

审慎推荐-B (维持)

鲁泰 A 000726.SZ

目标估值: 13.69 元

当前股价: 10.70 元

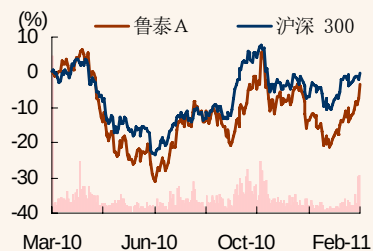
2011 年 3 月 8 日

基础数据

上证综指	2996
总股本(万股)	99486
已上市流通股(万股)	45295
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	47
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	17.3
资产负债率	28.0%
主要股东	淄博鲁诚纺织公司
主要股东持股比例	12.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	11	-9
相对表现	11	-1	-10



相关报告

- 1、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13
- 2、《鲁泰 A-出口维持复苏与毛利率维持上升使得业绩继续超预期》2010/10/22
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7
- 4、《鲁泰 A-低估值诱发投资机会》2011/3/7

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

议价能力强 投资机会主要源于低估值优势

公司公布了 10 年业绩快报,收入同比增长 24.51%,略超过我们预期,利润总额增长 37.43%,基本符合预期,但受少数股东损益增加影响,净利润增长了 29.36%,略低于我们的预期。我们认为淘汰落后产能力度的加大、成本上升及人民币升值等因素将有利于加快行业优化整合进程,强化“强者恒强,弱者淘汰”的趋势。公司作为色织布龙头企业,议价能力较强,目前主要是估值水平在纺织制造业中很低,属于在出口数据良好、毛利率波动不大的背景下阶段性关注的品种。

- **外需回暖,行业景气度回升,拉动业绩高增长。**公司公告 2010 年全年实现营业收入 50.26 亿元,同比增长 24.51%,营业利润和归属母公司所有者净利润分别为 9.08 亿元和 7.38 亿元,同比分别增长 39.13%和 29.36%,实现基本收益 0.74 元。收入情况超过我们的预期,而经营性利润增长情况基本符合我们的预期。公司属于外向出口型企业,约 80%以上的产品用于出口。2010 年受益于外需回暖,欧美补库存效应快速拉动公司产品量增价升,尤其是价格的提升比较明显,促使原有强势市场恢复良好增势,与此同时,东南亚等新兴市场的成功开拓,也是助推 2010 年业绩高涨的又一驱动力。
- **技术储备丰富,套期保值措施得力,确保盈利能力稳步提升。**一直以来,公司较为重视研发技术的开发,每年都投入大量研发费用,以科技创新为主线保障公司的可持续发展,目前公司已有多项技术在行业内处于领先地位,并自主开发出多款市场前景广阔的面料产品,如看液氨潮交联面料、抗菌抗辐射面料及芳香面料等。上述产品较普通产品均具有 10%-20%左右的提价空间。我们认为凭借技术的绝对领先优势,公司具有较强的定价话语权,面对棉花价格迅猛增长,劳动力成本持续攀升,公司成功的通过提价转嫁了来自上游的成本压力,加之 2010 年低价棉花库存发挥效益,使毛利率稳步提升。另外,面对人民币升值压力持续增加,公司采取套期保值的措施,合理的减小了汇兑损失对利润的影响。

