

增持 首次
鲁泰 A (000726)
2011 年 09 月 30 日

棉价回落致产品价格下调，三季度毛利率或收窄

2011 年 9 月 29 日收盘价：9.87 元
6 个月目标价：11.31 元

纺织服装行业高级分析师：卢媛媛
SAC 执业证书编号：S0850511030004
lyy5991@htsec.com
021-23219610

鲁泰是我国最大的衬衫用色纺布生产基地，目前拥有色纺布生产产能 1.6 亿米，匹染布 5000 万米，衬衫 2000 万件，同等级产品的市场份额约为 18%。公司产品主要用于出口，客户稳定，但受到汇率波动和出口政策的影响较大。公司产品定价以市场定价为主，有一定的议价能力。由于棉花占生产成本的比重较大以及依赖订单的生产模式，公司的毛利率呈现波动性特征。行业市场竞争格局和市场空间较为稳定，公司扩产较为谨慎，因此未来产能扩张的速度较慢。今年棉花价格大起大落，2 季度开始棉价呈下行走势，公司预计明年棉花供略大于求，从国家棉花收储价格看，明年的棉价应该稳定在收储价格左右。公司产品与棉价联动性较大，由于棉价下跌，客户观望情绪较浓，因此公司 3 季度销量增速放缓，同时产品价格伴随棉价下调 7%，以及低价存货消耗完毕，预计 3 季度公司毛利率将收窄。我们认为公司股价的棉花行情已经结束，短期内股价没有较强的催化因素，但长期估值仍然较低，值得关注。我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85、0.87 和 0.99 元。给予 12 年 13 倍 PE 估值，目标价 11.31，“增持”评级。

1. 公司历史

鲁泰前身为淄博第七棉纺厂，1987 年筹建，以纺纱起家，当时产能 1 万多纱锭，1990 年与泰伦公司合资成立泰伦公司。1993 年公司产能扩充到 2 万纱锭。1993 年公司改制，发行内部职工股，融资 4000 万元，开始后供需延伸，生产色织布。1997 年公司发行 B 股 8000 万股，生产规模进一步扩大，产业链延伸至服装加工。2000 年再次融资，A 股上市，公司的产能翻番。目前公司色织布产能 1.6 亿米，匹染布 5000 万米。衬衣 2000 万件。

2. 公司的未来增长来源于国外高端色织布的产能转移和市场份额的提升

全球色织布生产经历三个主要阶段：从规模、品质到花色设计。目前中国、印度、东南亚等亚洲发展中国家的色织布生产还处在规模优势的阶段，日本色织布则以品质为特色展开竞争，而欧洲色织布则在花色、设计上独树一帜，占据色织布价值链的高端地位。随着全球纺织产业不断向发展中国家转移，发达国家色织布生产在不断萎缩，中国在引进国外先进的管理经验和技术设备、工艺后，以色织行业龙头公司为代表的色织布技术和品质水平迅速提升，中国色织布生产的竞争力正在经历由规模到品质的转化，在全球高端色织布的竞争地位正在不断提升。目前土耳其、台湾和日本的生产开始萎缩。色织布行业属于资本密集型企业，初期设备投入较大，产业形成规模需要一定的时间。目前产能向东南亚转移的企业大多是服装加工企业，其固定资产投入小。由于色织布行业初期投资较大及环保要求较高的特征，如在东南亚国家进行大规模的投入，投资人将面临较大的风险，因此目前色织布行业产能还没有向东南亚国家转移的迹象。

表 1 国内主要色织布产能情况

	鲁泰 A	广东溢达	雅戈尔	天津田歌	联发股份
产能（万米）	16000	8100	5500	4000	5700

资料来源：联发股份招股说明书，海通证券研究所

3. 行业成熟，外延式扩张较为谨慎

公司的主要产品系列以 60S 以上的中高端产品为主。主要产品系列有 80S、100S、120S 和 140S。真正和公司产生竞争关系的竞争对手有广州益达、天津田歌。公司在中高端市场的市场份额约为 18% 左右。公司目前产能已经较大，未来扩产计划将较为谨慎。主要依据市场情况，采取先外协后自建的策略，只有外协产能稳定后才会考虑扩张自有产能。

