

鲁泰 A (000726)

具有全球竞争力的色织布龙头公司

—鲁泰 A 深度研究报告

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

本报告导读:

- 公司具有低风险、高分红的特征。综合考虑PE和DDM的估值结果,公司合理价值为9元。维持“增持”评级。

投资要点:

- 公司是全球最大的色织布生产商。1994-2007 年,销售收入和净利润年复合增长率分别为 31.73%和 39.63%。主导产品面料和衬衣收入占营业收入 90%以上。2000-2007 年,公司面料和衬衣的销售收入复合增长率为 29.02%和 41.18%。高附加值的衬衣占比逐年提升。
- 09 年行业成本压力明显缓解:棉花及化纤等原料价格同比下降 20%以上;劳动力成本压力缓解;人民币升值对出口的负面影响基本消除;政策累计效果在 09 年集中体现,如多次提高出口退税率降低企业成本,多次降息降低财务费用,增值税转型降低折旧费用;燃料动力成本下降等。预计 09 年纺织企业成本将下降 10%以上。金融危机以来,海外订单向优势大企业集中的趋势明显。因此,09 年优势企业业绩或将超出目前悲观的预期。
- 公司强大的生产能力、优良的技术装备、高标准的产品质量、持续的产品开发、丰富的技术储备、以及完善的产业链,奠定了全球色织布行业的领先地位。
- 完整产业链使公司可以从源头控制产品质量;可以减少对上下游企业的依赖,规避上下游传递的风险;可以获得较高的毛利率。07 年公司毛利率达 26%,同期棉纺行业平均毛利率仅为 9.45%。
- 公司研发费用占销售收入的比重逐年提升,07 年达到 5.21%(纺织行业平均不到 1%)。公司自主研发的多项产品和技术处于国际先进水平。新产品与技术储备丰富。
- 预计公司 08、09、10 年的 EPS 分别为 0.59 元、0.63 元和 0.68 元。结合 PE 与 DDM 的估值结果,公司的合理股价为 9 元。维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	3003	3811	3921	4305	4499
(+/-)%	34	27	3	10	4
经营利润 (EBIT)	481	617	692	801	873
(+/-)%	4	28	12	16	9
净利润	357	484	58277	62575	67659
(+/-)%	7	36	27	7	8
每股净收益 (元)	0.40	0.54	0.59	0.63	0.68
每股股利 (元)	0.37	0.22	0.29	0.32	0.34

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率 (%)	16	16	18	19	19
净资产收益率 (%)	17	20	24	24	24
投入资本回报率 (%)	18	22	19	23	24
EV/EBITDA	11	10	9	9	9
市盈率	9	13	12	11	10
股息率 (%)	93	41	50	50	50

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥9.00

上次预测: ¥8.50

当前价格:

¥7.45

2009.02.06

交易数据

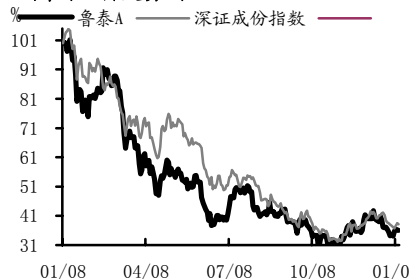
52 周内股价区间 (元)	5.55 ~ 17.78
总市值 (百万元)	6,516
总股本/流通 A 股 (百万股)	995/775
流通 B 股/H 股	324/0
流通股比例	0.78
日均成交量 (百万股)	4.0
日均成交值 (百万元)	36.6

资产负债表摘要 (09/08)

股东权益 (百万元)	2769
每股净资产	2.99
市净率	2.19
净现金 (百万元)	923

EPS (元)	2007A	2008E
Q1	0.23	0.13
Q2	0.02	0.17
Q3	0.14	0.15
Q4	0.15	0.14
全年	0.54	0.59

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9.9	7.4	-62.6
相对指数	-4.6	2.1	2.1

相关报告

- 高分红、低风险的投资品种 (08.12.26)
- 技术创新推动业绩增长 (08.08.15)

模型更新时间: 2009.02.06

股票研究

纺织服装业

纺织及服装制造业

鲁泰 A(000726)

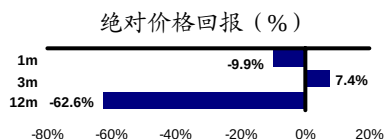
评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥9.00

上次预测: ¥8.50

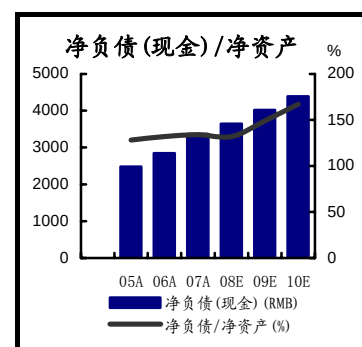
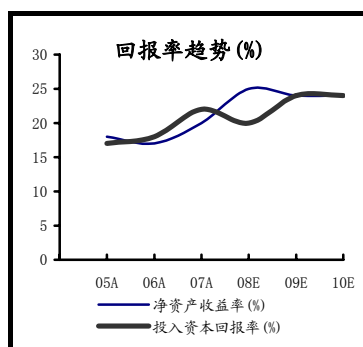
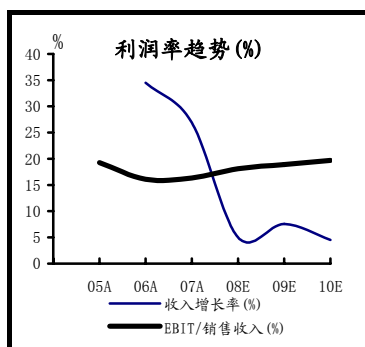
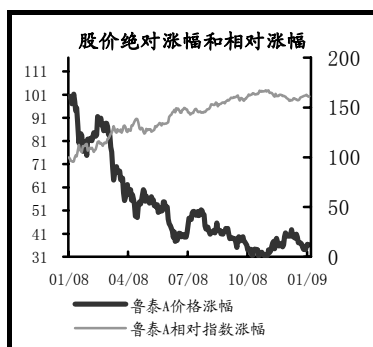
当前价格: ¥7.45



