符合毛纺服装轻薄化、功能化、绿色化的发展趋势。公司的良好的品牌形象与客户基础为项目奠定了良好的市场基础。

### 盈利预测与估值

预计公司 2007 年、2008 年、2009 年 EPS 分别为 0.51 元、0.70 元、0.94 元。参照纺织行业 08 年市盈率 30.89 倍，公司合理估值水平应为 30-35 倍，公司合理价格范围 15.30-17.85 元。

### 预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(万元)	36,547.04	44,439.42	53,327.31	71,991.87	97,189.02
EBITDA(万元)	5,055.65	7,937.79	10,665.46	14,398.37	19,437.80
净利润(万元)	1,719.70	3,590.48	4,089.94	5,561.52	7,492.14
净利润增长率	-25.72%	108.79%	13.91%	35.98%	34.71%
每股收益(元)	0.29	0.60	0.51	0.70	0.94
市盈率	0.00	0.00	—	—	—
市净率	0.00	0.00	—	—	—
EV/EBITDA	0.00	0.00	—	—	—
每股红利(元)	0.00	0.00	—	—	—
股息率	0.00	0.00	—	—	—

来源: 山东济宁如意毛纺织股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 价格区间

上市价格 22.00-25.00 元

### 股票数据

总股本(万股) 8,000.00

流通股本(万股) 2,000.00

主要股东:

山东如意毛纺集团有限责任公司

主要股东持股比例 28.50%

流通 A 股比例 25.00%

### 财务比率

ROE 13.33%

ROA 5.60%

资产负债率 57.99%

每股净资产(元)

2006 年报数据

### 发行信息:

发行价格(元) 13.07

主承销商:

海通证券股份有限公司

发行市盈率 29.98

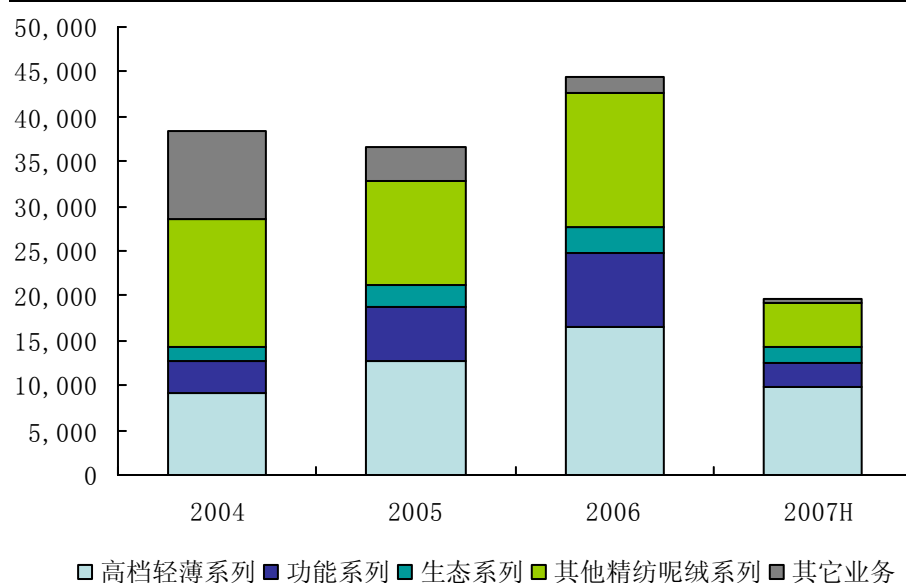
## 公司背景

### 主营业务：高档精纺呢绒

公司致力于中高档精纺呢绒生产与销售，精纺呢绒是用经过精梳系统纺制的精纺纱线织成的机织面料，主要用于高档服装面料。公司精纺呢绒产品按主要分为四个系列：高档轻薄精纺呢绒、功能性毛织物、生态毛织物、其它精纺呢绒。高档轻薄精纺呢绒，主要用于高档男女西装、职业装。功能性毛织物，具有防紫外线、防静电、防水、防油、防污、阻燃等特性。生态毛织物，属于绿色环保面料，可生物降解。其它精纺呢绒，主要用于行业制服及团体制服。