9 月 28 日公司发布公告称，投资 50470 万元，新增 4000 万米高档色织布生产线项目。该项目按计划于 2011 年至 2013 年分两期实施，第一期设计产能 2000 万米，计划于 2012 年二季度投产，第二期设计产能 2000 万米，计划于 2013 年二季度投产。项目全部达产后预计每年可实现销售收入约 77000 万元人民币。该项目的实施将有利于提高公司的市场竞争力及公司的经营业绩，使公司持续保持行业领先的地位。

4. 产品价格和棉价走势关系的周期性特征

公司成本构成如下：棉花和棉纱合并占比 56%，人工占比 12%-13%，燃料动力 9%-10%，折旧 6%，其他成本 12%-13%。棉花为公司的主要原材料，因此公司的毛利率变化与棉花价格密切相关。

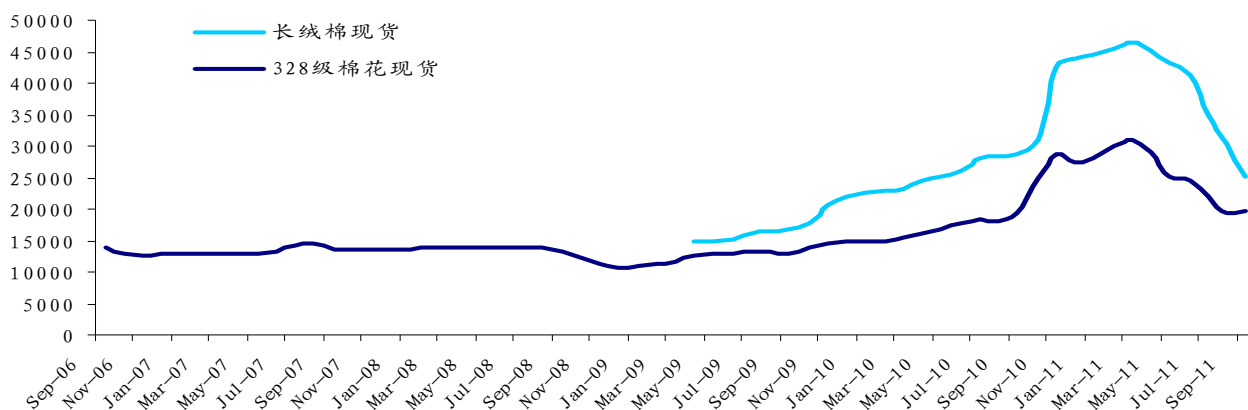
公司的订单周期一般面料为 3 个月，服装为 2 个月，一般库存棉花储备 3 个月。由于公司对棉价的精确判断在 2009 年末集中采购了大量的棉花，2010 年公司基本没有采购，低价棉库存已在 2011 年 1 季度使用完毕，目前公司对棉花的采购已经进入常态，生产用棉为 3 个月前采购的棉花，成本相对较高。

今年 9 月已经进入新棉的采摘期，11 月、12 月和 1 季度是棉花的集中采购期，最近国家收储价已经确定，但是目前市场按照收储价格是买不到棉花的。公司认为国家收储价格的意义在于防止新棉上市集中供给把棉价过渡打压，起到稳定市场价格的作用。因此未来新棉价格不会低于收储价格。

公司产品价格按照市场价格确定，公司有一定的议价能力，但没有绝对定价权。产品价格基本跟随棉价的走势，但时间上有 1-2 个月的滞后性，3 季度产品价格回落，环比下降 5%-7%。另外不同系列的产品价格相差较大，如 40S 和 80S 的产品价格相差 50% 左右。08-09 年金融危机时公司产品价格在 2.8-2.9 美元/米，2010 年产品综合单价超过 3 美元/米，今年以来最高价格达到过 3.9 美元/米。

由于棉价下跌，3 季度客户在观望产品价格，7-8 月产品销量增速放慢。因此综合以上考虑 3 季度公司销售收入增速放缓已成定局，产品价格下降，生产用棉为高价棉，毛利率下降趋势已经形成。