52 周价格范围 5.55~17.78
市值 (百万) 6,516

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表						
营业收入	2233	3003	3811	3921	4305	4499
营业成本	1550	2214	2825	2862	3143	3249
税金及附加	2	3	3	3	3	4
营业费用	63	80	117	129	129	135
管理费用	188	222	243	227	228	238
EBIT	430	484	623	699	801	873
公允价值变动收益	0	3	7	2	2	2
投资收益	-1	4	9	5	0	0
财务费用	90	103	110	35	60	58
营业利润	373	377	507	657	741	814
所得税	50	39	41	107	116	125
少数股东损益	22	17	24	26	30	33
净利润	311	340	460	583	626	677
资产负债表						
货币资金、交易性金融	215	327	340	370	400	430
其他流动资产	1223	1404	1478	1518	1554	1589
长期投资	15	0	0	0	0	0
固定资产合计	2838	3099	3840	4200	4500	4600
无形资产及其他资产	126	177	212	230	252	261
资产合计	4416	5007	5870	6422	6714	7025
流动负债	1984	2437	3007	3300	3700	4100
长期负债	497	411	358	350	320	290
股东权益	1737	1967	2266	2475	2602	2813
投入资本(IC)	2234	2378	2624	2825	2922	3103
现金流量表						
NOPLAT	373	437	574	552	692	753
折旧与摊销	218	256	283	270	270	280
流动资金增量	156	181	292	282	422	473
资本支出		261	741	360	300	100
自由现金流		441	(145)	187	291	540
经营现金流	469	609	495	520	540	590
投资现金流	(540)	(601)	(880)	(800)	(900)	(500)
融资现金流	(61)	101	376	970	100	100
现金流净增加额	(136)	109	6	690	(260)	190
财务指标						
成长性						
收入增长率		34%	27%	3%	10%	4%
EBIT 增长率		13%	29%	12%	15%	9%
净利润增长率		9%	35%	27%	7%	8%
利润率						
毛利率	31%	26%	26%	27%	27%	28%
EBIT 率	19%	16%	16%	18%	19%	19%
净利润率	15%	12%	13%	16%	15%	16%
收益率						
净资产收益率(ROE)	18%	17%	20%	24%	24%	24%
总资产收益率(ROA)	8%	7%	8%	9%	10%	10%
投入资本回报率	17%	18%	22%	19%	23%	24%
运营能力						
存货周转天数	191	133	129	110	120	125
应收账款周转天数	14	13	11	12	12	11
总资产周转率	722	608	562	550	520	500
净利润现金含量						
资本支出/收入		0.09	0.19	0.09	0.07	0.02
偿债能力						
资产负债率	56%	57%	57%	57%	60%	62%
净负债率	128%	132%	134%	132%	149%	167%
估值比率						
PE	9.49	8.70	13.47	11.95	11.13	10.29
PB	1.70	1.50	2.73	2.06	2.12	2.17
EV/EBITDA	12.29	11.12	9.65	9.27	8.71	8.39
P/S	2.56	1.90	1.50	1.46	1.33	1.27
股息率	41%	93%	41%	50%	50%	50%



正文目录

1. 公司基本情况.....	5
1.1. 快速成长的色织布龙头公司	5
1.2. 股权结构合理，股东回报丰厚	5
1.3. 主营业务突出，产品结构优化	6
2. 行业背景.....	7
2.1. 2007 年起我国纺织品服装出口增速下降	7
2.2. “中国制造”市场占有率仍在提升	8
2.3. 行业成本压力缓解	9
2.4. 金融危机背景下出口订单向优势大企业集中	11
3. 公司竞争优势.....	11
3.1. 强大的生产能力	11
3.2. 完善的产业链抵御上下游波动风险	12
3.3. 领先的技术研发水平	12
3.4. 多元化的出口结构、稳定的客户资源和丰富的贸易经验	13
3.5. 服装内销有望成为潜在业绩增长点	14
4. 盈利预测与估值.....	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 公司估值	16
5. 投资建议.....	17

图表目录

图 1	鲁泰收入利润增长情况（1994-2007）	5
图 2	鲁泰产品销售地域结构	6
图 3	鲁泰面料、衬衣产品销售情况	6
图 4	中国纺织品服装出口额及同比增速（2000-2008）	7
图 5	主要国家纺织品服装出口增速比较（2007）	8
图 6	全球纺织品出口额分布	8
图 7	全球服装出口额分布	9
图 8	中国纺织品服装出口额占全球纺织品服装出口额比重	9
图 9	08 年棉与替代纤维价格走势	10
图 10	纺织品服装出口退税率变化情况	10
图 11	鲁泰产业链结构	12
图 12	鲁泰主要产品毛利率情况	12
图 13	鲁泰近年研发费用占销售收入比重	13
图 14	鲁泰长期借款结构（2008H1）	13
图 15	鲁泰出口结构变化趋势（2000-2008H1）	13
图 16	鲁泰 A 股上市以来 PE 变化情况	16
表 1	鲁泰历年分红送股情况	6
表 2	鲁泰控股子公司情况	7
表 3	鲁泰主要产品的产能、产量变化（2005-2007）	11
表 4	鲁泰主要客户	14
表 5	鲁泰 2008-2010 年销售量、销售价格及汇率假定	15
表 6	鲁泰 2008-2010 年主营业务收入及成本预测	15
表 7	鲁泰主要财务指标预测	15
表 8	鲁泰利润表预测	16
表 9	DDM 估值假设	17
表 10	鲁泰股利贴现表	17

1. 公司基本情况

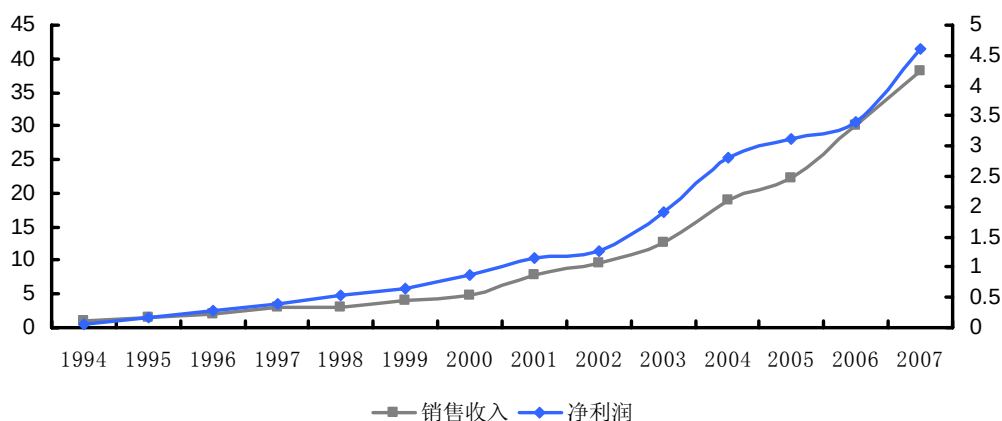
1.1. 快速成长的色织布龙头公司

鲁泰公司成立于 1990 年 3 月，1993 年 2 月通过改制成为股份制企业；1997 年 8 月登陆资本市场，发行 8000 万 B 股；2000 年 12 月首发 A 股 5000 万股；2008 年 12 月增发 A 股 1.5 亿股。不到 20 年的发展历程中，公司经历了合资、改制、发行 B 股、A 股及增发，由一家小型单一纺纱企业逐步发展成为集棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理、成衣制造、终端销售于一体，产业链完善的企业。2008 年，公司色织布产能达到 1.3 亿米、衬衫产能 1500 万件，是亚洲乃至全球最大的色织布生产商。

08 年前三季度，公司完成销售收入 28.8 亿元，同比增长 2.65%；实现净利润 4.47 亿元，同比增长 36.74%。1994-2007 年间，公司的销售收入和净利润的年复合增长率分别达到 31.73%和 39.63%。

图 1 鲁泰收入利润增长情况（1994-2007）

单位：亿元



数据来源：公司公告、国泰君安研究所

1.2. 股权结构合理，股东回报丰厚

上市之初，淄博鲁诚纺织有限公司和泰纶（泰国）纺织有限公司为鲁泰的并列大股东，此后鲁诚纺织通过在二级市场增持，持股比例超过泰纶。按 08 年 12 月公开增发后的总股本计算，鲁诚纺织持股比例 12.40%，为第一大股东，泰纶持股比例为 11.88%。

