

2011-04-10

纺织和服装

鲁泰 A000726.SZ

维持

买入

当前价格	10.26 元
目标价格	13.28 元
目标期限	6 个月

分析师:

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-2216 9107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人:

谢宁铃

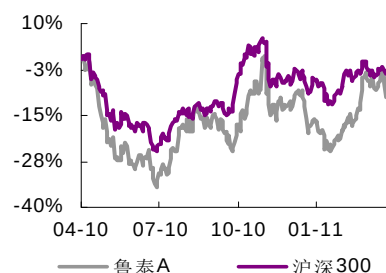
021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	995
总市值(百万元)	10,207
流通比例(%)	45.53%
12 个月最高/最低(元)	11.75/7.24
近 3 月日均成交量(百万股)	9.48
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	-5.78	3.73	-8.24
绝对收益	-5.34	9.63	-9.00

相关报告:

业绩符合预期, 估值仍具提升空间	2011-03-30
产品提价、估值修复造就投资机会	2011-03-04
业绩有望再超预期	2010-10-20

推出股权激励, 高管与业务骨干广泛受益

◆公司推出股权激励计划

鲁泰 A 公布股权激励计划: 1) 公司计划向 356 名对象授予 1440 万份股票期权, 占目前总股本的 1.4474%; 2) 行权价 5.275 元, 为董事会决议公告日(11 年 4 月 9 日)前 20 个交易日股票均价的 50%; 3) 股票来源为向激励对象定向发行 A 股普通股股票, 行权资金为激励对象自筹资金; 4) 行权期为自股票期权授权日起 4 年, 等待期 1 年; 5) 激励对象可按获授股票期权总量的 50%、30%、20% 分三期行权; 6) 行权条件: 以 2010 年净利润为基数, 2011-2013 年各自比 10 年净利润增长不低于 15%、20%、30% (即净利润复合增速达到 9.14%), 且净资产收益率不低于同行业上市公司平均水平的 2 倍, 经营性现金流净额不小于当期净利润。

◆高管与业务骨干广泛受益

激励对象不仅包括公司 16 名董事和高管, 还涉及 340 名核心业务技术骨干乃至工段长(涵盖研发、营销、生产、仓储等多个部门), 此股权激励有效实现了业务骨干、职业经理人与股东利益一致, 有助保持高管团队稳定, 在人工成本上涨的背景下能够稳定公司整体团队、有效激发各级管理及业务骨干的工作积极性。

◆订单饱满催生扩产预期, 对行业各种负面因素具有较强抵御能力

历史上公司业绩的大幅增长均伴随着产能的扩张, 目前中高端色织布企业普遍订单饱满, 鲁泰订单已接到 6 月份, 设备利用率达 100%基础上尚有部分产品外包生产, 不排除公司有进一步的扩产计划。

人民币升值未对公司毛利率影响有限。公司通过外汇套期保值、远期结售汇、增加外币借款、增加辅料设备进口比例等措施, 有效对冲人民币升值影响。公司用工以当地为主, 且工资水平在当地薪酬仍具有吸引力, 短期人工成本上升影响不大。随着公司高价棉使用比例的上升, 1 月份 33-34% 毛利率水平将成为短期高点。但公司通过新疆鲁泰可实现 30% 棉花自给, 产品持续提价也将部分冲抵成本上涨压力。

◆估值合理, 维持“买入”评级

作为色织布龙头企业, 公司基本面扎实、竞争力强、具有一定议价能力, 股权激励受众面广, 有助于提升高管及业务骨干工作积极性。不考虑扩产, 预计 11-13 年 EPS 分别为 0.88 元、1.03 元、1.22 元, 目前估值仍具有提升空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 股权激励产生的 9684 万元管理费用将在授予日起三年内分摊, 其中前两年摊销比例较大。

