

2009-04-15

纺织品

鲁泰 A000726.SZ

首次

中性

当前价格	8.91 元
目标价格	10.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

吴晓丹

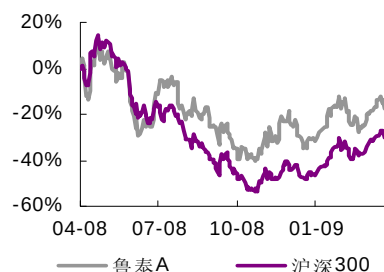
021-22169123

wuxd@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	995
总市值(百万元)	8,864
流通比例(%)	45.33%
12 个月最高/最低(元)	10.98/5.55
近 3 月日均成交量(百万股)	14.51
主要股东	淄博鲁诚纺织投资有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.31	-19.22	5.98
绝对收益	27.28	34.99	-5.43

相关报告:

从外延扩张转入内生增长

◇ 事件: 公司公布年报, 2008 年收入仅增 2.9%, 出现明显放缓。

◆ 公司将由外延扩张转入内生增长

公司的增长水平从往年的高速增长显著下滑, 收入和净利润增速分别为 2.9% 和 11.6%, 反应了公司在达到 1.3 亿米色织布和 1400 万件衬衫产能后, 规模化的扩张已经达到了一定的极限。公司在往年由于大量使用自筹资金进行产能扩张, 公司的负债率和速动比率等指标都已经比较脆弱。在市场疲弱环境下, 公司适时进行增发并大幅减少了投资支出, 显示公司改善财务指标及转入稳健经营的意图。

◆ 公司未来增长点在于产品结构上调以及内销市场开拓

公司近年的研发投入都达到营业收入的 5% 左右, 远高于行业水平, 持续的研发投入使得公司产出大量的专利和新产品。公司作为亚洲最大的色织布生产基地, 目前拥有约 1.3 亿米的中高端色织布产能, 占世界总产能的 18%。技术优势和规模效应使公司未来向高端色织布市场渗透, 提高产品品质和售价成为可能。衬衫内销市场的开拓有望成为公司新的增长点, 公司未来计划投入 2 亿元进行国内营销网络的建设以推广自有品牌衬衫产品。子公司北京思创在以往的运营中已经积累了较强的品牌衬衫营销经验, 有望快速实现规模化复制。

◆ 进入低增速时代 给予中性投资评级

我们预计, 分散的出口市场结构有助于抵平滑单一市场下滑风险, 加之良好的客户基础, 2009 年公司的出口产销量将保持稳定, 而内需市场的开拓估计将为公司带来 5% 的收入增长。尽管产品价格将由于整个国际市场的不景气出现一定程度的下降, 但是我们认为原材料成本下降、出口退税率提高、人民币汇率由强趋稳等因素将对冲产品价格的下滑而使毛利率稳中略增。总体而言, 我们预计 2009 年公司的收入增长将达到 10%, 毛利率达到 26%。2008 年末增发的完成将大幅减少公司的财务负担, 加之公司良好的费用控制, 将使期间费用率进一步下降。在此基础上我们预计公司 2009-2010 年摊薄的每股收益为 0.53 元和 0.61 元, 复合增长率为 9%。我们给予公司 10 元目标价, 对应 2010 年 17 倍 PE。鉴于目前股价在出口数据环比回升的刺激下已经出现显著上涨, 暂时给予中性投资评级。