鲁诚纺织由 39 名自然人出资设立，董事长刘石祯持股 21%，其余股东持股比例均不超过 10%。刘石祯通过鲁诚纺织间接持有上市公司 3.01% 的股权，为鲁泰的实际控制人。

鲁泰民营与外资相结合的股权结构，避免了“一股独大”的弊病，经营决策相对民主化。此外，大股东鲁诚纺织由自然人持股，股权相对分散，多位股东在上市公司担任高管，使得股东与高管的利益高度一致，并与公司效益密切相关，有利于提升企业的经营效率。

特殊的股权结构还决定了公司高分红的特征。自上市以来，分红率从未低于 40%。1997-2007 年间，公司累计分红 11.98 亿元。鲁泰 97 年 B 股发行价格为 1.93 元，若发行时持有 1 股鲁泰至 07 年，持股增加为 4.056 股，累计分红 6.1 元，股东回报丰厚。

假定公司 08 年分红率为 50%，按目前股价计算，公司 A、B 股的股息收益率分别为 4.34%和 7.33%，均高于 1 年期人民币定期存款利率。

表 1: 鲁泰历年分红送股情况

	每股收益 (元)	每股分红 (元)	送股比例	每股累计 分红(元)	股份累计	总股本 (万股)	分红总额 (万元)
1997	0.25	0.31	0	0.31	1	15830	4844
1998	0.33	0.27	0	0.58	1	15830	4242
1999	0.41	0.32	0	0.90	1	15830	5034
2000	0.42	0.04	0.3	0.90	1.3	5000	185
2000	0.42	0.48	0.3	1.38	1.3	15830	7551
2001	0.42	0.32	0.3	1.80	1.69	27079	8611
2002	0.36	0.3	0.2	2.30	2.028	35203	10561
2003	0.45	0.38	0	3.07	2.028	42243	15841
2004	0.66	0.38	0	3.84	2.028	42243	15841
2005	0.74	0.3	0	4.45	2.028	42243	12673
2006	0.4	0.37	1	5.20	4.056	42243	15706
2007	0.54	0.22	0	6.10	4.056	84486	18756

数据来源：公司公告、国泰君安研究所

注：2000 年 12 月公司首次发行 A 股，当年 A 股股东每股分红 0.04 元，B 股股东每股分红 0.48 元

1.3. 主营业务突出，产品结构优化

公司主要产品为色织布面料和衬衣。为满足客户需求，近年新增加了匹染布面料。08 年公司色织布产量 1.3 亿米，匹染布 4000 万米。公司生产的面料 85%直接销售，另有 15%缝制成衬衣后销售。根据 08 年中报数据，面料产品完成销售收入 12.46 亿元，衬衣销售收入 4.6 亿元，面料与衬衣合计占营业收入的比重为 91.81%，占毛利润比重为 95.07%。2000-2007 年，公司面料和衬衣的销售收入复合增长率分别达到 29.02%和 41.18%。高附加值、深加工的衬衣产品比重逐年提高。

公司产品以出口为主，内销比重为 14%。海外市场中，欧美占比为 26%，东南亚、日韩和香港，占比分别为 19%、14%和 11%，对其他国家的出口占 16%左右。

图 2 鲁泰产品销售地域结构 (2008H1)

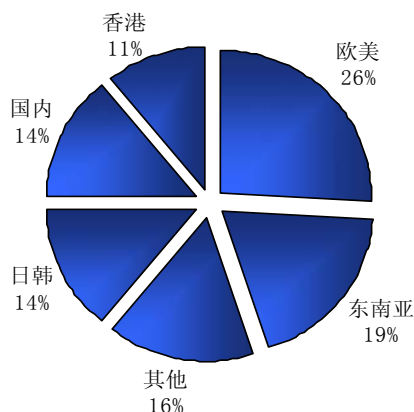
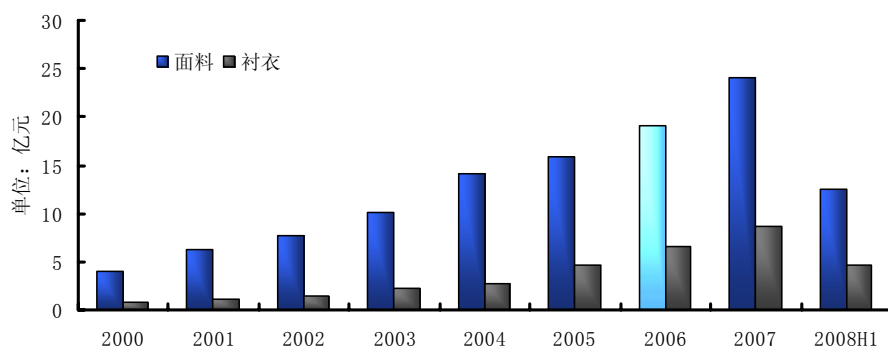


图 3 鲁泰面料、衬衣产品销售情况



数据来源：公司公告、国泰君安研究所

除纺织相关业务外，公司控股子公司鲁泰环中公司从事中成药的生产销售；鑫胜热电经营发电、供气等业务。这些业务在收入结构中占比较少，对公司业绩无明显影响。

表 2：鲁泰控股子公司情况

单位：万元

公司名称	持股比例 (%)	总资产 2007	主营收入 2007	净利润 2007	主营业务范围
北京鲁泰	60	1586	2390	80	服装生产、销售
北京思创	60	7924	7702	823	国内终端零售
鲁泰（香港）	100	2372	6217	914	进出口贸易
鲁泰环中	75	8766	1988	-800	中成药生产、销售
新疆鲁泰	57	63190	52100	1855	棉花种植
鲁丰织染	75	83824	63085	5764	匹染布生产、销售
鲁群纺织	100	56326	18322	2273	棉纱生产
鑫胜热电	100	24278	19307	-525	电力、蒸汽、热水

数据来源：公司公告、国泰君安研究所

2. 行业背景

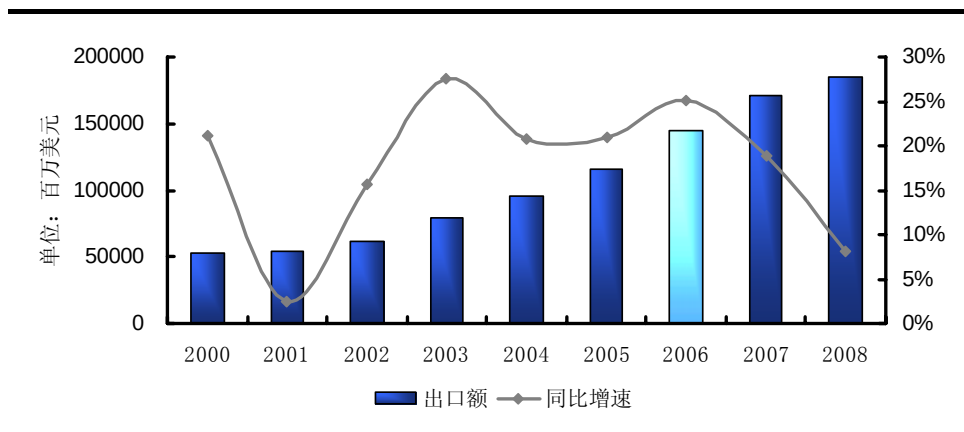
2.1. 2007 年起我国纺织品服装出口增速下降

中国是全球最大的纺织品服装出口国。2000-2008 年间，中国纺织品服装的年出口复合增长率 17.15%，其中纺织品 19.11%，服装 16.19%；比同期全球纺织品和服装的贸易增速分别高出 13.75 和 9.01 个百分点。

