

纺织服装行业中的低估值蓝筹


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	纺织服装
目标价	14 元
报告日期	2011 年 3 月 8 日 星期二

施红梅	纺织服装行业首席分析师
	63325888×6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860200010014

事件：公司公布 2010 年业绩快报。

我们的观点：

- 公司公布 2010 年业绩快报，预计 2010 年营业收入、利润总额和净利润同比分别增长 24.51%、37.43%和 29.36%，2010 年每股收益为 0.74 元。公司的收入与我们原先的预期基本一致，盈利略低于我们的预期，我们判断主要是所得税和少数股东权益的估计略有偏差。我们认为 2010 年公司营业收入的增长主要来自于主导产品面料和衬衣产品价格的提升和面料产能的增加——1000 万米女装大提花面料项目完成投产。从公司的业绩快报公告分析，公司 2010 年营业利润增速明显超过收入增速，我们认为主要原因是行业出口同比复苏、产品单价提升、低位棉花原料储备和研发费用计入管理费用等原因共同推动公司主营毛利率同比大幅上升。
- 根据我们的分析，公司目前出口订单十分充足，随着主要原料棉花价格的上涨，2011 年公司主导产品衬衣用面料和衬衣仍将进行一定幅度的提价。我们认为相对同行业公司而言，公司由于具备规模、研发和部分上游自产原料等优势，议价能力或者说对成本上升的消化能力较强，但相对于 2010 年因为提前储备大量低价位棉花而产品伴随市场提价带来的毛利率上升效应在 2011 年将明显减弱，我们判断正常情况下公司 2011 年的主营毛利率同比会有所回落，这从 2010 年的第三季度毛利率已经环比第二/第一季度下降可以看出部分端倪。
- 我们始终认为公司是国内纺织制造行业不可多得的企业之一，公司的核心竞争力主要表现在产业链的完善度、强大的技术研发实力，优异的内部管理能力、对行业风险超强的抵抗能力等。但是值得注意的是，公司已经走过了前些年依靠高投入高产能扩张带来快速业绩增长的黄金阶段，未来 2—3 年公司在两大主导产品方面预计还会有一定的量的扩张——我们预计 2011 年公司面料方面有 3000 万米的技术改造项目，预计新增产能 1800 万米左右，衬衣从 2010 年开始的 300 万件项目处于陆续发挥效益之中，但相对于公司 14000 万米/年的面料产能和 1600 万件/年的衬衣产能而言，产能扩张的增速已经明显放缓。公司目前已经进入一个相对稳定增长的阶段。
- 我们分析认为 2010 年出口复苏背景下的前期原料低位锁定、产品提价、衬衣面料新产能扩张是公司业绩增长的主要动力，匹染布业务效益的提升也是一个因素。从中期看，我们判断公司主导产品色织布和衬衣再次进行大规模扩张的可能性相对较小（随着匹染布经营效益的提升，2012 年可能匹染布会有较为明显的扩产），公司出口业务的中期增长更多地在于其产品结构的调整、高附加值产品比重的提高。
- 根据此次业绩快报的情况，同时考虑 2012 年可能的匹染布扩产，我们对公司原有盈利预测进行了小幅调整，将公司 2010—2012 年的每股收益由之前的 0.78 元、0.84 元和 0.94 元调整为 0.74 元、0.85 元和 0.98 元，维持公司“增持”评级。近期公司二级市场股价相对行业较强，我们分析认为最主要的原因可能在于本轮市场风格转换中对低估值品种的偏好以及公司良好的分红收益率预期和充分的流动性。
- 投资风险：原材料价格和人力成本的持续上升和人民币的升值预期等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析（鲁泰 A（000726））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2305	3330	4601	6043	营业收入	4036	5026	5630	6354
现金	570	1277	2267	3417	营业成本	2802	3382	3799	4281
应收账款	154	180	205	232	营业税金及附加	3	5	5	6
其它应收款	50	78	82	92	营业费用	138	151	158	172
预付账款	161	157	180	208	管理费用	340	487	540	604
存货	1229	1471	1679	1880	财务费用	61	44	38	32
其他	141	168	188	214	资产减值损失	6	50	55	61
非流动资产	3998	3842	3648	3423	公允价值变动收益	-42	81	6	6
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	8	-80	5	5
固定资产	3620	3445	3227	2979	营业利润	652	907	1046	1211
无形资产	229	256	281	301	营业外收入	37	37	37	37
其他	148	141	140	143	营业外支出	9	10	9	9
资产总计	6303	7173	8249	9466	利润总额	680	935	1074	1239
流动负债	2010	1991	2138	2284	所得税	76	140	161	186
短期借款	1033	1000	1050	1103	净利润	604	794	913	1053
应付账款	276	332	378	423	少数股东损益	34	57	65	75
其他	702	660	710	758	归属母公司净利润	570	738	848	978
非流动负债	105	115	126	138	EBITDA	1069	1274	1417	1584
长期借款	93	103	114	126	EPS（元）	0.57	0.74	0.85	0.98
其他	13	13	13	13					
负债合计	2115	2107	2264	2422	主要财务比率				
少数股东权益	268	325	390	465	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	995	995	995	995	成长能力				
资本公积	1135	1135	1135	1135	营业收入	2.9%	24.5%	12.0%	12.9%
留存收益	1793	2531	3378	4356	营业利润	16.6%	39.1%	15.3%	15.7%
归属母公司股东权益	3920	4741	5595	6578	归属于母公司净利润	11.2%	29.4%	14.9%	15.3%
负债和股东权益	6303	7173	8249	9466	获利能力				
现金流量表					毛利率	30.6%	32.7%	32.5%	32.6%
单位: 百万元					净利率	14.1%	14.7%	15.1%	15.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.5%	15.6%	15.2%	14.9%
经营活动现金流	992	1190	1096	1222	ROIC	12.0%	13.8%	13.6%	13.5%
净利润	604	794	913	1053	偿债能力				
折旧摊销	355	323	333	341	资产负债率	33.6%	29.4%	27.4%	25.6%
财务费用	61	44	38	32	净负债比率	60.63%	54.71%	53.61%	52.78%
投资损失	-8	80	-5	-5	流动比率	1.15	1.67	2.15	2.65
营运资金变动	-44	-158	-194	-210	速动比率	0.51	0.90	1.33	1.79
其它	24	107	11	11	营运能力				
投资活动现金流	-163	-247	-129	-105	总资产周转率	0.60	0.75	0.73	0.72
资本支出	178	130	100	80	应收账款周转率	27	29	28	28
长期投资	-0	-0	0	0	应付账款周转率	9.57	11.14	10.71	10.69
其他	15	-118	-29	-25	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-1399	-236	23	32	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.74	0.85	0.98
短期借款	-942	-33	50	53	每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.20	1.10	1.23
长期借款	-206	10	11	12	每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.77	5.62	6.61
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	18.67	14.43	12.56	10.89
其他	-258	-214	-38	-32	P/B	2.72	2.25	1.90	1.62
现金净增加额	-571	707	991	1150	EV/EBITDA	11	9	8	7

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn