

审慎推荐-A (维持)

鲁泰A 000726.SZ

目标估值: 12.12 元

当前股价: 9.59 元

2011年11月3日

基础数据

上证综指	2436
总股本(万股)	100895
已上市流通股(万股)	55082
总市值(亿元)	94
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	17.8
资产负债率	29.7%
主要股东	淄博鲁诚纺织投资有
主要股东持股比例	12.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-8	-7
相对表现	-9	9	14



相关报告

- 1、《鲁泰 A-议价能力强 投资机会主要源于低估值优势》2011/3/8
- 2、《鲁泰 A-成本压力显现 投资收益拉动净利润大幅增长》2011/4/20
- 3、《鲁泰 A-产品持续提价 投资价值与后续棉价走势密切相关》2011/6/2
- 4、《鲁泰 A-提价驱使中期业绩走高 棉价大幅回调使下半年经营承压》2011/8/11

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

张永为

zhangyw@cmschina.com.cn
S1090511030007

上半年的业绩基础对前三季度的发展构成支撑

面对欧美经济不振及前期棉价的大幅下挫,短期内对公司业绩造成一定压力,但在上半年的快速增长的拉动下,前三季度公司整体业绩仍然维持了较为稳定的增长;中长期来看,随着棉价回归至理性区间,成本的稳定有益于公司更加从容的组织后期生产经营;同时,伴随明年部分产能的有效释放,在复杂的市场环境下,公司业绩有望趋稳。

- **上半年业绩快速增长对前三季度形成了有力支撑。**今年前三季公司实现营业收入 44.64 亿元,同比增长 23.53%,同期营业利润和净利润分别为 8.93 亿元和 7.16 亿元,分别同比增长 27.13%和 24.98%,基本每股收益 0.72 元,基本符合预期。我们认为业绩的稳定增长主要源自于上半年在产品价格驱动的背景下业绩增长较快的支撑,而短期内棉价急跌而导致的订单滞延,产品售价下调等现象,均对单季度业绩增长造成负面影响。
- **欧美经济疲软和棉价大幅下挫致三季度业绩增速明显放缓。**公司三季度实现营业收入 14.8 亿元,同比增长仅 8%,而当期净利润同比下滑 1.53%。三季度,随着欧美经济下滑和棉价下跌,市场观望情绪弥漫,客户下单也较为谨慎,公司的订单也出现一定时期的滞延;同时,随着棉价短期内大幅下跌,7 月公司产品价格也相应进行了调整,因此,在量缩价跌的双重压力下,公司三季度业绩增速明显放缓。但三季度业绩走势基本符合我们在中期作出的预判。
- **降价滞延稳定毛利率水平。**公司前三季综合毛利率达到了 33.27%,较去年同期提升了 0.4 个基点,主要原因是上半年的产品提价拉高了综合毛利率。一二季度,伴随着棉花价格不断攀升,公司产品也持续提升,并于二季度达到历史高点,而公司前期的低价棉储备也助推毛利空间进一步扩大,二季度单季度毛利率也达到了 36%,创出历史新高;二季度末,棉花价格见顶回落,三季度长绒棉累计跌幅接近 50%,公司产品价格也相应有所调整,然而,因三季度产品价格下调幅度要小于棉价下跌幅度,且产品调价通常有三个月滞后期,因此公司三季度毛利率同比依然小幅提升 0.5 个百分点,达到 31.76%,稳定了整体毛利率水平。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	4036	5026	5882	6703	7439
同比增长	3%	25%	17%	14%	11%
营业利润(百万元)	652	908	1077	1208	1369
同比增长	17%	39%	19%	12%	13%
净利润(百万元)	570	739	875	1007	1140
同比增长	11%	30%	18%	15%	13%
每股收益(元)	0.57	0.74	0.88	1.01	1.15
PE	16.7	12.9	10.9	9.5	8.4
PB	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源:招商证券

□ **管理费用增加推升三项费用率。**尽管销售费用率和财务费用率均有不同幅度下降，但前三季度由于职工薪酬和研发费用的增长，管理费用同比增长了 34.50%，管理费用率也从去年同期的 9.41% 上升至 10.25%，这导致三项费用率整体同比小幅增加 0.32 个百分点，增至 13.43%