自 2007 年开始，纺织行业出口增速呈现下降趋势，07 年纺织品服装出口额同比增长 18.83%，增速同比下降 6.22 个百分点；08 年纺织品服装出口额同比增速进一步降至 8.18%。

纺织品出口增速的下降可以分为两个阶段，第一阶段自 07 年初至 08 年中期，导致出口增速下降的原因是人民币持续升值、出口退税率下调、原材料和劳动力价格上涨等因素造成国内纺织行业成本上涨；第二阶段自 08 年下半年开始，这一阶段成本压力有所缓解，但世界各国深陷经济危机，对纺织品的需求出现下滑，是我国纺织品出口增速下降的主要原因。

图 4 中国纺织品服装出口额及同比增速（2000-2008）

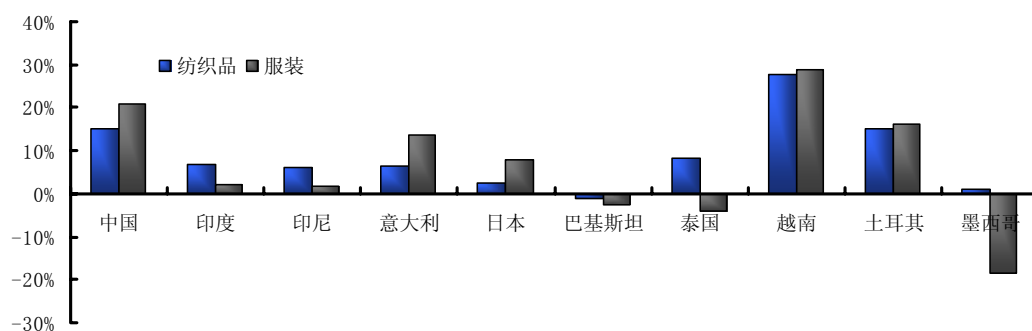


数据来源：WTO、海关总署、国泰君安研究所

2.2. “中国制造”市场占有率仍在提升

尽管增速较此前有所下降，但中国仍是全球纺织品服装出口额增长最快的国家之一。图 6 列出了主要纺织品出口国 2007 年的出口增速。可以看出，越南增长最快，07 年纺织品和服装出口同比增速分别达到 27.79%和 28.80%；土耳其的出口增速与中国接近；其余国家中，印度、印尼、意大利、日本等国 07 年出口增速均不超过 10%；巴基斯坦、泰国和墨西哥的出口甚至出现负增长。而唯一增速高于中国的越南，07 年的纺织品服装出口总额仅为中国纺织品服装出口额的 4.99%，难以对中国纺织品出口形成真正的威胁。

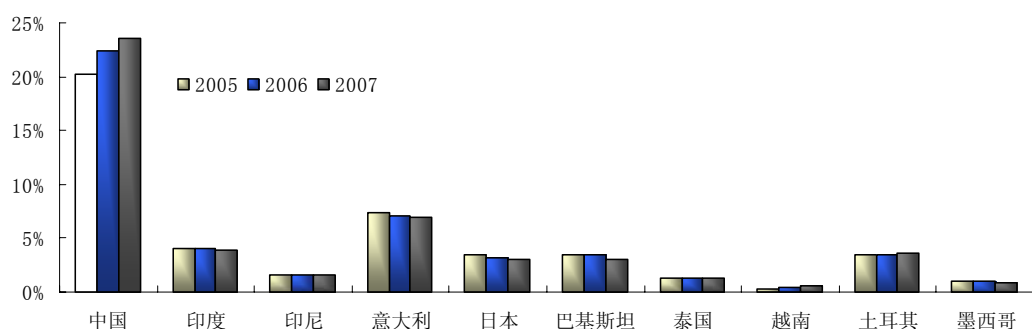
图 5 主要国家纺织品服装出口增速比较（2007）



数据来源：WTO、国泰君安研究所

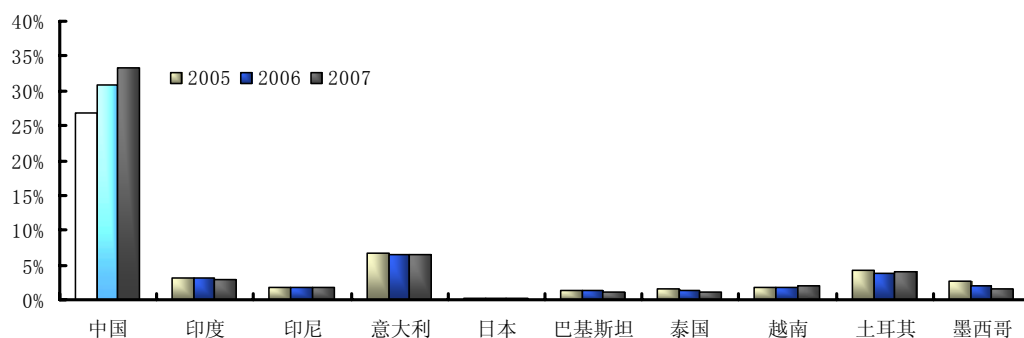
中国纺织品服装出口额在全球纺织品服装贸易额中所占比重也逐年提高，05-07 年分别为 24.03%、27.31%和 29.34%。而其他主要纺织品出口国（除越南外）的纺织品服装出口额占比均有所下降。从以上数据可以看出，尽管近年来受诸多因素影响，中国纺织品的成本优势有所下降，但中国纺织业庞大的生产规模、完善的产业配套、高素质的劳动力、日益提高的产品品质、多元化的出口结构是其他国家所不具备的。这些因素决定了中国纺织业具有更强的抵御经济周期的能力。随着全球经济的复苏，中国的纺织品出口仍有一定的上升空间。

