

山东如意 (002193)

原料价格下降及新技术应用提升毛利率

——山东如意 09 中报点评

李质仙	张威
010-59312812	010-59312817
lizhixian@gtjas.com	zhangwei7452@gtjas.com

本报告导读:

- 上半年公司凭借毛利率的提升在收入下滑的情况下实现了利润20%以上的增长。预计09、10年EPS分别为0.35元、0.64元，维持“增持”评级。

投资要点:

- 09年上半年，公司完成销售收入2.2亿元，同比下降16.04%；实现利润总额2250万元，净利润1888万元，分别同比增长13.78%和21.53%。每股收益0.12元。
- 海外订单减少以及价格下降是收入下降的主要原因。上半年公司出口收入1.31亿元，同比下降20.52%；国内市场依然稳定，上半年完成收入8784万元，同比增加2.62%。
- 上半年公司综合毛利率29.58%，同比提高5.51个百分点。在收入下滑的情况下依然实现了净利润20%以上的增长。羊毛价格的下降以及新技术的应用是毛利率提升的主要原因。上半年新技术的应用比例达到15%。
- 截至6月底，公司流动比率0.80，速动比率0.58，同比分别下降0.7和0.55。资产负债率由38.99%上升至54.13%。此外，上半年公司财务费用率高达8.36%，同比提高1.59个百分点。显示公司面临的资金压力较大。
- 公司老厂房搬迁以及新增产能的投产都将于9月底全部完成，较此前预期拖后了3个月，会对公司09年业绩造成一定的负面影响，但不影响2010年以后业绩。
- 新产能的释放和新技术应用比例的提高是未来公司业绩增长的主要推动力。根据中报情况，我们调整公司09、10年每股收益至0.35元和0.64元。新产能投产后公司产能将实现翻番，业绩具有很大的增长空间，是出口复苏背景下较好的投资品种。维持“增持”评级和10元目标价。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥10.00

上次预测: ¥10.00

当前价格:

¥8.37

2009.08.21

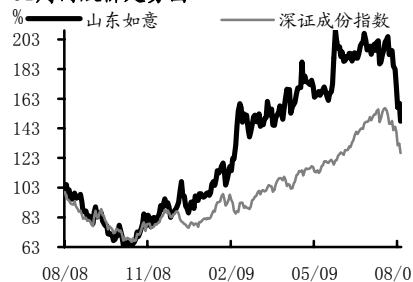
交易数据

52周内股价区间(元)	3.25 ~ 11.69
总市值(百万元)	1,280
总股本/流通A股(百万股)	160/82
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量(百万股)	4.0
日均成交值(百万元)	31.4

资产负债表摘要(06/09)

股东权益(百万元)	603
每股净资产	3.77
市净率	2.22
资产负债率	54.13%

52周内股价走势图



财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	494	489	502	957	1072
(+/-)%	11	-1	3	91	12
经营利润(EBIT)	81	76	93	177	203
(+/-)%	4	-6	22	90	15
净利润	44	46	56	102	116
(+/-)%	22	6	21	81	14
每股净收益(元)	0.55	0.29	0.35	0.64	0.73
每股股利(元)	0.10	0.05			

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)					
市盈率					
股息率(%)					

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

产能扩张与新技术应用推动业绩高速增长

(09.04.16)

新技术带来传统纺纱革命性突破

(09.02.26)

表 1: 山东如意主要财务指标

	2006	2007	2008	2009Q1	2009H1	2008H1
流动比率	0.99	1.75	1.18	1.18	0.80	1.50
速动比率	0.77	1.36	0.88	0.90	0.58	1.13
资产负债率	57.99%	38.10%	43.92%	46.78%	54.13%	38.99%
毛利率	31.26%	27.50%	26.70%	26.93%	29.58%	24.07%
销售费用率	4.01%	3.03%	3.13%	2.26%	2.78%	2.82%
管理费用率	7.39%	7.10%	6.33%	6.87%	6.48%	5.86%
财务费用率	5.02%	3.93%	5.37%	4.90%	8.36%	6.77%
营业利润率	12.52%	12.48%	10.20%	12.00%	10.44%	6.96%
净利润率	8.08%	8.89%	9.50%	10.59%	8.57%	5.92%
净资产收益率	13.33%	7.92%	7.87%	1.89%	3.13%	2.77%
应收账款周转率	4.51	5.07	3.71	0.78	1.30	2.64
存货周转率	3.49	3.50	2.63	0.56	1.05	1.53
总资产周转率	0.70	0.64	0.50	0.11	0.19	0.33

数据来源: 国泰君安证券

表 2: 山东如意利润表预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	49425	48935	50160	95680	107162
营业成本	35833	35868	35509	67673	75549
毛利润	13591	13067	14651	28007	31613
营业税金及附加	474	409	502	957	1072
销售费用	1495	1531	1505	3062	3215
管理费用	3510	3096	3260	6219	6966
财务费用	1940	2627	3511	6506	6966
资产减值损失	5	414	50	50	50
投资收益	3	8	5	5	5
营业利润	6170	4997	5828	11218	13350
营业外收入	617	852	1000	1000	500
营业外支出	1	127	200	200	200
利润总额	6787	5723	6628	12018	13650
所得税	2393	1075	994	1803	2048
净利润	4394	4648	5634	10215	11603
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	4394	4648	5634	10215	11603
总股本(万股)	8000	16000	16000	16000	16000
每股收益(元)	0.55	0.29	0.35	0.64	0.73

数据来源: 国泰君安证券

作者简介:

李质仙: 中国人民大学研究生院金融学专业。经济师。国泰君安证券研究所首席研究员。兼中国家用纺织品行业协会常务理事、中国纺织企业家联合会常务理事、中国纺织规划研究会理事、中纺投资、申达股份独立董事。2003—2008 获《新财富》组织评选的纺织行业“最佳分析师”。1984 年起任大型纺织企业营销负责人，1989 年起任纺织工业部干部、副处长，1998 年起就职于国泰君安证券公司。

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券研究所纺织服装行业助理研究员，08 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com