图 1 棉价走势图（元/吨）



资料来源：第一纺织网，海通证券研究所

我们注意到，公司产品主要原料长绒棉的价格，在 09 年以来与 328 级棉花保持了一致的变化与波动，这有利于公司对棉价作出准确判断，迅速调整库存计划。正如表 2 所示，08 年之前棉价较为平稳，公司毛利率相对较低，而存货周转天数在 08、09 年由 07 年的 110 天迅速跳升至 150 天、134 天，随后迎来 2010 年棉价飙升行情，公司毛利率也迅速提升，由 08 年 25.9% 升至 10 年 35%——公司棉价判断之精准、库存调整之迅速可窥一斑。

表 2 棉花价格与公司毛利率及存货的比较

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1H2010	1H2011
色织布面料毛利率(%)	27.5	32.5	27.5	31.0	25.6	26.0	25.9	30.9	35	34.82	35.91
棉花价格(元/吨)	10898	13912	14689	13106	13799	13542	13187	12850	19430	16052	27910
棉花价格同比增长率(%)	-	27.7	5.6	-10.8	5.3	-1.9	-2.6	-2.6	51.2	33.90	73.87
存货周转天数(天)	129	160	137	156	112	110	150	134	128	133.53	150.88

资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 棉花采购

公司原料为长绒棉只有在新疆有生产。公司每年采购棉花 4 万吨。其自产棉花占棉花原材料比例 30%。公司在新疆有 13 万亩土地, 6 万吨纺纱产能。其余主要向新疆兵团采购和进口棉花。自产棉花方面, 公司向农户提供种子和灌溉, 垫支农药等农资, 农户收获的棉花只能卖给公司。

6. 自有品牌

目前对于品牌建设还没有具体计划, 最近还没有较大投入尚在构思过程中。线下门店, 商业地产成本过高, 公司于现有传统品牌企业相比没有竞争优势。而电子商务, 产品定位不能过高, 因此公司陷入两难境地。目前新开实体店主要以机场店为主, 网上销售以低端产品为主。公司的品牌业务主要由北京思创具体实施, 其代理 Arrow 品牌, 目前处于亏损状态。思创共拥有门店 400 多家, 其中自有品牌格里芬 20 多家。2008-2010 年北京思创分别实现净利润 2.1、81.17 和 18.23 万元。

7. 投资建议。

公司产品与棉价联动性较大, 由于棉价下跌, 客户观望情绪较浓, 因此公司 3 季度销量增速放缓, 同时产品价格伴随棉价下调 7%, 以及低价存货消耗完毕, 预计 3 季度公司毛利率将收窄。我们认为公司股价的棉花行情已经结束, 短期内股价没有较强的催化因素, 但长期估值仍然较低, 值得关注。我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85、0.87 和 0.99 元。“增持”评级。

风险提示: 棉花价格继续下行, 毛利率收窄幅度超预期; 人民币继续加速升值; 出口退税率下降。

表 3 鲁泰 A 合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3922	4036	5026	6347	6665	7001
营业成本	2918	2802	3391	4369	4729	4964
营业税金及附加	4	3	5	5	5	6
销售费用	124	138	141	178	187	196
管理费用	221	332	537	635	533	490
财务费用	39	61	39	54	51	31
投资收益	5	8	(52)	(52)	(68)	(88)
资产减值及公允价值变动	(0)	(36)	145	25	25	25
其他收入	(61)	(21)	(99)	(0)	0	0
营业利润	559	652	908	1080	1117	1252
营业外净收支	49	28	27	1	1	1
利润总额	609	680	935	1081	1118	1253
所得税费用	94	76	120	141	145	163
少数股东损益	2	34	76	88	91	102
归属于母公司净利润	513	570	739	853	882	988
全面摊薄每股收益(元)	0.57	0.73	0.85	0.87	0.98	1.13

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

卢媛媛：纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（00269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）、步森股份（002569）、星期六（002291）、搜于特（002503）、富安娜（002327）、罗莱家纺（002293）、九牧王（601566）、鹿港科技（601599）、森马服饰（002563）、七匹狼（002029）、报喜鸟（002154）、希努尔（002485）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。