

棉纺

孔军 S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

鲁泰 A

000726

推荐

公司将在纺织品出口复苏中充分获益

随着纺织服装（特别是纺织品）出口的复苏，公司订单饱满，产品价格同比增加。棉花价格和劳动力成本上涨对公司的影响远低于行业平均水平，这将使得公司在行业中的竞争优势更加明显，人民币升值对公司的影响有限。虽然公司目前内销业务仍没有多大突破，但是公司出口业务将继续保证公司增长。我们仍维持“推荐”投资评级。

投资要点：

- **出口复苏使得公司订单饱满，产品价格同比增加。**09 年 4 季度来公司订单量开始逐渐回升，公司生产订单饱满，目前衬衣生产订单排到 9 月份，面料订单排到 7 月。由于原材料价格上涨推动和出口需求增加拉动，公司产品价格从 09 年四季度开始逐渐提升，2010 年一季度平均出口价格环比提高了 5%，按这样的速度，预计 2010 年产品平均价格较 09 年增长将超过 10%。
- **棉花储备优势使得公司 2010 年原材料成本上涨远低于行业平均水平，劳动力成本上涨不会对公司业绩产生大的影响。**目前公司具有 58 万纱锭，衬衫 1600 万件，年产色织布 5800 万米，年用棉量在 5 吨上下。公司棉花来源于三个渠道：新疆鲁泰（年均供棉 5 千吨），配额棉和国家储备棉。目前公司储备长绒棉约 2.6 万（价格不到 2 万元，低于市场价 25%左右），储备量可以满足今年前三个季度的生产需求，等待四季度新棉上市。虽然 2010 年公司棉花成本较 09 年将有所提高，但是公司棉花储备优势使得公司原材料成本提高幅度远小于行业平均幅度，通过价格提高公司毛利率将得以保证。目前公司劳动力成本上涨速度为每年平均上涨 10-20%（约成本上涨 1%左右），但是由于公司劳动力稳定性比较高，该部分成本上涨并不会对公司业绩产生很大的影响。
- **公司内销局面仍然没有打开。**公司内销没有什么变化，“鲁泰格蕾芬”销售渠道仍为 20 多家，主要由于子公司北京思创在做。另外公司网购业务—鲁泰在线是鲁泰集团的网络直销平台，主要经营衬衫、领带等相关配饰，旗下拥有海皇、佰杰斯两个品牌，目前网上销售量在 100 件/日，而网店销售成本 200 元/件。目前公司的内销业务与往年相比，没有多大突破。
- **若人民币升值，公司有条件通过一系列措施将损失减少到最少。**公司出口产品美元占比为 80%。人民币升值将对公司产生不利影响，公司目前规避风险主要措施是加快收款周期和合同价格不定死（主要通过产品结构提高产品价格）。另外公司还通过远期锁定外汇（即套期保值），可以抵消部分人民币升值所带来的损失。
- **继续给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.73、0.92、1.22 元，未来 6-12 月的目标价格可达 13.5 元，继续给予“推荐”评级。

6-12 个月目标价：13.50 元

当前股价：11.63 元

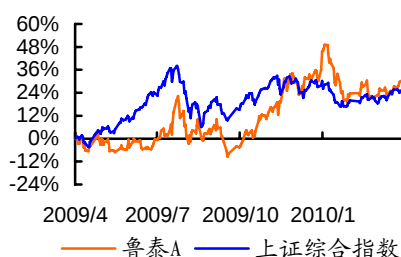
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3145.35
总股本(百万)	995
流通股本(百万)	777
流通市值(亿)	90
EPS (TTM)	0.57
每股净资产(元)	4.21
资产负债率	33.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鲁泰 A	6.70	0.00	35.86
上证综合指数	2.48	-1.58	8.02