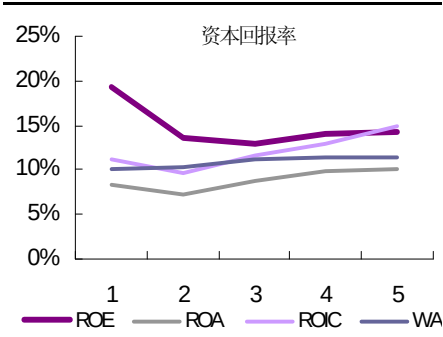
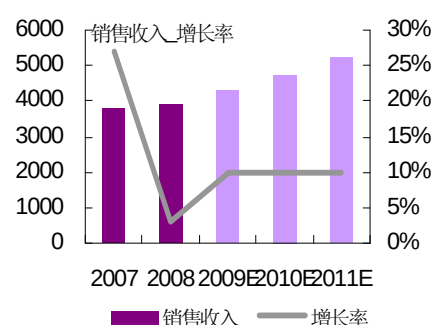
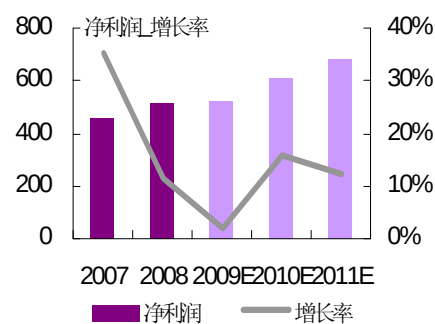
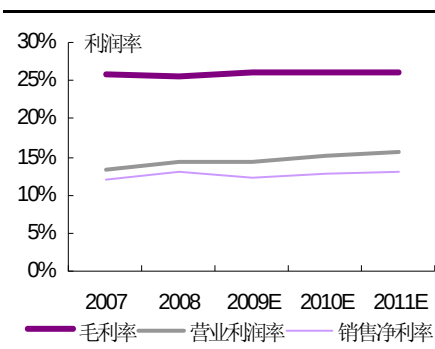
业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,811	3,922	4,314	4,745	5,220
营业收入增长率	26.88%	2.92%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润(百万元)	460	513	524	606	680
净利润增长率	35.21%	11.58%	2.08%	15.73%	12.14%
EPS(元)	0.54	0.52	0.53	0.61	0.68
ROE	19.31%	13.62%	13.01%	13.98%	14.32%
P/E	16	17	17	15	13
P/B	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	15	10	8	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,811	3,922	4,314	4,745	5,220
营业成本	2,825	2,918	3,192	3,512	3,863
EBITDA	634	648	947	1,019	1,105
折旧和摊销	259	267	274	281	288
销售费用	117	124	129	146	161
管理费用	243	232	255	280	308
财务费用	110	39	60	16	6
公允价值变动损益	7	-26	0	0	0
投资收益	9	5	7	6	6
营业利润	507	559	614	723	812
利润总额	460	513	628	736	825
少数股东损益	24	2	10	20	22
归属母公司净利润	459.73	512.94	523.62	605.97	679.53

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	5,870	7,092	6,091	6,310	6,940
流动资产	1,818	2,914	2,117	2,514	3,331
货币资金	331	1,141	475	608	1,201
交易型金融资产	9	0	0	0	0
应收账款	122	134	150	160	178
应收票据	141	116	151	160	171
其他应收款	86	66	66	66	66
存货	997	1,370	1,117	1,372	1,558
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	3	5	7
固定资产	3,489	3,729	3,587	3,430	3,261
无形资产	139	227	217	207	196
总负债	3,365	3,311	1,990	1,833	2,043
无息负债	792	986	1,217	1,396	1,612
有息负债	2,573	2,325	774	437	431
股东权益	2,505	3,781	4,101	4,477	4,898
股本	845	995	995	995	995
公积金	658	1,539	1,633	1,738	1,856
未分配利润	815	1,091	1,321	1,583	1,876
少数股东权益	239	240	250	270	292

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	495	782	1,310	895	1,043
净利润	460	513	524	606	680
折旧摊销	259	267	274	281	288
净营运资金增加	-482	1,103	524	554	1,161
其他	259	-1,101	-11	-545	-1,085
投资活动产生现金流	-880	-416	-97	-98	-98
净资本支出	701	75	89	88	87
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,581	-491	-186	-186	-185
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	422	150	0	0	0
债务净变化	422	-248	-1,551	-337	-5
其它长期负债变化	1,591	194	231	180	215
净现金流	-9	682	-667	134	592