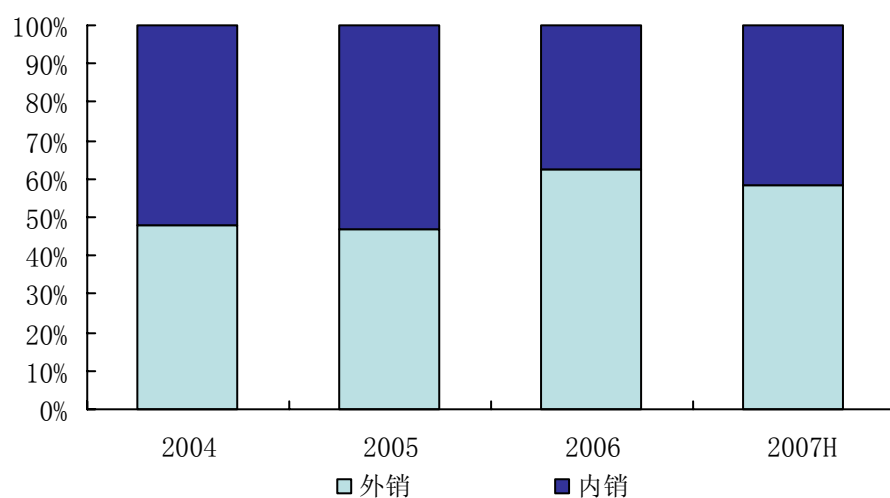
图1：公司主营业务

单位：万元



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：公司精纺呢绒内外销金额比例

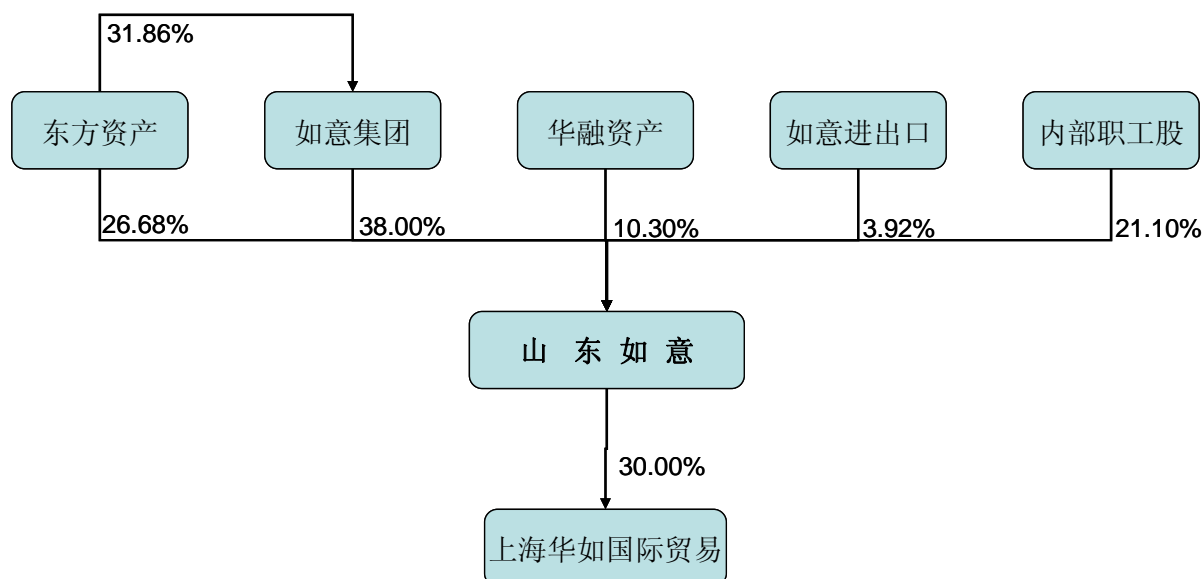


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 股权结构

中国东方资产管理公司为公司实际控制人，直接持股比例26.68%，通过如意集团间接持股比例约12.11%。

图3：公司股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 行业背景

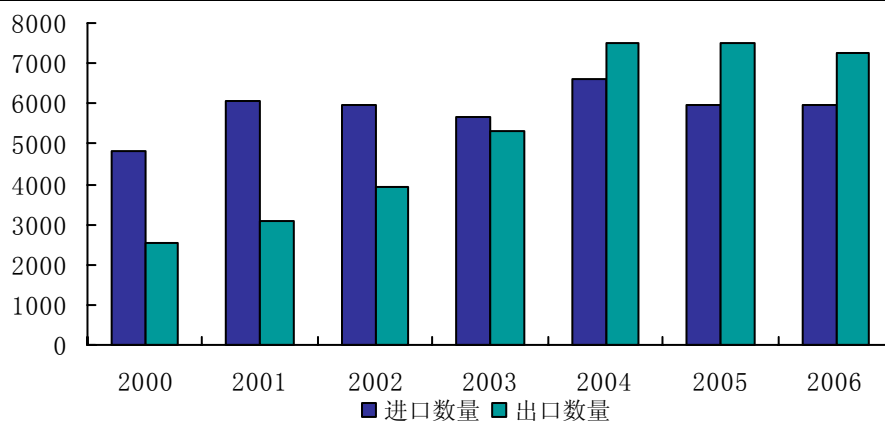
### 精纺呢绒行业特点：技术、资金与劳动力密集

精纺呢绒属毛纺行业，工艺技术复杂，所需技术密集，有“技术纺织”之称。精纺呢绒产品多为小批量多品种，产品结构变化快，生产工序多，原料价格高昂，产品生产从原料投入到成品产出需50多道工序，需2个月以上的生产周期，所需资金密集。精纺呢绒生产工序的特殊要求，需要大量高素质工人，劳动力密集。

