

2010-10-20

纺织品

鲁泰 A000726.SZ

业绩有望再超预期

◆**行业龙头再现高增长。**鲁泰是全球最大的色织布企业，现有产能规模为色织布 1.5 亿米、匹染布 5000 万米、衬衣 1700 万件，高档色织布产量约占全球市场的 18.6%。具有完善的产业链、全球第一的产能、领先的设备技术和稳定的客户资源保障了公司顺利度过 09 年最困难的时期。随着出口复苏，从 09 年四季度开始，公司出口恢复明显，订单量价回升。在经过几年的沉寂后，2010 年公司业绩再现高增长，上半年公司净利润同比增长 39%，超出市场预期。我们预计，这一势头将延续至三季报和年报，公司业绩将再次超出市场预期。

◆**历史经验表明公司可有效规避人民币升值影响。**通过图表 1 可以看出，在人民币升值进程中，公司毛利率水平并未同步下降，主要得益于如下几点：1、公司在中高端色织布领域的世界性龙头地位决定其定价能力较强；2、公司长期以来通过外汇套期保值、远期结售汇等措施，合理安排结算期、结算币种结构以及签订汇率锁定协议等多种方式锁定产品销售利润；3、增加外币借款、调整负债结构，目前公司外币借款余额约 8000 万美金；4、增加原材料辅料、机器设备及零配件进口比例、加大内销比例。

◆**低价棉储备有效冲抵棉价上涨影响。**公司通过新疆鲁泰可以实现 30% 的棉花自给。公司现有长绒棉储备可供用至 2010 年 11 月，不但可有效冲抵成本上涨风险，还有望受益于成本上涨驱动的产品提价，目前色织布和衬衫价格分别同比提升 17% 和 20%，产品价格上涨使得公司 2010 年中期毛利率同比增长 20%。2011 年公司用棉成本将显著增加，但随着产品价格的逐步提升，有利于缓解原料成本上升对利润的吞噬。

◆**估值水平有待修复。**预计公司 2010 年业绩将达到 0.78 元左右，2010 年 7 月试产的 300 万件衬衫项目 2011 年全部贡献利润，如棉价维持高位则 2011 年预计业绩将略有增长。作为纺织制造业龙头企业，公司估值低于行业平均水平，人民币升值、外延式扩张增长方式等使市场对公司一直给予折价。我们在认同品牌渠道等占据产业链高附加值发展模式外，也认为真正优秀的制造企业在行业目前发展阶段也将胜出。我们一直认为，人民币升值等行业负面因素将加速行业整合，优势企业将在优胜劣汰的整合进程中受益于集中度的提升，行业内低端竞争者的淘汰将对公司巩固市场定位、提升定价能力都将产生积极影响。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3,922	4,036	4,177	4,858	5,337
营业收入增长率	2.92%	2.92%	3.50%	16.29%	9.87%
净利润（百万元）	513	570	777	829	978
净利润增长率	11.58%	11.17%	36.35%	6.68%	17.91%
EPS（元）	0.52	0.57	0.78	0.83	0.98
P/E	18	16	12	11	10
P/B	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	10	7	6	5

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。

首次

买入

当前价格	9.41 元
目标价格	13.28 元
目标期限	6-12 个月

分析师：

李婕

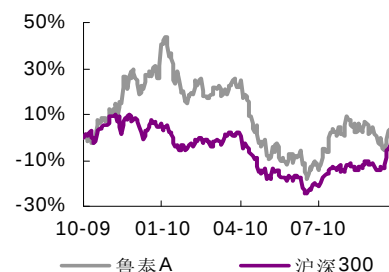
021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	995
总市值(百万元)	9,362
流通比例(%)	45.53%
12 个月最高/最低(元)	13.66/7.24
近 3 月日均成交量(百万股)	11.71
主要股东	淄博鲁诚纺织投资有限 公司

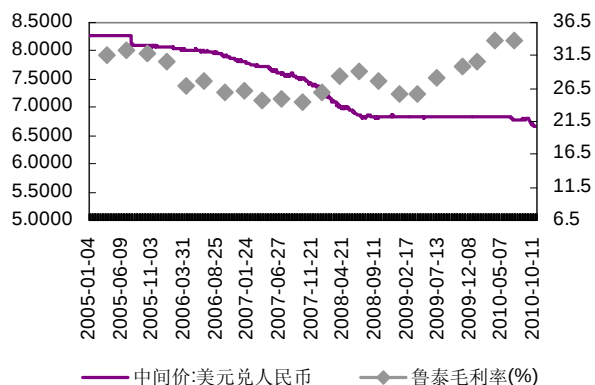
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.38	-7.96	2.90
绝对收益	4.34	18.67	4.94