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	26.88%	2.92%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润增长率	35.21%	11.58%	2.08%	15.73%	12.14%
EBITDA 增长率	-11.74%	2.14%	46.18%	7.66%	8.38%
EBIT 增长率	27.06%	2.14%	6.21%	9.43%	10.38%
EPS 增长率	-32.40%	-5.25%	2.08%	15.73%	12.14%
估值指标					
PE	16	17	17	15	13
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	15	10	8	7
EV/EBIT	15	15	13	11	10
EV/NAPLAT	17	18	16	13	11
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.87%	25.60%	26.00%	26.00%	26.00%
EBITDA 率	16.64%	16.52%	21.95%	21.48%	21.16%
EBIT 率	16.64%	16.52%	15.95%	15.86%	15.92%
税前净利润率	13.76%	15.52%	14.55%	15.52%	15.81%
税后净利润率	12.06%	13.08%	12.14%	12.77%	13.02%
ROA	8.24%	7.26%	8.76%	9.92%	10.11%
ROE	19.31%	13.62%	13.01%	13.98%	14.32%
ROIC	12.02%	11.45%	13.55%	15.15%	17.43%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.86	0.30	0.05	-0.06	-0.17
资产负债率	57.33%	46.69%	32.67%	29.05%	29.43%
流动比率	0.60	0.97	1.26	1.65	1.92
速动比率	0.27	0.51	0.60	0.75	1.02
每股指标					
EPS	0.54	0.52	0.53	0.61	0.68
每股红利	0.22	0.20	0.21	0.25	0.28
每股经营现金流	-	0.79	1.32	0.90	1.05
每股净资产	2.96	3.80	4.12	4.50	4.92
每股销售收入	4.51	3.94	4.34	4.77	5.25
每股 EBITDA	0.75	0.65	0.95	1.02	1.11

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

上海交通大学管理学硕士。2008 年 3 月起加入光大证券研究所团队担任消费品研究小组研究助理，后从事纺织服装行业研究。此前曾参加多个企业管理咨询项目，对企业的运营和管理有较深入的理论基础和实践经验。代表作有美邦服饰深度报告《休闲服饰强势品牌扬帆启航》及纺织服装行业 2009 年度策略报告《行业底部未现 关注确定成长》。

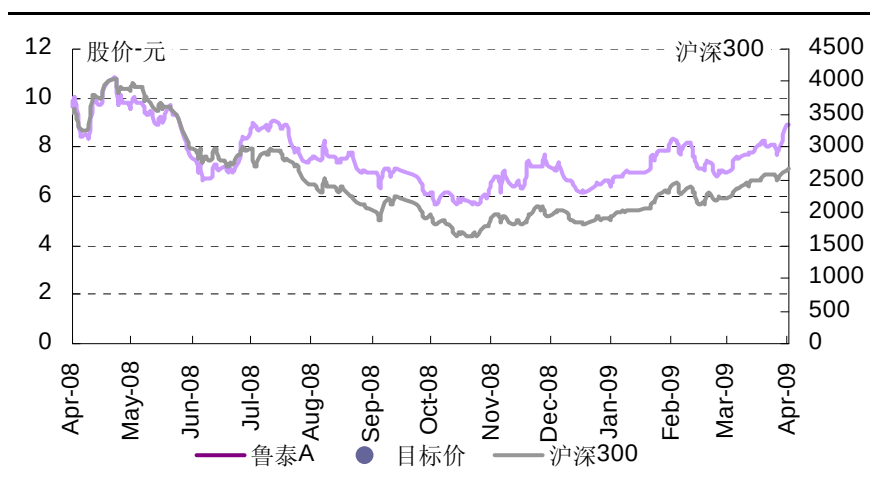
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

鲁泰 A (000726)

分析师：吴晓丹



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。