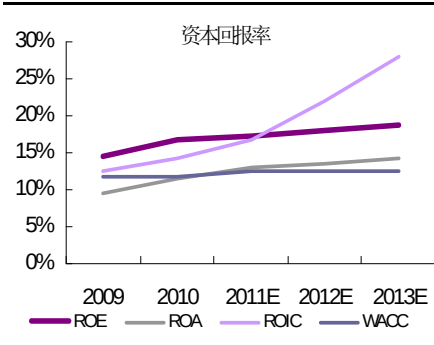
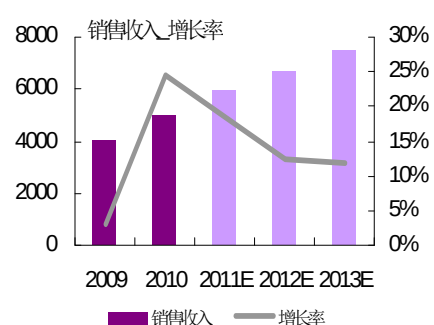
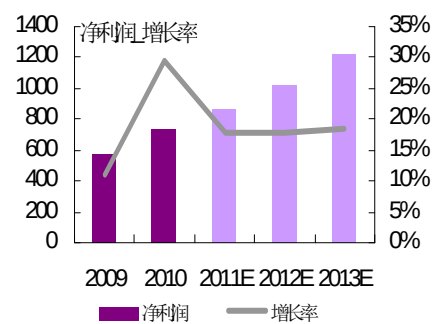
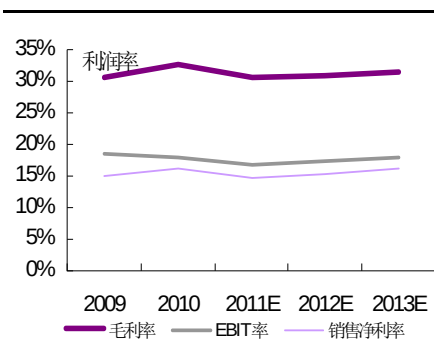
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,036	5,026	5,953	6,698	7,498
营业收入增长率	2.92%	24.51%	18.45%	12.51%	11.95%
净利润(百万元)	570	739	871	1,026	1,215
净利润增长率	11.17%	29.62%	17.78%	17.83%	18.47%
EPS(元)	0.57	0.74	0.88	1.03	1.22
ROE(归属母公司) (摊薄)	14.55%	16.78%	17.32%	17.99%	18.68%
P/E	18	14	12	10	8

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,036	5,026	5,953	6,698	7,498
营业成本	2,802	3,391	4,138	4,636	5,149
折旧和摊销	355	363	507	508	509
营业税费	3	5	5	6	7
销售费用	138	141	176	198	219
管理费用	340	545	634	700	765
财务费用	61	39	2	-28	-41
公允价值变动损益	-42	100	0	0	0
投资收益	8	-52	4	4	4
营业利润	652	908	994	1,186	1,399
利润总额	680	935	1,029	1,211	1,434
少数股东损益	34	76	4	4	4
归属母公司净利润	570.22	739.09	870.54	1,025.73	1,215.19

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	6,303	7,016	6,773	7,593	8,545
流动资产	2,305	2,868	3,143	4,461	5,912
货币资金	570	604	825	2,163	3,349
交易型金融资产	0	40	0	0	0
应收账款	154	155	206	232	259
应收票据	141	137	179	201	225
其他应收款	50	75	136	154	172
存货	1,229	1,466	1,605	1,573	1,752
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	69	69	70	70
固定资产	3,620	3,644	3,209	2,735	2,257
无形资产	229	293	279	265	251
总负债	2,115	2,274	1,406	1,546	1,690
无息负债	833	1,249	1,320	1,459	1,604
有息负债	1,283	1,025	86	86	86
股东权益	4,188	4,742	5,367	6,047	6,855
股本	995	995	995	995	995
公积金	1,510	1,559	1,628	1,628	1,628
未分配利润	1,418	1,855	2,408	3,084	3,887
少数股东权益	268	337	341	345	349