图 6 全球纺织品出口额分布



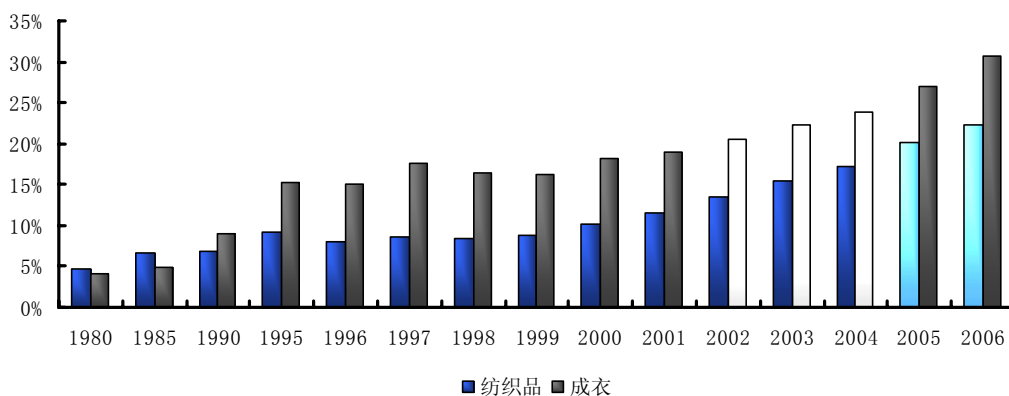
数据来源：WTO、国泰君安研究所

图 7 全球服装出口额分布



数据来源: WTO、国泰君安研究所

图 8 中国纺织品服装出口额占全球纺织品服装出口额比重



数据来源: 中国纺织工业发展报告 (2000-2007)、国泰君安研究所

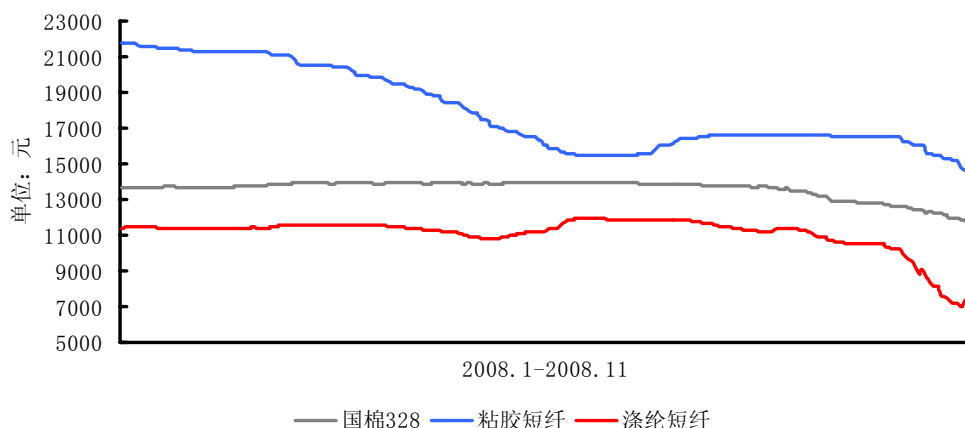
2.3. 行业成本压力缓解

07 年起, 成本上升为行业面临的主要问题。原材料、劳动力价格上涨、人民币快速升值、出口退税率下调、贷款利率提高等多重因素, 使纺织服装企业不堪负重。但金融危机以来, 行业的各项成本压力明显缓解。

一是原材料价格下降。09 年 2 月初中棉价格指数 11092 元/吨, 同比下降 18.86%, 国际棉价同比降幅在 30% 以上。08 年底粘胶短纤价格 12232 元/吨, 涤纶短纤价格 7083 元/吨, 较年初分别下降 43.19% 和 38.03%。受下游需求影响, 预计 09 年各类纤维价格仍将维持低位运行。

纺织企业一般需要 2-3 个月的原材料库存。在原材料降价初期, 产品价格随之下降, 而库存原材料仍处于成本高位, 企业的盈利空间被压缩。由于行业原材料价格从 9 月开始加速下跌, 因此 08 年四季度行业利润受影响最为严重。09 年高价库存消耗完毕后, 行业原料成本压力已经释放。

图9 08年棉与替代纤维价格走势



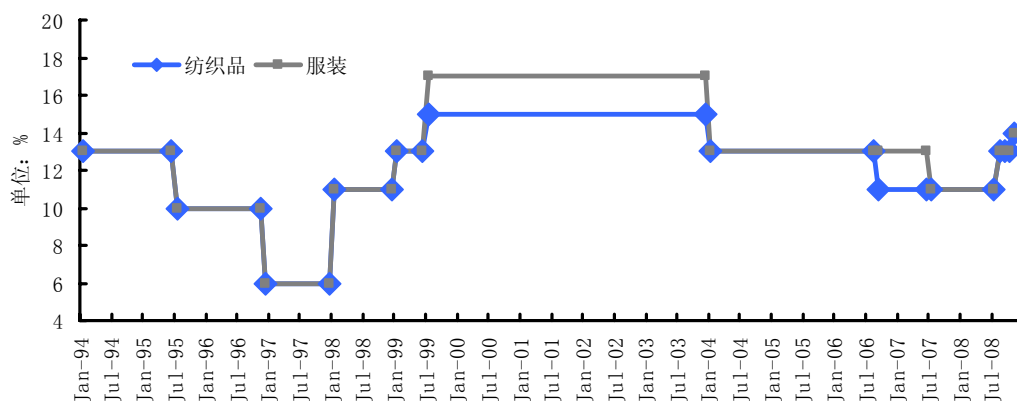
数据来源：第一纺织网、国泰君安研究所

二是劳动力成本压力缓解。08年初，随着新《劳动合同法》的实施以及劳动力短缺，纺织行业工人工资平均上涨20%以上。下半年一批企业纷纷减产，有的甚至倒闭。劳动力紧缺状况明显缓解，从而抑制了劳动力价格的上涨。最近国家又出台了暂缓调整“最低工资标准”的政策，预计09年纺织服装企业劳动力成本压力将大大缓解。

三是人民币升值步伐放缓。08年初至10月底，人民币对美元升值6.9%，对欧元升值22.18%。由于多数企业的议价能力较弱，利润率下滑严重。08年4季度以来，人民币汇率已基本走稳。经济界预计09年人民币升值将放缓甚至小幅贬值，本币升值对行业出口的负面影响将基本消除。

四是政策方面的累计效果在09年集中体现，如多次提高出口退税率降低企业成本；多次降息降低企业财务费用；增值税转型降低企业折旧费用等等。其中，纺织品服装出口退税率08年8月由11%升至13%、11月由13%升至14%，两次调整对行业08年的利润贡献在100亿元左右，占全年利润总额约10%。我们预计，09年纺织品服装的出口退税率将进一步上调至15%。据此测算，出口退税上调政策累计对09年全行业利润增加约为250亿元。

图10 纺织品服装出口退税率变化情况



数据来源：国泰君安研究所

其它方面还有燃料动力成本下降等。综合上述因素，推算纺织企业 09 年可比成本下降 10% 以上。因此，09 年纺织行业面临的主要问题是需求下降。企业只要有订单，09 年业绩或将超出目前悲观的预期。

2.4. 金融危机背景下出口订单向优势大企业集中

受金融危机影响，全球对于纺织品服装的需求减少，国内纺织品服装出口订单也明显下降。但有限的订单向优势大企业集中的趋势明显。我们了解到，鲁泰、孚日、金飞达、雅戈尔等大型企业，08 年 4 季度以来的出口订单依然饱满，而大量中小企业出口订单稀少，一些中小企业因接不到订单已停产倒闭。

金融危机即信用危机，贸易商为控制风险，必然选择信誉良好的企业下单，否则就有损失订金和违约的风险。此外，未来市场需求的不明朗，导致贸易商纷纷采取减少订货量，加快订单周期的做法。与弱势企业相比，优势企业更加适应“小批量、多品种、快交货”的要求。以上两点是目前出口订单向优势大企业集中的主要原因。我们认为，这一趋势仍将延续。

