

山东如意（002193）：上半年减收增利 中长期关注产能扩张 增持（维持）

纺织服装行业/纺织

当前股价：8.37 元

报告日期：2009 年 08 月 21 日

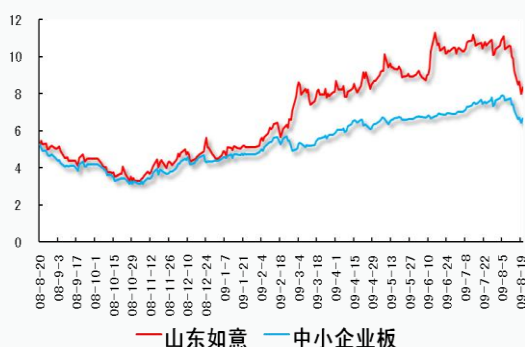
主要财务指标（百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	494	489	450	563
(+/-)	11.2%	-1.0%	-8.0%	25.0%
营业利润	62	50	62	87
(+/-)	10.8%	-19.0%	23.5%	40.6%
归属母公司净利润	44	46	56	78
(+/-)	22.4%	5.8%	20.2%	39.7%
每股收益（元）	0.27	0.29	0.35	0.49
市盈率（倍）	31.2	29.5	24.6	17.6

公司基本情况（2009 年 06 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	16,000/8,227
流通市值（亿元）	6.89
每股净资产（元）	3.77
资产负债率（%）	54.13%

股价表现（最近一年）



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

- **基本每股收益 0.118 元，略差于预期。**公司上半年实现营业收入 2.20 亿元，同比下降 16.04%；营业利润 2299 万元，同比增长 25.81%；归属母公司净利润 1888 万元，同比增长 21.53%，基本每股收益 0.118 元，略差于市场预期。
- **公司主营“如意”牌的中高端精纺呢绒业务，以出口为主，在业内具备领先的技术优势和品牌优势，拥有较高的产品附加值。**公司上半年减收增利主要得益于综合毛利率提升和实际所得税率下降。
 - **公司上半年营业收入同比下降 16.04%，**主要原因在于国际市场需求下降（出口收入同比下降 20.52%），同时公司进行了产品结构调整（压缩总量、增加高附加值产品比重）；而国内市场相对稳定（同比增长 2.62%）。
 - **公司上半年综合毛利率为 29.58%，同比提升 5.51 个百分点，**主要得益于产品结构调整和生产成本下降：一、针对疲软的市场需求，公司进行产品结构调整，提高了高附加值和高技术含量产品的比重，产品单价有所提升；二、公司的主要原料为澳洲羊毛，上半年澳洲羊毛价格同比有较大降幅（降幅超过 30%）。价格提升对毛利率贡献较大。
 - **实际所得税率降低进一步推升净利润。**公司上半年实际所得税率为 16.08%，同比降低 5.35 个百分点，主要原因在于公司入选高新技术企业后 2008-2010 年所得税率降低至 15%（但公司 2008 年已按 25%征收，会计上未调整）。
- **展望公司 2009 年，我们预计归属母公司净利润为 5587 万元，同比增长 20.2%，公司全年业绩仍将呈现“减收增利”态势，**主要原因在于以下两点：
 - 随着下游需求逐步企稳和回升，公司季度收入增速将好转，但全年收入仍将负增长（我们初步预计下降 8%左右）。
 - 受益于原材料价格下降和产品结构优化，公司毛利率将维持在较高水平（2009 年同比提升近 6 个百分点）。
- **中长期关注产能扩张项目。**公司新增 800 万米生产线近期已进入试生产阶段（进度低于市场预期，主要原因可能在于市场需求依然较为低迷），预计公司 2009 年底产能将翻倍。国际市场需求逐步企稳和回暖使得公司产能扩张正当其时，如果 2010 年国外市场需求回暖进度符合预期，公司 2010 年产能扩张将大幅提升经营业绩。

● 公司基本面的主要看点：

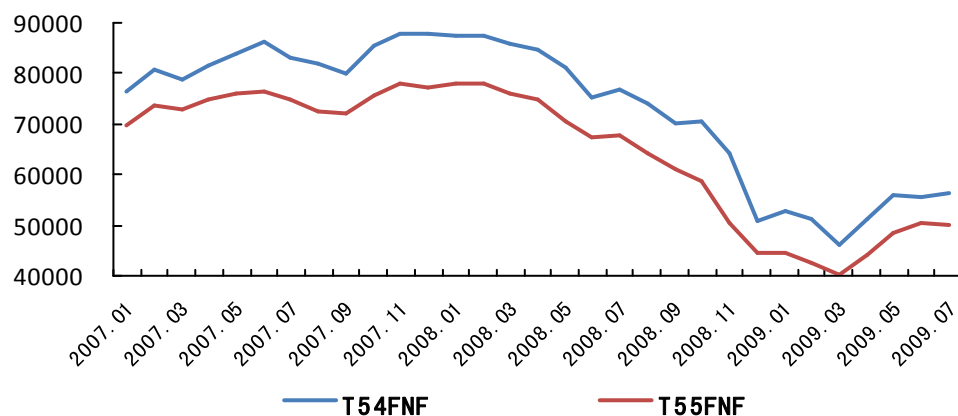
- 800 万米精纺呢绒产能扩张项目使得 2010 年产能翻倍。
- 原材料澳毛价格持续低位运行和产品结构优化有助于公司提高盈利能力。
- 技术优势：高效短流程嵌入式复合纺纱技术取得革命性突破，技术优势有助于公司降低成本和提高差异化水平。
- 品牌优势：高端定位和精品战略有助于公司提高产品附加值，规避低端产能的竞争。

● **盈利预测和评级。**我们预计公司 2009-2010 年的基本每股收益分别为 0.35 元和 0.49 元，以 8 月 20 日收盘价 8.37 元计算，对应的动态市盈率分别为 24X 和 17X，当前估值水平适中，长期成长性显著，近期股价的下跌创造买点，我们维持其“增持”的投资评级。

● 风险提示：

- 大盘的系统性风险、
- 经济复苏的步伐和力度可能不达预期、
- 新增产能释放力度和市场开拓力度可能不达预期、
- 原材料价格上升和财务费用率上升可能导致公司盈利能力不达预期。

图：澳大利亚羊毛价格走势



资料来源：第一纺织网、天相投顾整理



表一：山东如意季度业绩比较

单位：万元	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
一、营业收入	12470	13766	10976	11723	10761	11266
营业收入增长率	29.46%	36.89%	-12.08%	-32.05%	-13.71%	-18.16%
减：营业成本	9254	10667	7535	8412	7863	7649
营业成本增长率	36.34%	54.49%	-15.15%	-36.57%	-15.04%	-28.29%
综合毛利率	25.78%	22.52%	31.35%	28.25%	26.93%	32.11%
营业税金及附加	64	88	95	162	97	24
销售费用	411	329	440	350	243	369
销售费用率	3.30%	2.39%	4.01%	2.99%	2.26%	3.27%
管理费用	963	575	700	858	739	688
管理费用率	7.72%	4.18%	6.38%	7.32%	6.87%	6.11%
财务费用	529	1248	509	341	528	1315
资产减值损失	0	280	0	134	0	214
期间费用率	15.26%	15.63%	15.03%	13.22%	14.03%	21.05%
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	8	0	0
二、营业利润	1248	579	1696	1474	1291	1007
营业利润增长率	16.50%	-30.93%	-1.21%	-42.05%	3.49%	73.88%
加：营业外收入	0	306	0	547	50	0
减：营业外支出	0	156	0	-28	1	98
三、利润总额	1248	729	1696	2049	1340	909
减：所得税	187	237	427	224	201	161
实际税负比率	15.00%	32.43%	25.19%	10.93%	15.00%	17.68%
四、净利润	1061	493	1269	1825	1139	748
归属母公司净利润	1061	493	1269	1825	1139	748
归属母公司净利润增长率	46.57%	6.19%	14.68%	-7.91%	7.43%	51.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
五、EPS（摊薄、元）	0.066	0.031	0.079	0.114	0.071	0.047

资料来源：公司公告、天相投顾整理



表二：山东如意盈利预测

单位：万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	44439	49425	48935	45020	56275
营业收入增长率	21.6%	11.2%	-1.0%	-8.0%	25.0%
减：营业成本	30547	35833	35868	30413	37712
营业成本增长率	16.2%	17.3%	0.1%	-15.2%	24.0%
综合毛利率	31.26%	27.50%	26.70%	32.45%	32.99%
税金及附加	444	474	409	383	478
销售费用	1783	1495	1531	1351	1688
销售费用率	4.0%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
管理费用	3282	3510	3096	2701	3095
管理费用率	7.4%	7.1%	6.3%	6.0%	5.5%
财务费用	2229	1940	2627	3600	4221
财务费用率	5.0%	3.9%	5.4%	8.0%	7.5%
资产减值损失	589	5	414	400	400
期间费用率	16.41%	14.05%	14.83%	17.00%	16.00%
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	6173	8681
营业利润增长率	87.5%	10.8%	-19.0%	23.5%	40.6%
加：营业外收入	179	617	852	500	600
减：营业外支出	40	1	127	100	100
三、利润总额	5709	6787	5723	6573	9181
减：所得税	2118	2393	1075	986	1377
所得税率	37.11%	35.26%	18.78%	15.00%	15.00%
四、净利润	3590	4394	4648	5587	7804
归属母公司净利润	3590	4394	4648	5587	7804
归属母公司净利润增长率	108.8%	22.4%	5.8%	20.2%	39.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0
EPS（摊薄、元）	0.22	0.27	0.29	0.35	0.49

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