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	992	1,206	1,378	1,666	1,563
净利润	570	739	871	1,026	1,215
折旧摊销	355	363	507	508	509
净营运资金增加	167	166	88	-101	185
其他	-101	-62	-88	233	-346
投资活动产生现金流	-163	-586	32	-6	-6
净资本支出	176	513	10	10	10
长期投资变化	0	69	0	0	0
其他资产变化	-339	-1,168	22	-16	-16
融资活动现金流	-1,399	-663	-1,189	-321	-371
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,042	-257	-939	0	0
无息负债变化	-153	416	71	140	144
净现金流	-571	-47	221	1,338	1,186

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	2.92%	24.51%	18.45%	12.51%	11.95%
净利润增长率	11.17%	29.62%	17.78%	17.83%	18.47%
EBITDA 增长率	15.13%	14.42%	18.78%	10.92%	12.10%
EBIT 增长率	20.61%	20.27%	10.30%	16.38%	17.36%
盈利能力 (%)					
毛利率	30.58%	32.53%	30.48%	30.78%	31.33%
EBITDA 率	27.32%	25.11%	25.18%	24.82%	24.85%
EBIT 率	18.52%	17.89%	16.66%	17.23%	18.06%
税前净利润率	16.85%	18.60%	17.28%	18.09%	19.13%
税后净利润率 (归属母公司)	14.13%	14.71%	14.62%	15.31%	16.21%
ROA	9.58%	11.62%	12.91%	13.56%	14.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.55%	16.78%	17.32%	17.99%	18.68%
经营性 ROIC	12.56%	14.36%	16.74%	22.11%	27.93%
偿债能力					
流动比率	1.15	1.37	2.53	3.23	3.88
速动比率	53.53%	66.72%	123.89%	209.13%	272.66%
归属母公司权益/有息债务	3.06	4.30	58.19	66.02	75.32
有形资产/有息债务	4.69	6.48	74.96	84.61	95.78
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.57	0.74	0.88	1.03	1.22
每股红利	0.25	0.25	0.35	0.41	0.49
每股经营现金流	1.00	1.21	1.38	1.67	1.57
每股自由现金流(FCFF)	0.69	0.52	1.27	1.59	1.48
每股净资产	3.94	4.43	5.05	5.73	6.54
每股销售收入	4.06	5.05	5.98	6.73	7.54

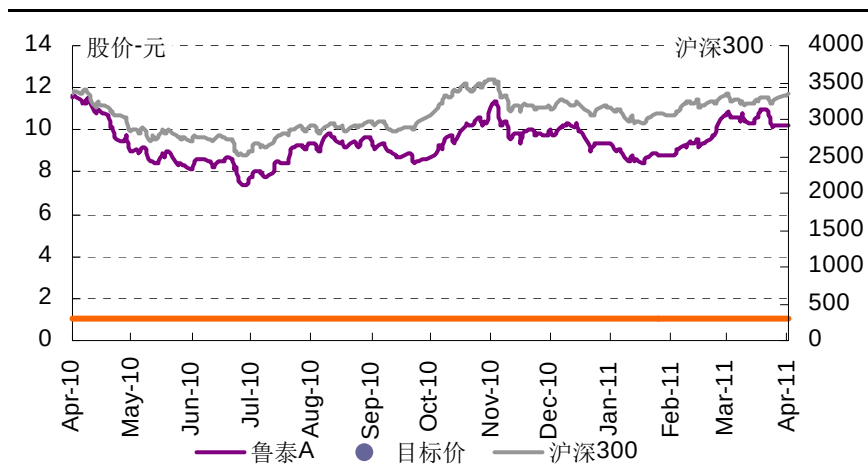
资料来源：光大证券、上市公司

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)



日期	股价	目标	评级
2010-10-21	9.41	13.28	买入
2011-03-04	9.91	13.28	买入
2011-03-30	10.68	13.28	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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相一致的投资决策。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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。