□ **现金流状况良好，应收账款额有所下降。**虽然遭遇欧美债务危机以及棉价大幅下挫，但公司仍凭借稳固的龙头地位和优良的管理能力取得不错增长，前三季度经营性现金流同比增长了 18.67%，基本正常；而当期应收账款比期初下降了 48.63%，主要由于子公司新疆鲁泰上期应付收购棉农籽棉款本期支付。

盈利预测和投资评级：考虑四季度受外需疲软、人民币升值及产品调价等负面影响，经营的不确定性增加，但基于前三季度的基础以及公司多年的经验与底质，预计全年可保持稳定的发展。结合三季报情况，我们微调 11-13 年 EPS 分别为 0.88、1.01 和 1.15 元/股，目前对应 11、12 年估值为 10.9 倍和 9.5 倍。前三季度的业绩增长保持了相对快速，估值不高是优势，但四季度依然面临国际市场经济低迷、原材料价格的波动及人民币升值等不确定性因素，投资机会与后期业绩增长的稳定性相关，维持“审慎推荐-A”的投资评级。半年至一年目标价可给予 12 年 12 倍的 PE，目标价格中枢为 12.12 元。

□ **风险提示：**棉花价格持续下跌，对产品价格压力加大；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。

表 1：公司三季度业绩回顾

	3Q10	2Q11	3Q11	同比	环比
营业收入	1367	1568	1484	9%	-5%
营业毛利	427	565	471	10%	-17%
销售费用	32	31	37	14%	20%
管理费用	115	166	155	34%	-7%
财务费用	11	13	10	-4%	-20%
营业利润	259	365	270	4%	-26%
所得税	39	61	45	18%	-26%
归属母公司净利润	207	284	225	9%	-21%

