

山东如意 (002193): 期待需求回暖和产能扩张

增持 (上调)

纺织服装行业/纺织

当前股价: 8.60 元

报告日期: 2009 年 04 月 16 日

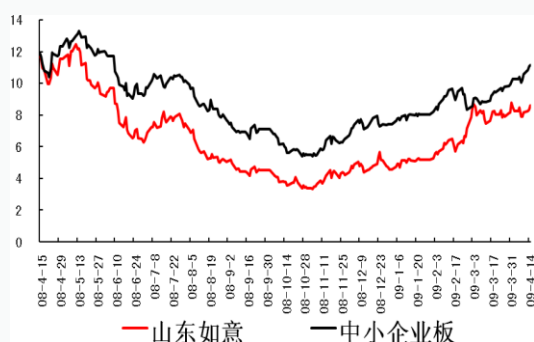
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	494	489	559	867
(+/-)	11.22%	-0.99%	14.31%	55.00%
营业利润	62	50	75	114
(+/-)	10.78%	-19.01%	50.71%	51.33%
归属母公司净利润	44	46	68	101
(+/-)	22.38%	5.78%	46.89%	48.13%
每股收益 (元)	0.27	0.29	0.43	0.63
市盈率 (倍)	31	30	20	14

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	16,000/8,226
流通市值 (亿元)	7.07
每股净资产 (元)	3.69
资产负债率 (%)	43.92%

股价表现 (上市以来)



天相消费组

联系人一天相纺织服装组

021-58824282-804 liuyi002@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 摊薄每股收益 0.29 元, 基本符合预期。公司 2008 年实现营业收入 4.89 亿元, 同比下降 0.99%; 营业利润 4997 万元, 同比下降 19.01%; 归属母公司净利润 4648 万元, 同比增长 5.78%, 摊薄每股收益 0.29 元, 基本符合预期。公司 08 年度分配预案: 每 10 股派现金 0.5 元 (含税)。
- 公司 08 年营业利润同比下降 19%, 净利润得以正增长主要受益于所得税率降低。
 - 需求疲软和结构调整导致收入小幅下滑。公司主营精纺呢绒业务, 出口占比 50% 以上。为了应对市场需求疲软, 公司 08 年加强了产品和技术调整力度: 增加高支轻薄类产品的生产、更新设备和流程; 这些因素导致公司产销量有一定幅度的下滑 (6% 左右)。细分市场来看, 海外需求降幅较大, 公司 08 年出口收入下滑 13.76%; 国内需求增速亦逐步放缓, 公司内销收入增速放缓至 14.18%。
 - 毛利率下降和费用率提高拖累营业利润表现。虽然公司 08 年度产品销售均价有所提高 (每米提高 6.62 元), 但仍不足以完全对冲生产成本的上涨, 综合毛利率同比下降 0.80 个百分点至 26.70%。贷款总额和贷款利率导致公司利息支出增加、人民币升值导致汇兑损失增加, 公司财务费用率同比上升 1.44 个百分点。
 - 所得税率降低推动净利润增长。公司被认定为高新技术企业, 08-10 年所得税减按 15% 征收, 公司 08 年法定税率较 07 年大幅降低 18 个百分点。
- 下半年以来公司收入持续负增长, 第四季度大幅下滑。公司第四季度实现营业收入 1.17 亿元, 同比下降 32.05%; 海外市场需求疲软对公司的负面冲击逐渐加深。但公司第四季度毛利率同比大幅提升 5.11 个百分点, 这主要是由于原材料澳毛价格的下跌。原材料价格的下降部分对冲了需求放缓对公司业绩的负面影响。
- 展望 09 年一季度, 我们认为公司业绩仍不容乐观, 主要有以下两点原因:
 - 需求依然深度疲软, 公司收入亦将大幅下滑 (我们预计在 25% 左右)。
 - 原材料成本持续下降爱那个, 但仍不足以完全对冲需求放缓的负面影响。

● **展望 09 全年业绩**，我们预计归属母公司净利润为 6827 万元，同比增长 47%，增速较 07、08 年大幅提高，主要有以下三点原因：

■ 08 年第四季度和 09 年第一季度是出口最黑暗的时期，09 年二季度以后，海外需求有望逐步好转，出口将迎来一定幅度的反弹。

■ 澳毛价格地位运行有助于公司毛利率持续提升。

■ 公司新增 800 万米精纺呢绒生产线将于 09 年 6 月底之前投产，届时公司产能将翻倍；海外需求回暖有助于新增产能拓展市场。

● **公司的主要看点：**

■ 产能扩张项目。

■ 原材料价格降低。

■ 技术和品牌优势：高效短流程嵌入式复合纺纱技术取得革命性突破。

● **盈利预测和评级**。我们预计公司 2009-2010 年的摊薄每股收益分别为 0.43 元和 0.63 元，以昨日收盘价 8.60 元计算，对应的动态市盈率分别为 20X 和 14X，考虑到下游需求回暖和产能释放的刺激作用，上调评级至“增持”。

● **风险提示**：大盘的系统性风险、经济复苏的时间和力度可能不达预期、新增产能的市场开拓可能不达预期。

图表一：业务细分情况

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A
主营业务	28625	32900	42602	48457	47529
增长		14.93%	29.49%	13.75%	-1.92%
其中 出口	13645	15342	26636	27910	24068
增长		12.44%	73.61%	4.78%	-13.76%
内销	14980	17558	15966	20547	23460
增长		17.21%	-9.07%	28.69%	14.18%
其他业务	13555	3647	1838	968	1406
增长		-73.09%	-49.60%	-47.33%	45.29%
合计	42180	36547	44440	49425	48935
增长		-13.35%	21.60%	11.22%	-0.99%