### 国内企业整体技术水平仍需提升

图4：精纺呢绒进出口数量

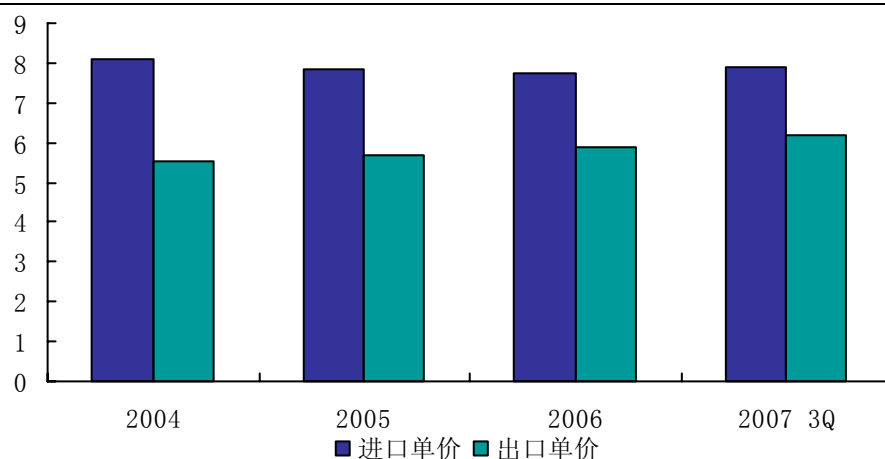
单位：万米



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 精纺呢绒价格

单位: 美元/米



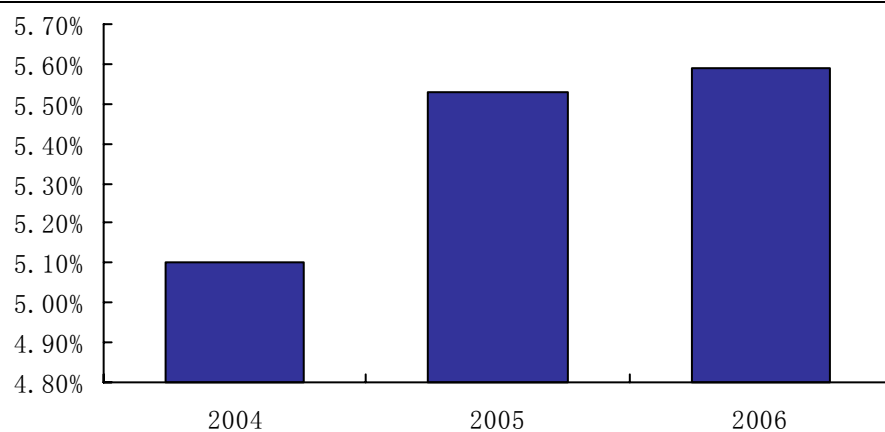
数据来源: 中国毛纺行业协会、广发证券发展研究中心

相对于发达国家,我国精纺呢绒行业因具有劳动力成本比较优势,近年来稳定增长。2004年起出口产品数量首次超过进口产品数量,但进口产品单价一直高于出口产品单价。我国精纺呢绒企业技术水平与发达国家相比仍有差距,产品普遍集中在中低档,产品附加值相对较低,价格与高档产品差别较大。我国精纺呢绒企业整体水平仍需提高。

## 经营状况

### 研发能力领先

图6: 研发费用占营业收入比例



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司注重产品与技术的研发,研发费用占营业收入比例逐年增加。公司建立了项目评估与论证机制,研发投入有明确的目标定位和市场定位。在研发人才管理方面,公司实施拔尖人才评聘办法、高级技术人才引进办法以及人才外派培训、后续教育等。在外部研发资源利用方面,公司与国际羊毛局、澳大利亚联邦科学院、中国纺织科学研究院、上海东华大学等科研院校的合作,建立了产、学、研的技术攻关协作体系。2001年公司被国家纺织产品开发中心评定为“精毛纺织产品开发基地”,拥有自主知识产权的塞络菲尔双组份纺纱及其系列产品获国家科技进步二等奖,是建

国50 多年来同行业企业中唯一获得的国家科技进步奖最高奖项。目前公司拥有国家专利三项，五个产品获国家科技进步奖、十余个产品获山东省科技进步奖，二十余类毛织物通过国家级鉴定。

表1: 公司技术水平

项目名称	项目类型	鉴定结果	应用情况
清洁生产技术和生态毛织物	国家技术创新	国内领先	批量生产
永久性防紫外线毛织物的开发	国家科技攻关	国内领先	批量生产
天然植物香型毛织物的开发	国家技术创新	国内空白 国际先进	批量生产
高档服装面料特殊整理技术应用与开发	国家技术创新	国内空白 国际先进	批量生产
永久性抗静电、防电磁波毛织物	省级重点	国内空白 国际先进	批量生产