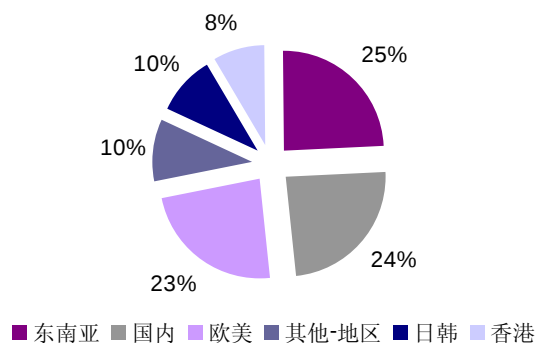
相关报告：

图表 1：人民币升值进程与公司毛利率变化对比图



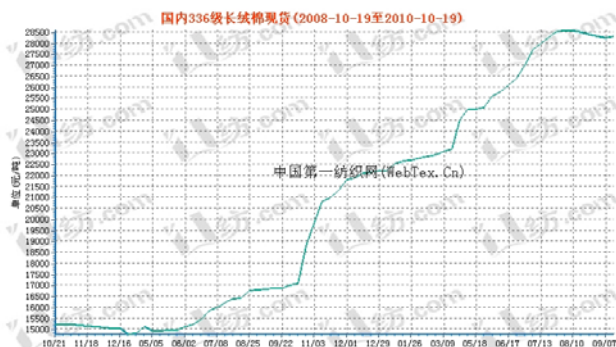
资料来源：光大证券研究所

图表 2：公司出口地区结构图



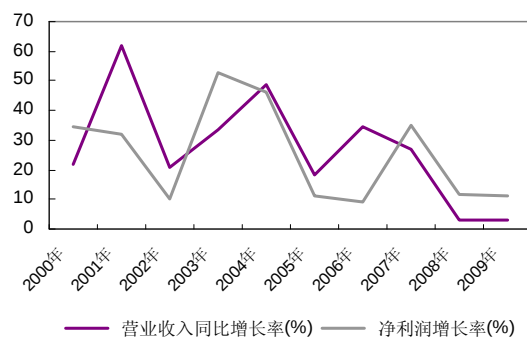
资料来源：光大证券研究所

图表 3：长绒棉价格走势



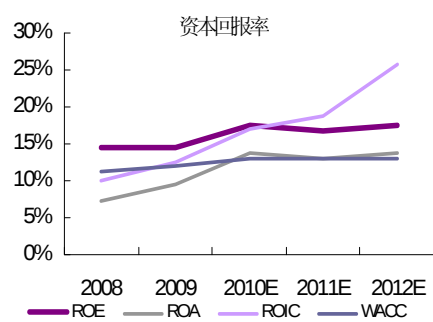
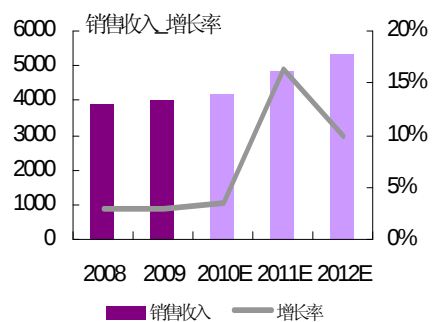
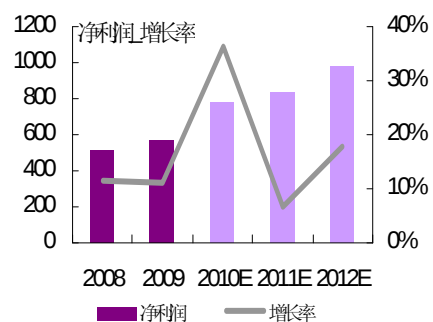
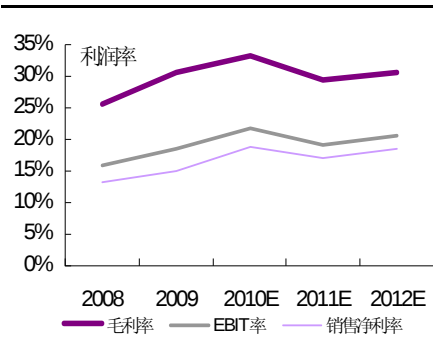
资料来源：光大证券研究所

图表 4：公司历年收入与净利润增幅



资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,922	4,036	4,177	4,858	5,337
营业成本	2,918	2,802	2,790	3,430	3,698
折旧和摊销	338	355	478	478	479
营业税费	4	3	4	4	5
销售费用	124	138	148	146	160
管理费用	232	340	313	340	374
财务费用	39	61	6	-25	-36
公允价值变动损益	-26	-42	0	0	0
投资收益	5	8	4	4	4
营业利润	559	652	902	963	1,138
利润总额	609	680	919	980	1,155
少数股东损益	2	34	4	4	4
归属母公司净利润	512.94	570.22	777.47	829.40	977.98