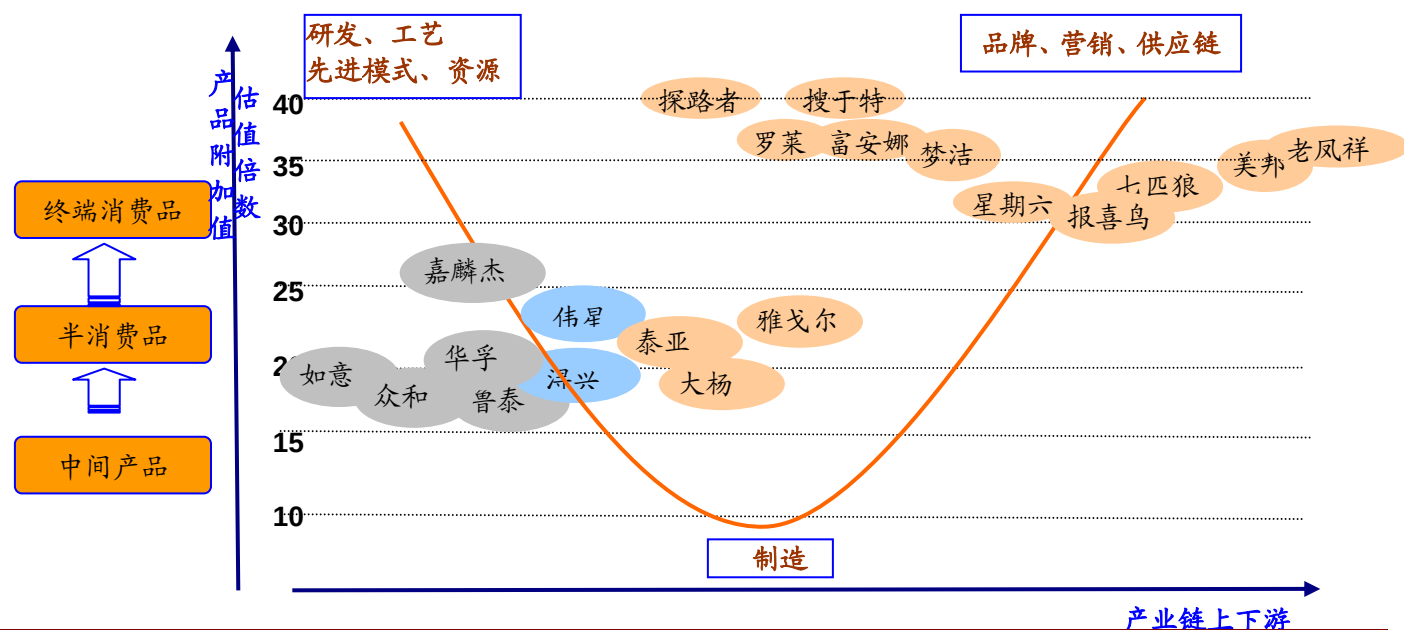
财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3922	4036	4994	5723	6087
同比增长	3%	3%	24%	15%	6%
营业利润(百万元)	559	652	909	1028	1136
同比增长	10%	17%	39%	13%	10%
净利润(百万元)	513	570	739	851	938
同比增长	12%	11%	30%	15%	10%
每股收益(元)	0.52	0.57	0.74	0.86	0.94
PE	20.8	18.7	14.4	12.5	11.3
PB	3.0	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源:招商证券

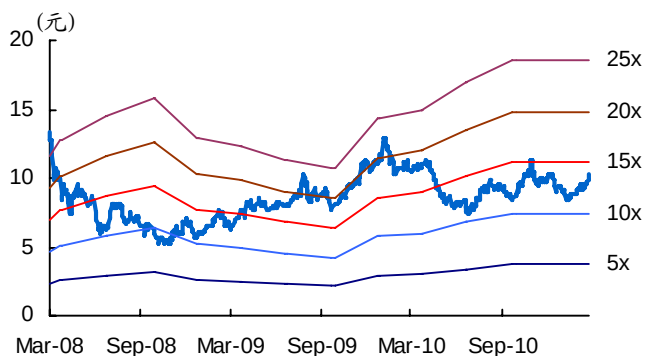
- **2011 年展望：**我们认为公司目前的生产状况基本趋于饱和，尽管今年会有 300 万件衬衫产能陆续释放，但该部分产能占比仅为 11%左右，且实际达产量要小于设计产能的规模，加之今年美国大规模回补库存效应减弱，故收入增长主要依靠产品售价提升的拉动。从目前情况看，公司对下游客户的议价能力相对较强，基本可顺利通过提价规避部分成本上涨的压力。但预计今年棉花价格上涨幅度会低于去年，原材料价格的波动可能给公司毛利率水平带来一定程度的波动，这是对公司投资需要关注的一个重点。
- **盈利预测与投资建议：**公司龙头优势明显，议价能力相对较强且订单较为饱满，我们略微调整此前的盈利预测，预计 11-12 年 EPS 分别为 0.86 和 0.94 元/股，对应 11 年市盈率为 12 倍。目前公司的最大优势主要是估值很低，安全边际较高，属于在出口数据良好、毛利率波动不大的背景下可阶段性关注的品种。维持“审慎推荐-B”的投资评级。
- **风险因素：**棉花价格和劳动力等成本持续攀升，打压毛利率的风险；短期内人民币持续升值，吞噬利润的风险；欧、日市场内需疲软影响销售的风险。

图 1：V 式估值法（根据 11 年 EPS）



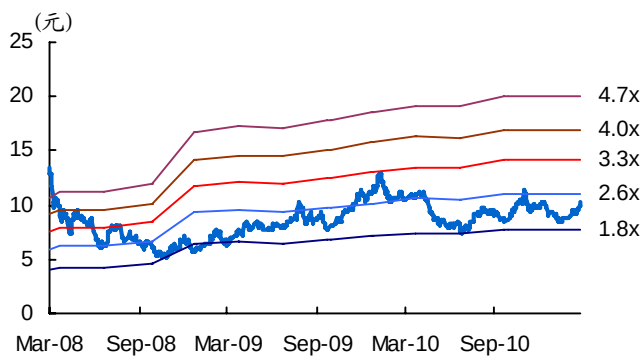
资料来源：招商证券

图 2：鲁泰 A 历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：鲁泰 A 历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:**1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:**