TENCEL 纤维与羊毛混纺织物	省级重点	国内空白 国际先进	批量生产
自然弹性毛织物	省级重点	国内空白 国际先进	批量生产
利用Tencel 纤维在毛精纺中的应用	省级重点	国内空白 国际先进	批量生产
系列生态毛织物	省级重点	国内空白 国际先进	批量生产
利用水溶性纤维生产高支轻薄毛织物	省级重点	国内空白 国际先进	批量生产
PTT 精纺面料	省技术创新重点	国内领先	批量生产
高感性新型纤维及面料开发	省技术创新重点	国内领先	批量生产
弹性舒适易护理毛精纺西服系列产品	省技术创新重点	国内领先	批量生产
天然彩棉生态针织品	省技术创新重点	国内领先	批量生产
功能性新产品的研究开发	省科技计划	国内领先	批量生产
呼吸型面料的研制与开发	省科技计划	国内领先	批量生产
绿色生态轻薄易护理精纺呢绒开发	省科技计划	国内领先	批量生产
新型绿色纤维与绿色生态时尚面料的开发及整理技术	省科技计划	国内领先	批量生产
大豆蛋白纤维毛织物的开发	省级重点	国内领先	批量生产
远红外线毛织物研制开发	省级重点	国内领先	批量生产
丝绸羊毛织物	省级重点	国内领先	批量生产
单纱织造技术及超薄毛纺面料	省级重点	国内领先	批量生产
单纱织造技术引进与产业化	省级重点	国内领先	批量生产

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 品牌优势明显

公司如意品牌精纺呢绒在国内外市场拥有良好的知名度，公司获国家质检总局“中国名牌产品”、国家工商总局“中国驰名商标”、国家商务部“重点培育和发展的中国出口名牌”，是同行业中唯一同时获得以上三项殊荣的企业。公司拥有HUGO BOSS、MARKS SPENCER、GIORGIO CAVALLI、LUCA BEITONI、ZANETTI、MOORES、K&G、TMW、ARMAND THIERY、DANIEL HECHTER、LINUS、FINEST QUALITY、EASYWEAR、DUSTIN等众多国际一流品牌客户。2004年法国政府在全球采购法国警察制服面料，公司为国内唯一中标企业。公司产品是国内高档职业服装、著名品牌服装的首选面料，2004 年公司获中国联通公司面料独家供应权，曾先后为海关总署、国家进出口商品检验检疫局、国家税务总局、金融、保险等提供面料。

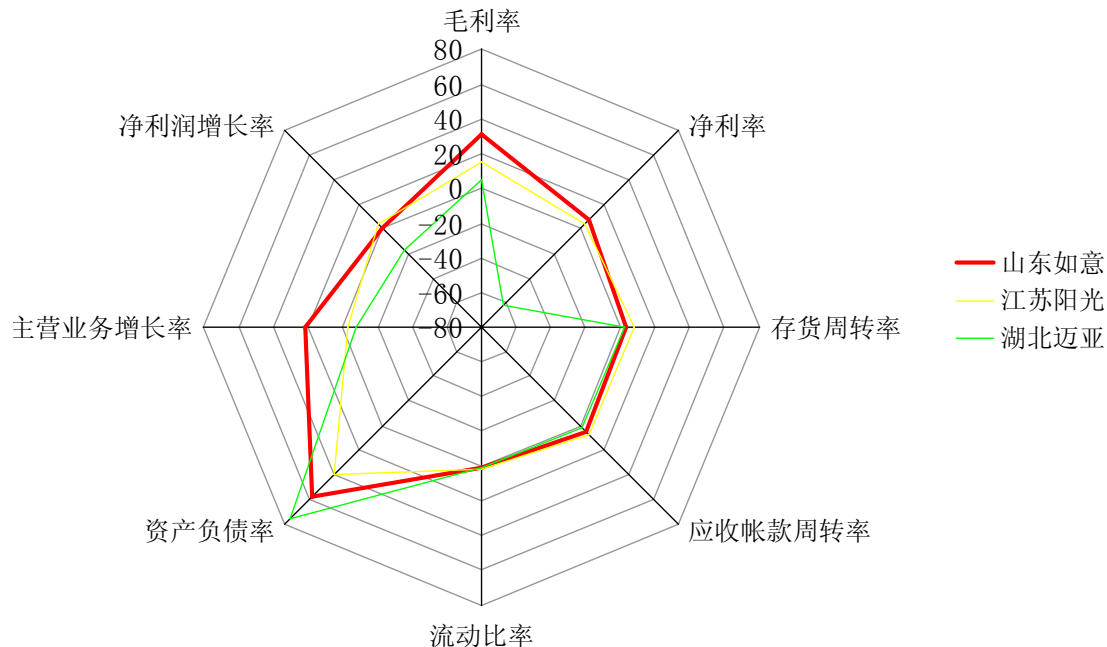
### 财务状况优良

表2: 公司主要财务指标

	2004	2005	2006
<b>盈利能力</b>			
毛利率	25.18%	28.08%	31.26%
净利率	5.49%	4.71%	8.08%
净资产收益率	10.42%	7.27%	13.33%
<b>营运能力</b>			
应收账款周转率	3.32	3.48	4.51
存货周转率	3.33	2.76	3.49
<b>偿债能力</b>			
流动比率	0.91	1.02	0.99
速动比率	0.61	0.68	0.77
资产负债率	62.05%	62.34%	57.99%
<b>发展能力</b>			
主营业务增长率		-13.36%	21.60%
净利润增长率		-25.72%	108.79%
净资产增长率		6.39%	13.91%
总资产增长率		7.21%	2.13%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图7: 公司主要财务指标与同行业公司对比



数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

从纵向的角度考察公司财务状况: 毛利率与净利率持续提升; 应收账款周转率与存货周转率的改善源于2005年公司经营战略调整, 取消中间贸易商, 筛选优化客户群, 舍弃低端客户等措施。资产负债率持续下降, 流动比率与速度比率持续升高, 偿债能力持续改善; 2005年主营业务与净利润同比增长率为负, 主要源于公司剥离服装类业务。综合考虑公司财务指标, 公司纵向财务状况优良。