资料来源：wind、招商证券

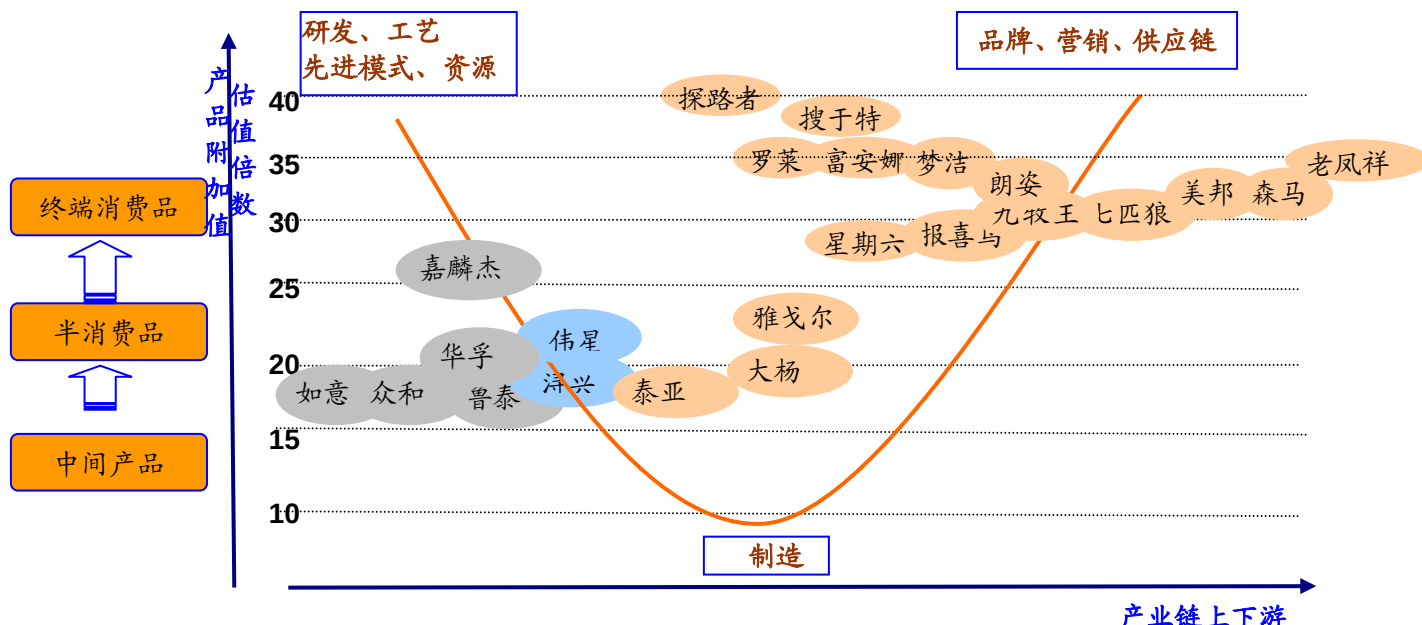
表 2：各季度业绩回顾

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
营业收入	842	1000	1097	1097	1008	1239	1367	1412	1413	1568	1484
营业毛利	217	303	358	357	342	418	427	448	449	565	471
销售费用	33	34	37	33	33	35	32	40	39	31	37
管理费用	39	80	98	122	108	117	115	205	137	166	155
财务费用	18	19	16	8	13	8	11	6	12	13	10
营业利润	136	159	164	193	177	267	259	205	258	365	270
归属母公司净利润	122	142	145	162	148	219	207	166	208	284	225
主要比率											
毛利率	26%	30%	33%	33%	34%	34%	31%	32%	32%	36%	32%
销售费用率	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	3%
管理费用率	5%	8%	9%	11%	11%	9%	8%	15%	10%	11%	10%
营业利润率	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%
有效税率	16%	7%	12%	10%	19%	13%	14%	5%	16%	17%	17%
净利率	14%	14%	13%	15%	15%	18%	15%	12%	15%	18%	15%
YOY											
收入	-9%	7%	7%	5%	20%	24%	25%	29%	40%	27%	9%
归属母公司净利润	-16%	-5%	-14%	911%	21%	55%	43%	2%	40%	30%	9%

资料来源：wind、招商证券

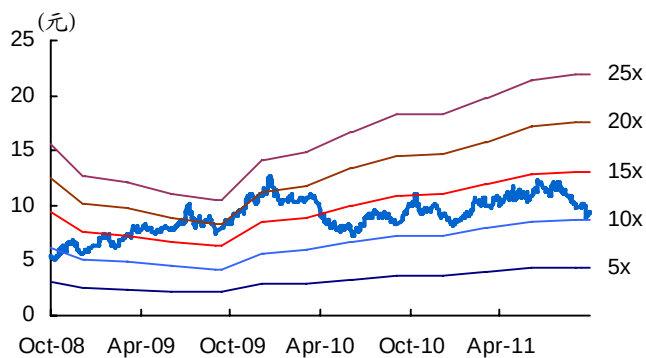
敬请阅读末页的重要说明

图1: V式估值法 (根据11年EPS)



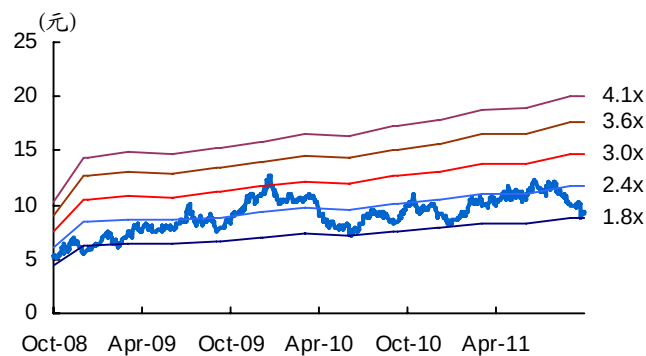
资料来源: 招商证券研发中心

图2: 鲁泰A历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图3: 鲁泰A历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

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、《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。