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

4、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13

首次在业内提出以隐形冠军的思路分析纺织服装生产企业，并由此深刻的揭示出国内企业升级的路径：学习隐形企业的素质，加强在中高档领域的地位，有序布局产能。

5、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

6、《鲁泰 A-出口复苏与低价棉储备带来利润超预期的表现》2010/8/17**7、《鲁泰 A-出口维持复苏与毛利率维持上升使得业绩继续超预期》2010/8/17****8、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:**

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

9、《鲁泰 A-出口维持复苏与毛利率维持上升使得业绩继续超预期》2010/10/22**10、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:**

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

11、《鲁泰 A-低估值诱发投资机会》2011/3/7

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2914	2305	2428	3345	4242
现金	1141	570	298	882	1615
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	116	141	150	172	183
应收款项	134	154	148	170	181
其它应收款	66	50	100	114	122
存货	1370	1229	1558	1806	1927
其他	87	161	173	201	214
非流动资产	4178	3998	3590	3292	3023
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3729	3620	3308	3026	2776
无形资产	227	229	206	185	167
其他	222	148	75	80	80
资产总计	7092	6303	6018	6637	7265
流动负债	3000	2010	1259	1352	1398
短期借款	1974	1033	300	300	300
应付账款	309	276	346	401	428
预收账款	32	41	35	40	43
其他	684	660	578	611	627
长期负债	311	105	76	46	16
长期借款	299	93	63	33	3
其他	13	13	14	14	14
负债合计	3311	2115	1335	1398	1414
股本	995	995	995	995	995
资本公积金	1128	1135	1135	1135	1135
留存收益	1418	1789	2233	2744	3306
少数股东权益	240	268	320	365	414
母公司所有者权益	3541	3920	4363	4874	5437
负债及权益合计	7092	6303	6018	6637	7265

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	782	992	1054	1083	1244
净利润			739	851	938
折旧摊销			443	408	374
财务费用			17	14	6
投资收益			25	15	0
营运资金变动			(285)	(240)	(118)
其它			115	34	44
投资活动现金流	(416)	(163)	(98)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			2	0	0
筹资活动现金流	316	(1399)	(1227)	(400)	(411)
借款变动			(890)	(30)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(296)	(341)	(375)
其他			(42)	(29)	(6)
现金净增加额	682	(570)	(271)	584	733

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3922	4036	4994	5723	6087
营业成本	2918	2802	3463	4013	4283
营业税金及附加	4	3	5	6	6
营业费用	124	138	160	177	183
管理费用	232	340	414	469	475
财务费用	39	61	17	14	6
资产减值损失	25	6	0	0	0
公允价值变动收益	(26)	(42)	(30)	(20)	(5)
投资收益	5	8	5	5	5
营业利润	559	652	909	1028	1136
营业外收入	59	37	35	35	35
营业外支出	10	9	9	9	9
利润总额	609	680	935	1054	1162
所得税	94	76	144	158	174
净利润	515	604	791	896	987
少数股东损益	2	34	52	45	49
母公司所有者净利润	513	570	739	851	938
EPS (元)	0.52	0.57	0.74	0.86	0.94

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	3%	3%	24%	15%	6%
营业利润	10%	17%	39%	13%	10%
净利润	12%	11%	30%	15%	10%
获利能力					
毛利率	25.6%	30.6%	30.6%	29.9%	29.6%
净利率	13.1%	14.1%	14.8%	14.9%	15.4%
ROE	14.5%	14.5%	16.9%	17.5%	17.3%
ROIC	8.3%	11.6%	15.4%	15.8%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	33.6%	22.2%	21.1%	19.5%
净负债比率	32.8%	20.3%	6.5%	5.5%	4.6%
流动比率	1.0	1.1	1.9	2.5	3.0
速动比率	0.5	0.5	0.7	1.1	1.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8
存货周转率	2.5	2.2	2.5	2.4	2.3
应收帐款周转率	30.7	28.0	33.0	36.0	34.7
应付帐款周转率	10.9	9.6	11.1	10.7	10.3
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.57	0.74	0.86	0.94
每股经营现金	0.79	1.00	1.06	1.09	1.25
每股净资产	3.56	3.94	4.39	4.90	5.46
每股股利	0.18	0.14	0.30	0.34	0.38
估值比率					
PE	20.8	18.7	14.4	12.5	11.3
PB	3.0	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.5	11.8	9.1	8.6	8.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。