从横行的角度考察公司的财务状况：以主要从事毛纺业务同类上市公司为参照，公司营运效率还有待提升，净利润增长率低于江苏阳光，其它指标均位于同类公司前列，预计随着公司战略的调整，公司财务指标仍有改善空间，公司横向财务状况优良。

## 募集资金项目

公司募集资金用途为“功能性及生态毛织物项目”，项目计划建设期11个月，计划产能400 万米，其中高档轻薄产品120万米、功能产品160万米及绿色生态毛织物120万米。项目计划总投资35,465.35万元，其中新增固定资产投资33,663.52万元，新增铺底流动资金1,801.83万元。项目计划产生营运收入39,552万元，利润7,870.25万元。

回归自然、追求健康是世界服装消费的趋势，轻薄化、功能化、绿色化更是毛纺服装的发展趋势。公司在国内外市场良好的品牌形象与客户基础为“功能性及生态毛织物项目”奠定了良好的市场基础。考虑到公司具备的研发实力，项目技术风险较小。募集资金项目可增强公司盈利能力。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测基础

毛利率假设。假设公司募集资金项目如期达产，产品结构改善对提高毛利率有所贡献。假设国际羊毛价格增长平稳，人民币升值速度保持不变，出口退税税率保持不变，未来3年公司毛利率每年减少1%。

期间费用率假设。公司拥有相对固定的客户源，品牌在国内外市场具备相当的影响力，市场开拓相对容易。假设营业费用率与管理费用率保持稳定。假设人民币升值速度保持不变，在汇兑损益影响下财务费用率增速维持目前水平。

### 盈利预测

表3：公司盈利预测

单位：百万元

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	365.47	444.39	533.27	719.92	971.89
减：主营业务成本	262.83	305.47	369.77	502.07	682.66
税金及附加	2.90	4.44	9.60	14.40	21.38
主营业务利润	99.74	134.48	153.90	203.45	267.85
加：其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业费用	15.81	17.83	21.38	28.87	38.97
管理费用	24.70	32.82	39.46	53.27	71.92
财务费用	20.14	22.29	27.09	31.60	36.12
营业利润	30.31	55.65	65.97	89.70	120.84
加：投资收益	-0.61	0.05	0.00	0.00	0.00
补贴收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

营业外收支	0.72	1.39	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>30.42</b>	<b>57.09</b>	<b>65.97</b>	<b>89.70</b>	<b>120.84</b>
减：所得税	13.22	21.18	25.07	34.09	45.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>17.20</b>	<b>35.90</b>	<b>40.90</b>	<b>55.62</b>	<b>74.92</b>
<b>EPS（元/股）</b>	<b>0.29</b>	<b>0.60</b>	<b>0.51</b>	<b>0.70</b>	<b>0.94</b>

数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

### 估值分析

考虑到江苏阳光看点众多，湖北迈亚处于亏损状态，参照纺织行业2008年市盈率30.89倍，公司合理估值水平应为30-35倍，公司合理价值范围15.30-17.85元。

参考本月中小板公司上市首日价格表现，平均涨幅181.64%，最大涨幅370.49%，最小涨幅84.34%，预计公司上市首日价格22-25元。

表4：2007年11月中小板上市表现

证券简称	上市日期	首发价格	首日涨跌幅 %	首日换手率%
广百股份	2007-11-22	11.68	233.05	81.05
新嘉联	2007-11-22	10.07	144.59	76.42
华天科技	2007-11-20	10.55	104.93	75.99
全聚德	2007-11-20	11.39	271.38	87.07
海得控制	2007-11-16	12.90	84.34	72.71
万力达	2007-11-13	13.88	163.54	79.39
云海金属	2007-11-13	10.79	100.56	70.88
怡亚通	2007-11-13	24.89	111.01	76.69
御银股份	2007-11-01	13.79	370.49	81.22
延华智能	2007-11-01	7.89	232.70	73.92
中航光电	2007-11-01	16.19	181.41	70.05
平均涨幅			181.64	
最大涨幅			370.49	
最小涨幅			84.34	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



---

## 广发证券—公司投资评级说明

---

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10 % 以上。

---

---

## 相关研究报告

---

---

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

---

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。