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	7,092	6,303	5,693	6,388	7,114
流动资产	2,914	2,305	2,215	3,389	4,592
货币资金	1,141	570	654	1,482	2,770
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	134	154	144	168	184
应收票据	116	141	125	146	160
其他应收款	66	50	96	111	122
存货	1,370	1,229	1,066	1,322	1,244
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	1	1	1
固定资产	3,729	3,620	3,173	2,719	2,261
无形资产	227	229	218	207	196
总负债	3,311	2,115	972	1,147	1,224
无息负债	986	833	880	1,055	1,131
有息负债	2,325	1,283	93	93	93
股东权益	3,781	4,188	4,720	5,241	5,890
股本	995	995	995	995	995
公积金	1,459	1,510	1,588	1,633	1,633
未分配利润	1,091	1,418	1,869	2,341	2,986
少数股东权益	240	268	272	276	280

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	782	992	1,586	1,112	1,582
净利润	513	570	777	829	978
折旧摊销	338	355	478	478	479
净营运资金增加	129	167	-272	225	-122
其他	-198	-101	603	-421	248
投资活动产生现金流	-416	-163	-58	4	4
净资本支出	429	176	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-845	-339	-57	4	4
融资活动现金流	316	-1,399	-1,445	-287	-298
股本变化	150	0	0	0	0
债务净变化	-248	-1,042	-1,190	0	0
无息负债变化	194	-153	47	175	76
净现金流	810	-571	84	828	1,288

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.92%	2.92%	3.50%	16.29%	9.87%
净利润增长率	11.58%	11.17%	36.35%	6.68%	17.91%
EBITDA 增长率	8.35%	15.13%	25.27%	2.23%	11.67%
EBIT 增长率	3.04%	20.61%	20.92%	3.32%	17.60%
估值指标					
PE	18	16	12	11	10
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	10	7	6	5
EV/EBIT	18	15	11	10	7
EV/NOPLAT	22	16	13	11	8
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.60%	30.58%	33.22%	29.39%	30.72%
EBITDA 率	24.42%	27.32%	33.07%	29.07%	29.55%
EBIT 率	15.80%	18.52%	21.64%	19.22%	20.58%
税前净利润率	15.52%	16.85%	22.01%	20.18%	21.64%
税后净利润率 (归属母公司)	13.08%	14.13%	18.61%	17.07%	18.32%
ROA	7.26%	9.58%	13.73%	13.05%	13.80%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.48%	14.55%	17.48%	16.70%	17.43%
经营性 ROIC	9.89%	12.56%	17.10%	18.72%	25.66%
偿债能力					
流动比率	0.97	1.15	2.55	3.25	4.10
速动比率	51.47%	53.53%	132.48%	198.28%	299.26%
归属母公司权益/有息债务	1.52	3.06	48.03	53.61	60.57
有形资产/有息债务	2.93	4.69	58.90	66.53	74.47
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.52	0.57	0.78	0.83	0.98
每股红利	0.20	0.25	0.31	0.34	0.39
每股经营现金流	0.79	1.00	1.59	1.12	1.59
每股自由现金流(FCFF)	0.33	0.69	1.54	1.06	1.55
每股净资产	3.56	3.94	4.47	4.99	5.64
每股销售收入	3.94	4.06	4.20	4.88	5.37

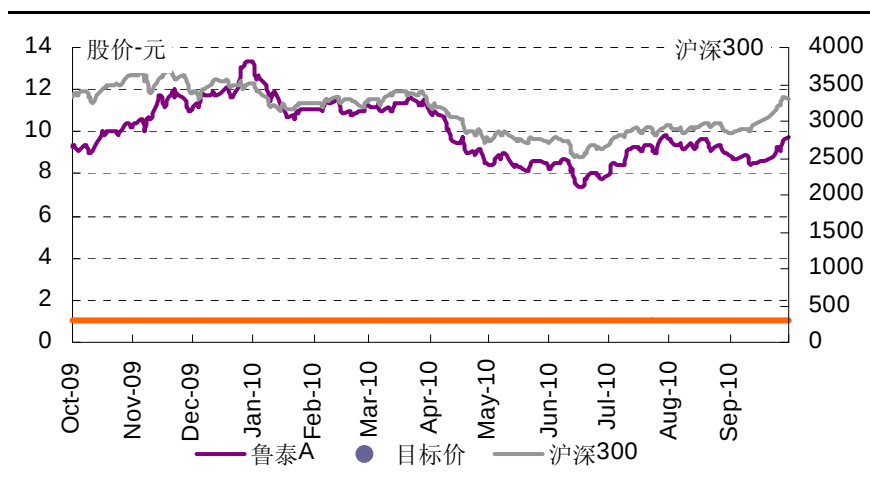
资料来源：光大证券、上市公司

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)



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				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@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。