3. 公司竞争优势

经过多年的发展，鲁泰公司形成了强大的生产能力、优良的技术装备、高标准的产品质量、持续的产品开发与丰富的技术储备、以及完善的产业链，由此占据了领先全球色织布行业的优势地位。

3.1. 强大的生产能力

世界衬衫用色织布可分为顶级、高端和中低端三个层次，结构呈三角形排列。顶级色织布的年产能不超过 5000 万米，集中在意大利、德国、法国和日本等国的少数几个厂家。高端色织布的年产能 7 亿米左右，主要分布在中国、日本、泰国和中国台湾等地。

国内现有色织布产能约 28 亿米，其中高端色织布 4.5 亿米。主要生产企业包括鲁泰、雅戈尔、广东溢达等。鲁泰是国内色织布行业的龙头企业，08 年产量 1.3 亿米，约占全球市场的 18.6%，国内市场的 29%。

表 3：鲁泰主要产品的产能、产量变化（2005-2007）

		产能 万米（件）	产量 万米（件）	销售量 万米（件）	出口价格 美元/米（件）
色织布	2005	8200	8473	7695	2.63
	2006	8800	9568	8288	2.71
	2007	11320	12286	9818	2.79
匹染布	2005	2000	1365	418	2.24
	2006	2000	2366	1901	2.31
	2007	3800	3748	3725	2.38
衬衫	2005	650	632	668	6.91
	2006	900	915	963	7.33
	2007	1400	1392	1346	7.55

数据来源：公司公告、国泰君安研究所

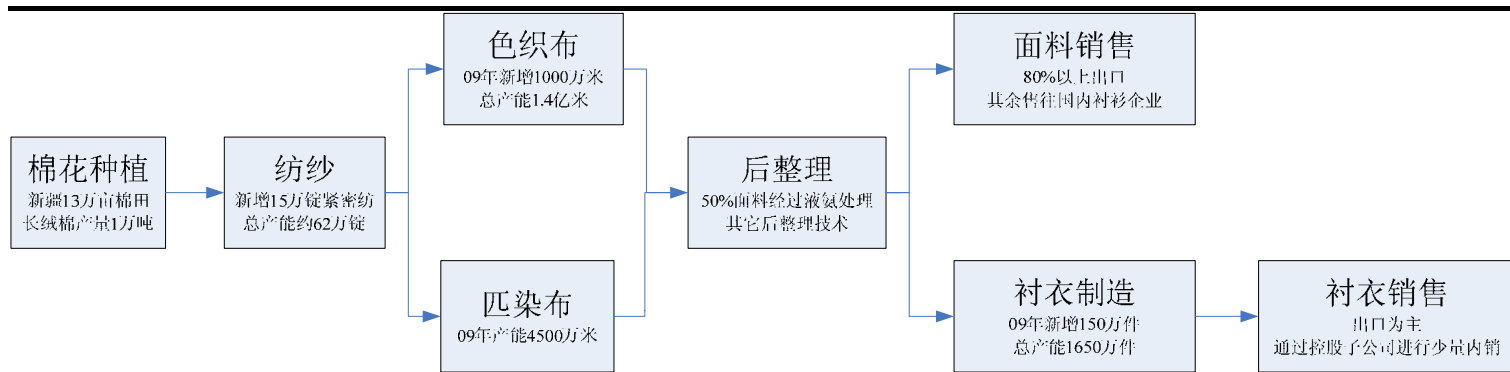
注：色织布及匹染布价格根据公司公告测算得到。

由于部分色织布及匹染布用于制造衬衣，因此销量小于产量。

3.2. 完善的产业链抵御上下游波动风险

鲁泰具有集棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理、成衣制造、终端销售于一体的完整产业链。公司控股 57% 的新疆鲁泰在新疆地区拥有 13 万亩棉田，年产长绒棉 1 万吨，可以满足公司 40% 的棉花需求。08 年 12 月公司增发 A 股募集资金投资 15 万吨紧密纺项目，建成后公司的棉纱产能达到 62 万吨，公司面料采用自有棉纱生产的比例将由目前的 80% 提升至 100%。

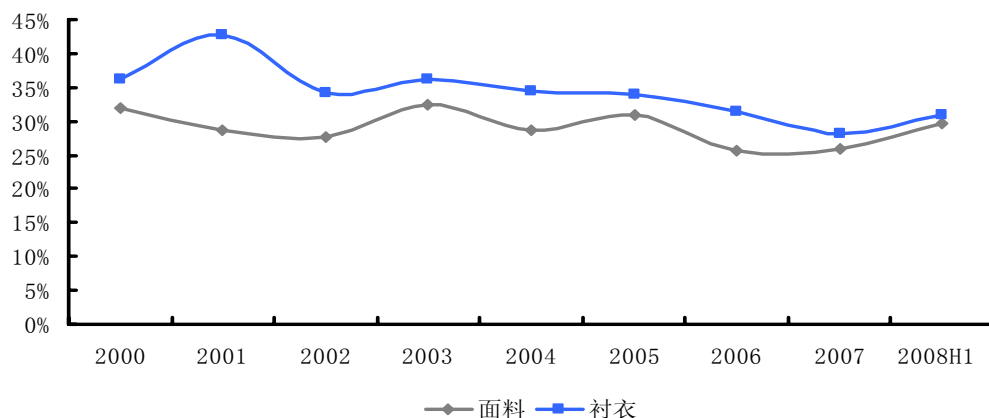
图 11 鲁泰产业链结构



数据来源：国泰君安研究所

完整产业链给公司带来的好处：首先，大部分原料由公司自行生产，可以从源头控制产品质量；其次，减少了对上下游企业的依赖，特别在经济下行周期中，可以规避上下游企业传递的风险，提高产业链运行效率；三是，由于产业链较长，所有环节附加值均在最终产品体现，因此公司产品毛利率明显高于同类企业。07 年公司面料和衬衣的毛利率分别为 25.96% 和 28.07%，同期棉纺行业的平均毛利率仅为 9.45%。

图 12 鲁泰主要产品毛利率情况



数据来源：公司公告、国泰君安研究所

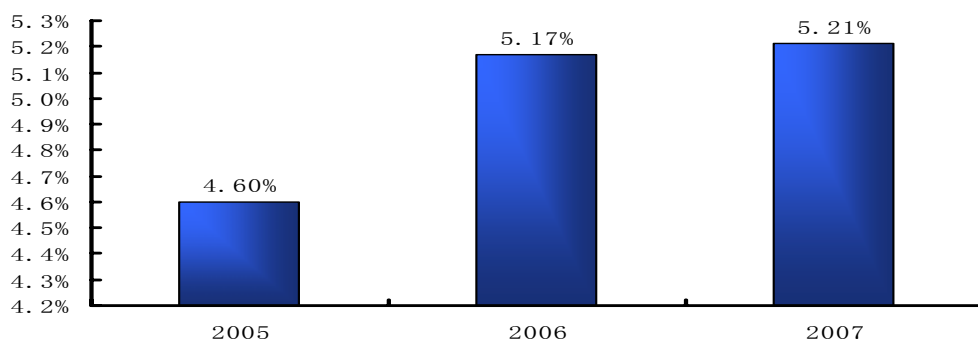
3.3. 领先的技术研发水平

公司历来重视技术研发，近几年研发费用占销售收入的比重逐年提升，07 年达到 5.21%（纺织行业平均研发投入占比不足 1%）。公司 2006 年完成新技术、新产品开发 41 项、2007 年完成 80 余项，其中多项产品及技术获得省、市级科技进步奖。08 年公司超高支纯棉加工关键技术及其产业化项目、印染废水大流量膜处理及回用技术与产业化项目获得国家科技进步二等奖。

