



对一线骨干的激励推动公司发展更加积极进取

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 4 月 11 日 星期一

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 2011 年限制性股票激励计划 (草案)。

我们的观点:

- 公司 2011 年限制性股票激励计划 (草案) 的主要内容: (1) 公司拟以定向发行新股的方式向激励对象授予 1440 万股限制性股票, 授予数量占公司总股本 1.4474%; 当解锁条件成就时, 激励对象可按本计划的规定分批申请获授限制性股票的解锁; 限制性股票解锁后可依法自由流通。(2) 本次激励对象包括部分管理人员以及绝大部分业务和技术骨干, 总计 351 人。(3) 公司授予激励对象每一股限制性股票的价格为 5.275 元。(4) 本计划有效期 48 个月, 在授予日的 12 个月后分三期解锁, 解锁期 36 个月。在解锁期内, 若达到本计划规定的解锁条件, 激励对象可在授予日的 12 个月后、24 个月和 36 个月后分三期申请解锁, 每期解锁的限制性股票数量分别为本次授予限制性股票总数的 50%、30% 和 20%。(4) 本次激励计划的考核条件分别为: 第一个解锁期要求 2011 年净资产收益率不低于同行业上市公司平均水平的 2 倍; 2011 年净利润较 2010 年增长率不低于 15%。2011 年经营性现金流净额不小于当期净利润; 第二个解锁期要求 2012 年净资产收益率不低于同行业上市公司平均水平的 2 倍; 2012 年净利润较 2010 年增长率不低于 20%; 2012 年经营性现金流净额不小于当期净利润; 第三个解锁期要求 2013 年净资产收益率不低于同行业上市公司平均水平的 2 倍; 2013 年净利润较 2010 年增长率不低于 30%; 2013 年经营性现金流净额不小于当期净利润。
- 我们对本次公司推出限制性股票激励计划的看法如下: (1) 首先本次计划的推出本身在市场预期之外, 因为公司绝大部分高级管理人员已经通过第一大股东鲁诚纺织在上市之前就已经持有公司股票, 但本次激励计划重点激励且基本覆盖了所有一线的技术和业务骨干, 对公司日常经营会产生进一步的推动作用。(2) 其次从考核条件看, 对净资产收益率的指标要求是比较高的, 但从公司以往的盈利水平看难度预计不大。对 2011—2013 年的净利润指标可以基本简化为, 2011 年同比至少增长 15%, 2012 年同比至少增长 4.3%, 2013 年盈利同比至少增长 8.3%, 与我们原先对公司未来三年的盈利预计相比, 要达到这一考核条件基本也没有问题。(3) 当然对于激励对象而言, 尽管行权价格比较相对市场价格比较低, 但由于落实到个人的股票数量并不多, 未来要获得更多的超额收益, 必须通过业绩超预期的增长获得更多的股票差价, 这也是市场未来需要期待的。
- 我们总体认为公司目前已经进入一个相对稳定增长的阶段。未来 2—3 年我们预计公司在两大主导产品方面预计还会有一定的量的扩张——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, 由于这些产能相对于公司 14000 万米/年的面料产能和 1600 万件/年的衬衣产能而言比重不高, 因此产能扩张所带来的业绩增速已不可能像前些年那样高速增长, 而是会进入一个稳定增长阶段。如果后期匹染布方面有进一步的扩产对公司外延式扩张速度将是明显的提升。
- 盈利预测和投资评级: 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、对行业系统性风险超强的抵抗能力等。我们对公司维持 2011—2013 年每股收益分别为 0.87 元, 0.99 元和 1.11 元的预测, 维持对公司的“增持”评级。如果后期匹染布方面有进一步的扩产或国内业务有突破, 我们不排除上调公司盈利预测的可能。
- 风险因素: 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2868	3604	4909	6365	营业收入	5026	5662	6375	6998
现金	604	1193	2180	3341	营业成本	3391	3816	4292	4712
应收账款	155	195	220	233	营业税金及附加	5	5	6	6
其它应收款	75	83	89	102	营业费用	141	159	178	196
预付账款	388	256	342	410	管理费用	545	602	679	726
存货	1466	1706	1886	2072	财务费用	39	45	40	37
其他	179	171	192	208	资产减值损失	45	29	31	32
非流动资产	4148	3952	3717	3449	公允价值变动收益	100	100	110	121
长期投资	69	35	40	43	投资净收益	-52	-60	-66	-73
固定资产	3644	3443	3170	2888	营业利润	908	1047	1194	1338
无形资产	293	336	366	409	营业外收入	49	40	40	40
其他	142	139	140	109	营业外支出	22	15	15	15
资产总计	7016	7556	8626	9814	利润总额	935	1072	1219	1363
流动负债	2101	1905	2091	2300	所得税	120	139	158	177
短期借款	870	800	880	968	净利润	815	933	1060	1185
应付账款	470	457	525	585	少数股东损益	76	65	74	83
其他	762	648	685	747	归属于母公司净利润	739	867	986	1103
非流动负债	173	125	132	136	EBITDA	1310	1449	1599	1748
长期借款	86	86	86	86	EPS（元）	0.74	0.87	0.99	1.11
其他	87	39	45	49					
负债合计	2274	2030	2222	2436	主要财务比率				
少数股东权益	337	403	477	560	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	995	995	995	995	成长能力				
资本公积	1130	1130	1130	1130	营业收入	24.5%	12.7%	12.6%	9.8%
留存收益	2283	2902	3596	4367	营业利润	39.2%	15.3%	14.0%	12.1%
归属母公司股东权益合计	4404	5123	5927	6819	净利润	29.6%	17.4%	13.7%	11.8%
负债和股东权益	7016	7556	8626	9814	获利能力				
现金流量表					毛利率	32.5%	32.6%	32.7%	32.7%
单位:百万元					净利率	14.7%	15.3%	15.5%	15.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	16.8%	16.9%	16.6%	16.2%
经营活动现金流	1206	1163	1429	1638	ROIC	13.2%	13.6%	13.4%	13.1%
净利润	815	933	1060	1185	偿债能力				
折旧摊销	363	357	365	373	资产负债率	32.4%	26.9%	25.8%	24.8%
财务费用	39	45	40	37	净负债比率				
投资损失	52	60	66	73	流动比率	1.37	1.89	2.35	2.77
营运资金变动	3	-279	-214	-183	速动比率	0.65	0.96	1.41	1.84
其它	-66	48	112	152	营运能力				
投资活动现金流	1206	-135	-191	-197	总资产周转率	0.75	0.78	0.79	0.76
资本支出	517	100	80	70	应收账款周转率	31	31	29	29
长期投资	-14	-34	6	3	应付账款周转率	9.10	8.24	8.74	8.48
其他	1709	-69	-105	-124	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-663	-440	-251	-280	每股收益	0.74	0.87	0.99	1.11
短期借款	-163	-70	80	88	每股经营现金流	1.21	1.17	1.44	1.65
长期借款	-6	0	0	0	每股净资产	4.43	5.15	5.96	6.85
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-5	0	0	0	P/E	13.81	11.77	10.35	9.26
其他	-489	-370	-331	-368	P/B	2.32	1.99	1.72	1.50
现金净增加额	-47	588	988	1161	EV/EBITDA	7	6	5	5

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