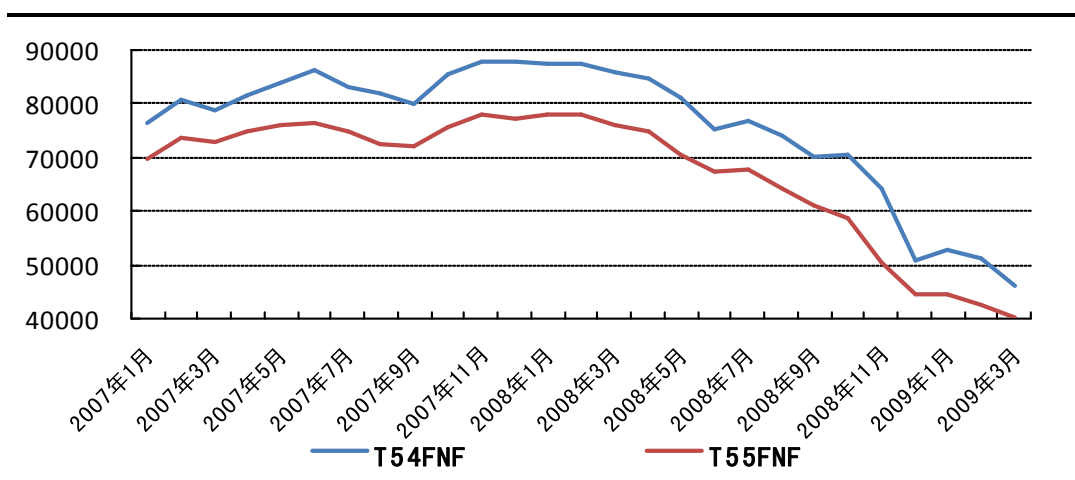
资料来源：天相投顾整理

图表二：季度业绩比较

单位：万元	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
一、营业收入	9632	10056	12484	17252	12470	13766	10976	11723
营业收入增长率	-	-	-	-	29.46%	36.89%	-12.08%	-32.05%
减：营业成本	6788	6904	8881	13261	9254	10667	7535	8412
营业成本增长率	-	-	-	-	36.34%	54.49%	-15.15%	-36.57%
综合毛利率	29.53%	31.34%	28.86%	23.14%	25.78%	22.52%	31.35%	28.25%
营业税金及附加	171	76	95	131	64	88	95	162
销售费用	339	428	382	346	411	329	440	350
销售费用率	3.52%	4.25%	3.06%	2.01%	3.30%	2.39%	4.01%	2.99%
管理费用	789	936	905	880	963	575	700	858
管理费用率	8.19%	9.31%	7.25%	5.10%	7.72%	4.18%	6.38%	7.32%
财务费用	474	533	510	424	529	1248	509	341
资产减值损失	0	337	0	-333	0	280	0	134
期间费用率	16.63%	18.86%	14.40%	9.56%	15.26%	15.63%	15.03%	13.22%
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	6	0	0	0	0	8
二、营业利润	1071	839	1717	2543	1248	579	1696	1474
营业利润增长率	-	-	-	-	16.50%	-30.93%	-1.21%	-42.05%
加：营业外收入	9	13	11	584	0	306	0	547
减：营业外支出	0.2	0.5	0	0	0	156	0	-28
三、利润总额	1080	851	1729	3127	1248	729	1696	2049
减：所得税	356	269	622	1145	312	112	427	224
实际税负比率	33.00%	31.66%	35.98%	36.62%	25.00%	15.33%	25.19%	10.93%
四、净利润	724	582	1107	1982	936	618	1269	1825
归属母公司净利润	724	582	1107	1982	936	618	1269	1825
归属母公司净利润增长率	-	-	-	-	29.31%	6.19%	14.68%	-7.91%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
五、EPS（摊薄、元）	0.045	0.036	0.069	0.124	0.058	0.039	0.079	0.114

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表三：澳毛价格走势



资料来源：第一纺织网、天相投顾整理



图表四：盈利预测表

单位：万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	44439	49425	48935	55940	86707
营业收入增长率	21.60%	11.22%	-0.99%	14.31%	55.00%
减：营业成本	30547	35833	35868	39225	62759
营业成本增长率	16.22%	17.31%	0.10%	9.36%	60.00%
综合毛利率	31.26%	27.50%	26.70%	29.88%	27.62%
税金及附加	444	474	409	475	737
销售费用	1783	1495	1531	1846	2341
销售费用率	4.01%	3.03%	3.13%	3.30%	2.70%
管理费用	3282	3510	3096	3412	4422
管理费用率	7.39%	7.10%	6.33%	6.10%	5.10%
财务费用	2229	1940	2627	3200	4800
财务费用率	5.02%	3.93%	5.37%	5.72%	5.54%
资产减值损失	589	5	414	250	250
期间费用率	16.41%	14.05%	14.83%	15.12%	13.34%
加：公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	5	3	8	0	0
二、营业利润	5570	6170	4997	7532	11397
营业利润增长率	87.55%	10.78%	-19.01%	50.71%	51.33%
加：营业外收入	179	617	852	600	600
减：营业外支出	40	1	127	100	100
三、利润总额	5709	6787	5723	8032	11897
减：所得税	2118	2393	1075	1205	1785
所得税率	37.11%	35.26%	18.78%	15.00%	15.00%
四、净利润	3590	4394	4648	6827	10113
归属母公司净利润	3590	4394	4648	6827	10113
归属母公司净利润增长率	108.79%	22.38%	5.78%	46.89%	48.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0
EPS（摊薄、元）	0.22	0.27	0.29	0.43	0.63

资料来源：公司公告、天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100