

山下湖 (002173): 珍珠行业景气度回升

中性 (维持)

农林牧渔行业/水产行业

当前股价: 14.11 元

报告日期: 2009 年 10 月 20 日

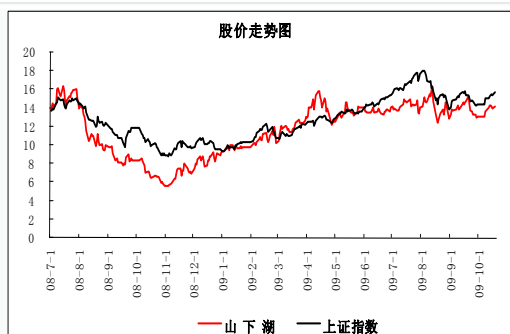
主要财务指标 (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	29,198	34,408	32,949	36,850
(+/-)	22.35%	17.84%	-4.24%	11.84%
营业利润	5,094	5,526	3,042	6,191
(+/-)	29.47%	8.48%	-44.94%	103.48%
归属于母公司 的净利润	3,543	3,736	2,220	4,060
(+/-)	35.12%	5.45%	-40.58%	82.89%
每股收益 (元)	0.35	0.37	0.22	0.40
市盈率 (倍)	40	38	64	35

公司基本情况 (2009 年 9 月 30 日止)

总股本/已流通股 (万股)	10,050/2,550
流通市值 (亿元)	3.60
每股净资产 (元)	3.60
资产负债率 (%)	42.99

股价表现 (最近一年)



天相农业食品组

联系人 — 叶烽

021-58824282-823 yef@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 2.41 亿元, 同比下降 17.34%; 营业利润 0.15 亿元, 同比下降 70.31%; 归属母公司所有者净利润 0.11 亿元, 同比下降 65.24%, 实现每股收益 0.13 元。7-9 月份, 公司实现营业收入 1.01 亿元, 同比增长 20.86%, 营业利润 552 万元, 同比增长 56.52%, 归属母公司所有者净利润 470 万元, 同比增长 117.17%, 实现每股收益 0.05 元。同时, 公司预计 2009 年归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比下降 50%-70%。
- 公司前三季度收入和净利润降幅环比缩窄。报告期内, 公司前三季度营业利润继续大幅下滑, 但下降幅度相比较上半年缩窄了 15.23 个百分点。从毛利率看, 前三季度公司毛利率为 23.32%, 同比下降 10.15 个百分点, 但相比上半年回升 0.75 个百分点。从费用率来看, 由于营业收入的回升, 前三季度公司的费用率环比下降了 1 个百分点。
- 公司第三季度盈利单季度实现正增长。第三季度单季, 公司营业收入和净利润都实现了正增长, 而且增长保持在 20% 以上的较快速度。这么快的增长主要是由于去年第三季度受到金融危机的影响, 公司营业收入和盈利都处于较低水平。从从毛利率来看, 公司第三季度毛利率同比提升了 2.39 个百分点, 环比增长了 1.29 个百分点, 至 23.9%, 已经恢复到 2007 年三季度的水平。
- 珍珠行业已经复苏, 风险依然存在。我们认为, 公司的财务数据显示出, 国内的珍珠行业以及珍珠出口已经熬过了最困难的时期, 景气度正在缓慢回升。我们预计公司第四季度的盈利能力和财务状况将得到持续的改善。但从整体行业的复苏状况来看, 由于珍珠饰品等消费属于可选类消费, 因此其复苏的步伐可能要滞后于经济复苏的步伐, 同时, 由于我国的珍珠产品很大部分用于出口, 因此, 出口的复苏进度将直接影响国内珍珠行业的复苏。而目前欧美等国家的贸易保护主义政策或将给珍珠行业的复苏带来很大的不确定性。
- 盈利预测和评级。我们预计公司 09-10 年的 EPS 为 0.22 元和 0.4 元, 按照上一个交易日股价 14.11 元计算, 对应的动态市盈率为 64X 和 35X, 维持公司的“中性”投资评级。
- 风险提示: 1) 大盘下跌风险; 2) 出口的不确定性给珍珠行业复苏带来的不确定。



图表：山下湖（002200）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	29,198	34,408	32,949	36,850
增长率	22.35%	17.84%	-4.24%	11.84%
减：营业成本	20,298	24,068	24,826	26,137
综合毛利率	30.48%	30.05%	24.65%	29.07%
营业税金及附加	438	356	362	405
销售费用	410	511	725	553
管理费用	1,546	1,826	1,911	1,953
财务费用	1,621	1,821	1,483	1,511
期间费用率	12.25%	12.08%	13.60%	12.00%
资产减值损失	(209)	300	700	200
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	100	100
营业利润	5,094	5,526	3,042	6,191
增长率	29.47%	8.48%	-44.94%	103.48%
加：营业外收入	315	69	82	92
减：营业外支出	106	149	100	37
利润总额	5,304	5,446	3,025	6,246
减：所得税费用	1,307	1,155	605	1,499
净利润	3,997	4,291	2,420	4,747
归属母公司所有者的净利润	3,543	3,736	2,220	4,060
增长率	35.12%	5.45%	-40.58%	82.89%
少数股东损益	455	555	200	687
每股收益	0.35	0.37	0.22	0.40
市盈率	40	38	64	35

资料来源：天相投资顾问有限公司

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：100032
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：100034
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：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014