公司自主研发的各项技术中，液氨+潮交联免熨整理技术和耐久压熨衬衣制作方法已

获得国家专利，并在公司产品中得到了广泛的应用。使用液氨+潮交联免熨整理技术的产品售价要比常规产品的价格提高 20%，使用耐久压熨工艺的衬衣售价比常规产品提高 10%。目前使用液氨+潮交联免熨整理技术的产品已占到公司同类产品的 30%左右，使用耐久压熨衬衣制作方法的占同类产品的 35%-40%。

图 13 鲁泰近年研发费用占销售收入比重



数据来源：公司公告、国泰君安研究所

公司还开发了 300s/2、200s/2 高支纱面料、LT.AM 超级免熨色织面料、XLA 弹力面料、纯棉色织后漂面料、棉丽锦系列面料、COOLMAX 吸水速干面料、光触媒抗菌面料、全面免熨三防面料、银纤维抗菌抗辐射面料、纯棉西服面料、以及多种女装面料等产品。为未来发展提供了丰富的新产品储备。公司先后与青岛大学、东华大学、南京理工大学、江南大学、美国陶氏化学、日本泽村株式会社、瑞士克莱恩等建立合作关系，建立了“东华大学鲁泰研发中心”、“鲁泰克莱恩纺织染整技术研究中心”等合作机构。07 年 10 月，公司被认定为“国家级企业技术中心”，成为行业内 23 家国家认定企业技术中心之一。

3.4. 多元化的出口结构、稳定的客户资源和丰富的贸易经验

2000 年以前，公司产品主要销往日本、韩国和东南亚，出口结构较为单一。2001 年公司开展欧美业务，2004 年起开拓新兴市场，此后对新兴市场的出口占比逐年提升。08 年中报显示，公司出口结构中欧美占比 30.43%，东南亚占比 22.35%，日韩、香港和其他国家占比分别为 16.78%、11.97%和 18.46%。公司多元化的、均衡的出口结构有利于抵御单一市场经济下滑的风险。

图 14 鲁泰长期借款结构（2008H1）

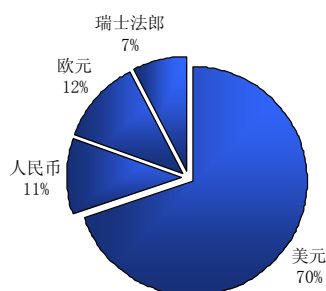
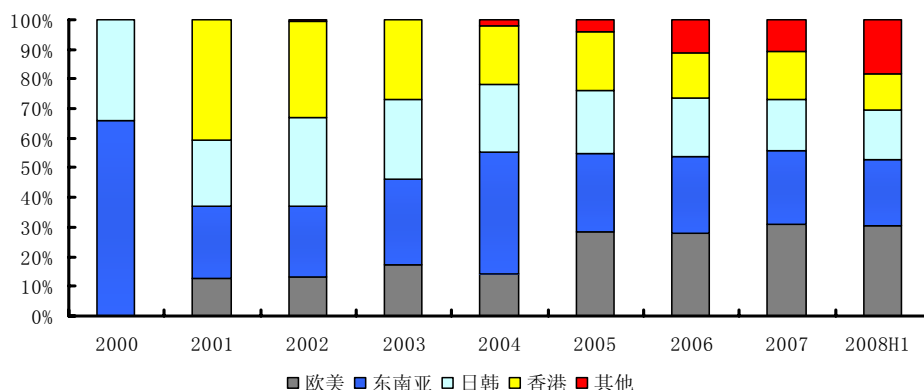


图 15 鲁泰出口结构变化趋势（2000-2008H1）



数据来源：公司公告、WIND 资讯、国泰君安研究所

多年来鲁泰积累了丰富的客户资源。目前公司订单结构稳定，来自老客户订单占比在80%以上。主要客户包括 OXFORD、东京制衣、伊藤忠、INDITEX 等国际知名制衣公司。过去几年中，优质客户订货量不断增加，是公司业绩高速增长的重要推动力。

表 4：鲁泰主要客户

衬衫客户		面料客户	
排名	名称	排名	名称
1	OXFORD	1	TAL
2	东京制衣	2	OXFORD
3	英国伊藤忠 T.M.LEWIN	3	SETA
4	OLYMP	4	OLYMP
5	PVH	5	SEIDENSTICKER
6	福莱克斯	6	KUSAK
7	青山	7	FLEX JAPAN CO LTD
8	EXIM	8	LCR
9	英国伊藤忠 MS	9	INDITEX
10	兼松大阪	10	KEONHWA

数据来源：国泰君安研究所

汇率变动是公司面临的主要风险之一。鲁泰 50%左右的棉花需从国外进口，一定程度上对冲了汇率风险。公司还积极利用外币借款、外汇套期保值等措施应对人民币升值。08 年上半年公司利用套期保值获得汇兑收益 9990.79 万元，长期借款结构中外币借款占比达到 89%。丰富的贸易经验使得人民币升值对鲁泰的影响远远小于同行业其他公司。由于 09 年人民币汇率走势不确定性加大，公司基于稳健经营的考虑，已经暂停套期保值业务。

3.5. 服装内销有望成为潜在业绩增长点

鲁泰目前通过控股 60%的子公司北京思创开展服装内销业务。截至 07 年底，北京思创已在北京、上海、深圳、成都等城市设立了 392 家店铺，实现净利润 823.36 亿元。公司计划在未来 3-4 年，投入 2 亿元（增发募集资金）建设内销网络。我们认为，公司目前对于内销的投入仍显不足，若未来能加大投入，凭借公司强大的生产能力和优质的产品质量，将会对国内现有的衬衣市场格局产生较大的冲击，内销有望成为公司未来潜在的业绩增长点。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

2008 年鲁泰色织布、匹染布、衬衣的产量分别为 1.3 亿米、4000 万米和 1500 万件。其中，每件衬衣耗费面料 1.6 米，使用色织布和匹染布织造的衬衣比重分别为 80%和 20%。据此测算 08 年公司色织布、匹染布的销量分别为 1.09 亿米和 3300 万米。2009 年公司的色织布和衬衣产能将分别扩张至 1.4 亿米和 1650 万件。2010 年公司没有新的面料扩产计划，产品结构中衬衣的比重会有所提升。

我们了解并判断，2009 年公司产品价格将基本平稳。应客户要求，公司适当增加了低附加值产品的销售，因此平均价格会有所下降，综合毛利率也略有下滑。2010 年随着经济逐步复苏，以及产品结构中高附加值产品占比的提高，预计产品价格和毛利率都