相关报告

《鲁泰 A-龙头优势和稳定客户群保证公司 09 年实现增长》2010-3-19

《鲁泰 A-苦度严冬、迈向春天》2009-4-26

《鲁泰 A-08 年依靠汇兑损益实现了增长》2009-4-15

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4036	4662	5500	6865
同比(%)	3%	16%	18%	25%
归属母公司净利润(百万元)	570	727	917	1212
同比(%)	11%	27%	26%	32%
毛利率(%)	30.6%	28.1%	30.2%	31.2%
ROE(%)	14.5%	16.5%	18.3%	20.9%
每股收益(元)	0.57	0.73	0.92	1.22
P/E	19.94	15.65	12.40	9.38
P/B	2.90	2.58	2.27	1.96
EV/EBITDA	12	11	9	7

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2305	2717	3314	4514	营业收入	4036	4662	5500	6865
现金	570	700	974	1635	营业成本	2802	3354	3839	4723
应收账款	154	172	205	255	营业税金及附加	3	4	4	5
其它应收款	50	64	73	92	营业费用	138	155	184	229
预付账款	161	162	197	237	管理费用	340	353	432	533
存货	1229	1465	1679	2064	财务费用	61	-34	-20	-36
其他	141	155	186	231	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	3998	4139	4249	4073	公允价值变动收益	-42	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	3620	3652	3730	3762	营业利润	652	830	1060	1410
无形资产	229	251	263	278	营业外收入	37	44	42	43
其他	148	236	256	32	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	6303	6856	7562	8587	利润总额	680	865	1092	1444
流动负债	2010	2055	2119	2278	所得税	76	109	133	178
短期借款	1033	1033	1033	1033	净利润	604	756	960	1266
应付账款	276	339	384	474	少数股东损益	34	29	43	54
其他	702	684	702	771	归属母公司净利润	570	727	917	1212
非流动负债	105	102	102	102	EBITDA	1069	1127	1403	1775
长期借款	93	93	93	93	EPS (元)	0.57	0.73	0.92	1.22
其他	13	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	2115	2157	2221	2380	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	268	297	340	394	成长能力				
股本	995	995	995	995	营业收入	2.9%	15.5%	18.0%	24.8%
资本公积	1135	1135	1135	1135	营业利润	16.6%	27.3%	27.7%	33.1%
留存收益	1793	2271	2871	3683	归属于母公司净利润	11.2%	27.4%	26.2%	32.2%
归属母公司股东权益	3920	4401	5001	5813	获利能力				
负债和股东权益	6303	6856	7562	8587	毛利率	30.6%	28.1%	30.2%	31.2%
现金流量表					净利率	14.1%	15.6%	16.7%	17.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.5%	16.5%	18.3%	20.9%
经营活动现金流	992	950	1032	1253	ROIC	14.5%	15.2%	18.5%	23.6%
净利润	604	756	960	1266	偿债能力				
折旧摊销	355	331	364	400	资产负债率	33.6%	31.5%	29.4%	27.7%
财务费用	61	-34	-20	-36	净负债比率	60.63	57.82%	56.68	52.74%
投资损失	-8	0	0	0	流动比率	1.15	1.32	1.56	1.98
营运资金变动	-44	-158	-281	-400	速动比率	0.51	0.58	0.74	1.04
其它	24	56	10	23	营运能力				
投资活动现金流	-163	-508	-474	-224	总资产周转率	0.60	0.71	0.76	0.85
资本支出	178	478	453	200	应收账款周转率	27	27	28	28
长期投资	-0	-0	0	0	应付账款周转率	9.57	10.92	10.62	11.00
其他	15	-30	-21	-24	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1399	-312	-285	-368	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.73	0.92	1.22
短期借款	-942	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.96	1.04	1.26
长期借款	-206	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.42	5.03	5.84
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	7	0	0	0	P/E	19.94	15.65	12.40	9.38
其他	-258	-312	-285	-368	P/B	2.90	2.58	2.27	1.96
现金净增加额	-571	130	274	661	EV/EBITDA	12	11	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434