7、《鲁泰 A-低估值诱发投资机会》2011/3/7

8、《鲁泰 A-议价能力强 投资机会主要源于低估值优势》2011/3/8

9、《鲁泰 A-低价棉储备和提价带来快速增长》2011/3/29

10、《鲁泰 A-成本压力显现 投资收益拉动净利润大幅增长》2011/4/20

11、《织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

12、《鲁泰 A-提价驱使中期业绩走高 棉价大幅回调使下半年经营承压》2011/8/11

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2305	2868	4251	5332	6510
现金	570	604	1221	1849	2618
交易性投资	0	40	0	0	0
应收票据	141	137	147	168	186
应收款项	154	155	128	166	184
其它应收款	50	75	59	67	112
存货	1229	1466	2311	2642	2923
其他	161	389	385	440	487
非流动资产	3998	4148	3712	3409	3139
长期股权投资	0	69	69	69	69
固定资产	3620	3644	3262	2986	2740
无形资产	229	293	264	238	214
其他	148	142	116	116	116
资产总计	6303	7016	7963	8740	9649
流动负债	2010	2101	2472	2590	2748
短期借款	1033	870	900	900	900
应付账款	276	470	588	672	744
预收账款	41	147	284	324	359
其他	660	614	701	693	746
长期负债	105	173	178	178	178
长期借款	93	86	86	86	86
其他	13	87	91	92	92
负债合计	2115	2274	2650	2768	2926
股本	995	995	995	995	995
资本公积金	1135	1130	1130	1130	1130
留存收益	1789	2279	2804	3409	4092
少数股东权益	268	337	384	439	505
母公司所有者权益	3920	4404	4929	5534	6218
负债及权益合计	6303	7016	7963	8740	9649

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	992	1206	1007	1160	1347
净利润		739	875	1007	1140
折旧摊销		0	448	409	374
财务费用		0	50	44	37
投资收益		0	(80)	(15)	(15)
营运资金变动		0	(394)	(336)	(251)
其它		467	108	50	62
投资活动现金流	(163)	(586)	(38)	(100)	(100)
资本支出		0	(100)	(100)	(100)
其他投资		(586)	62	0	0
筹资活动现金流	(1399)	(663)	(353)	(432)	(478)
借款变动		0	(39)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(350)	(403)	(456)
其他		(663)	37	(29)	(22)
现金净增加额	(570)	(43)	617	628	769

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4036	5026	5882	6703	7439
营业成本	2802	3391	4054	4635	5128
营业税金及附加	3	5	6	7	10
营业费用	138	141	156	174	193
管理费用	340	545	609	650	717
财务费用	61	39	50	44	37
资产减值损失	6	45	10	0	0
公允价值变动收益	(42)	100	20	15	15
投资收益	8	(52)	60	0	0
营业利润	652	908	1077	1208	1369
营业外收入	37	49	27	50	33
营业外支出	9	22	20	8	15
利润总额	680	935	1084	1250	1386
所得税	76	120	163	188	180
净利润	604	815	922	1063	1206
少数股东损益	34	76	46	55	66
母公司所有者净利润	570	739	875	1007	1140
EPS (元)	0.57	0.74	0.88	1.01	1.15

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	3%	3%	25%	17%	14%
营业利润	10%	17%	39%	19%	12%
净利润	12%	11%	30%	18%	15%
获利能力					
毛利率	25.6%	30.6%	32.5%	31.1%	30.9%
净利率	13.1%	14.1%	14.7%	14.9%	15.0%
ROE	14.5%	14.5%	16.8%	17.8%	18.2%
ROIC	8.3%	11.6%	14.3%	15.2%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	33.6%	32.4%	33.3%	31.7%
净负债比率	32.8%	20.3%	14.6%	12.4%	11.3%
流动比率	1.0	1.1	1.4	1.7	2.1
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.8	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.5	2.2	2.5	2.1	1.9
应收帐款周转率	30.7	28.0	32.5	41.5	45.6
应付帐款周转率	10.9	9.6	9.1	7.7	7.4
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.57	0.74	0.88	1.01
每股经营现金	0.79	1.00	1.21	1.01	1.17
每股净资产	3.56	3.94	4.43	4.95	5.56
每股股利	0.18	0.14	0.14	0.35	0.41
估值比率					
PE	18.6	16.7	12.9	10.9	9.5
PB	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	15.5	13.5	11.0	9.1	8.6

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：跳出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。