将有所回升。

2008 年美元兑人民币平均汇率为 6.95，预计 2009、2010 年的平均汇率分别为 6.9 和 6.8。

表 5：鲁泰 2008-2010 年销售量、销售价格及汇率假定

	销售量			销售价格			汇率 人民币/美元
	色织布	匹染布	衬衫	色织布	匹染布	衬衫	
	(万米)	(万米)	(万件)	(美元/米)	(美元/米)	(美元/件)	
2008	10880	3520	1500	2.85	2.42	7.82	6.95
2009	3320	3972	1650	2.81	2.38	7.68	6.9
2010	11670	4217	1820	2.86	2.53	8.02	6.8

数据来源：国泰君安研究所

表 6：鲁泰 2008-2010 年主营业务收入及成本预测

单位：万元

	2005	2006	2007	2008H1	2008E	2009E	2010E
面料收入	159265	191580	240436	124613	271345	295725	296640
面料成本	109911	142467	178015	87585	195368	212922	210614
面料毛利率	30.99%	25.64%	25.96%	29.71%	28.00%	28.00%	29.00%
衬衣收入	45799	66447	86112	45990	81524	87437	99256
衬衣成本	30214	45556	61937	31719	57882	62080	69479
衬衣毛利率	34.03%	31.44%	28.07%	31.03%	29.00%	29.00%	30.00%
其他业务收入	18246	42312	54519	15218	39208	47357	53986
其他业务成本	14920	33412	42550	12557	32934	39306	44808
其他业务毛利率	18.23%	21.03%	21.95%	17.48%	16.00%	17.00%	17.00%
总收入	223310	300338	381067	185821	392076	430518	449881
总成本	155044	221436	282501	131861	286184	314308	324901
综合毛利率	30.57%	26.27%	25.87%	29.04%	27.01%	26.99%	27.78%

数据来源：国泰君安研究所

未来几年公司的销售费用率和管理费用率将保持稳定。08 年公司通过套期保值获得大量汇兑收益，前三季度财务费用率仅有 0.65%，预计全年 0.9% 左右。09 年公司汇兑收益大幅减少，因此未来财务费用率会有所提升。另外，公司已通过山东省高新技术企业认定，2008-2010 年公司适用企业所得税率为 15%。

根据以上假定，我们测算公司 2008、2009、2010 年的归属于母公司净利润分别为 5.83 亿、6.26 亿和 6.77 亿，对应的每股收益分别为 0.59 元、0.63 元和 0.68 元。

表 7：鲁泰主要财务指标预测

	2005	2006	2007	2008Q1-Q3	2008E	2009E	2010E
营业税金率	0.08%	0.09%	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
销售费用率	2.82%	2.66%	3.08%	3.43%	3.30%	3.00%	3.00%
管理费用率	8.42%	7.40%	6.38%	4.81%	5.80%	5.30%	5.30%
财务费用率	4.03%	3.44%	2.88%	0.65%	0.90%	1.40%	1.30%
所得税率	13.13%	9.83%	7.75%	23.87%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益占比	5.80%	4.50%	4.73%	1.20%	4.00%	4.00%	4.00%

数据来源：国泰君安研究所

表 8: 鲁泰利润表预测

单位: 万元

	2005	2006	2007	2008Q1-Q3	2008E	2009E	2010E
营业收入	223310	300338	381067	287959	392076	430518	449881
营业成本	155044	221436	282501	208378	286184	314308	324901
毛利润	68266	78902	98566	79581	105892	116210	124980
营业税金及附加	184	273	282	224	314	344	360
销售费用	6286	7981	11732	9888	12938	12916	13496
管理费用	18810	22235	24301	13861	22740	22817	23844
财务费用	9000	10320	10982	1870	3529	6027	5848
资产减值损失	0	1091	2107	490	1200	0	0
投资收益	-141	449	860	511	511	0	0
营业利润	37347	37739	50693	53337	65681	74106	81431
营业外收入	1177	2967	2486	6646	6646	3000	2000
营业外支出	696	1114	744	375	675	0	0
利润总额	38347	39591	52434	59608	71652	77106	83431
所得税	5035	3893	4062	14231	10748	11566	12515
净利润	33313	35699	48372	45377	60904	65540	70917
少数股东损益	2168	1697	2400	641	2627	2964	3257
母公司所有者净利润	31145	34002	45973	44736	58277	62575	67659
总股本 (万股)	42243	42243	88486	84486	99486	99486	99486
每股收益 (元)	0.74	0.80	0.52	0.53	0.59	0.63	0.68

数据来源: 国泰君安研究所

4.2. 公司估值

4.2.1. PE 估值

鲁泰在 A 股上市以来的平均市盈率为 26 倍, 目前公司股价对应 2009 年市盈率仅为 11 倍, 处于历史低位。A 股市场在 08 年底的市盈率为 16 倍, 考虑到上市公司整体业绩的下降, 预计 2009 年 PE 可能升至 20 倍左右。我们认为给予鲁泰 2009 年 15 倍 PE 是谨慎合理的, 对应股价 9.5 元。

图 16 鲁泰 A 股上市以来 PE 变化情况



数据来源: WIND 资讯、国泰君安研究所

4.2.2. DDM 估值

鲁泰是 A 股市场少数的坚持每年分红的公司, 因此可以使用 DDM 法对公司进行估值。

使用到的估值假设包括：公司 2011-2015 年增长率为 5%，2016 年后增长率降至 1.5%。随着公司增长速度的放缓，资本开支的减少，分红率应该会有所提高。预计进入永续增长阶段后的分红率将稳定在 80%左右。

选择一年期国债收益率 1.44%作为无风险收益率，鲁泰的 BETA 值为 0.85，风险溢价 8%，得到贴现率为 8.24%。

根据以上假设，公司未来股利的现值为 8.47 元。

表 9：DDM 估值假设

2011-2015 年增长率	5%	无风险收益率	1.44%
2016 年后永续增长率	1.5%	Beta	0.85
2008-2010 年分红率	50%	风险溢价	8%
2011-2015 年分红率	60%	股息贴现率	8.24%
2016 年后分红率	80%		

数据来源：国泰君安研究所

表 10：鲁泰股利贴现表

单位：元

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	永续增长阶段
EPS	0.59	0.63	0.68	0.71	0.75	0.79	0.83	0.87	-
每股股利	0.29	0.31	0.34	0.43	0.45	0.47	0.50	0.52	-
股利现值	0.2929	0.2906	0.2902	0.3379	0.3277	0.3179	0.3084	0.2992	6.0075

公司未来股利现值为 8.47 元

数据来源：国泰君安研究所

5. 投资建议

我们认为，公司拥有完整的产业链和稳定的客户资源，在技术研发方面明显领先于同类企业，这些要素保证了公司在经济下行周期中仍能保持稳定的增长。根据我们最新了解的情况，公司目前依然满负荷生产，产品价格也维持稳定。此外，公司高分红的传统将为投资者带来稳定的投资回报。综合考虑 PE 估值和 DDM 估值的结果，我们认为公司的合理价值为 9 元，维持“增持”评级。

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研究所，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。

国泰君安证券研究所

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

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

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

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com