

# 复苏趋势明朗化，投资价值凸显

## 增持 维持

目标价格：暂无

### 观点上，我们与市场的不同之处：

- 行业层面，市场普遍预期当前纺织行业弱复苏，但对未来复苏的延续性及改善程度普遍缺少信心，而我们的判断更为积极，我们认为未来下游进入补库周期及原材料触底回升是推动行业持续复苏的主要动力。
- 公司层面，由于业绩波动较大，市场亦对公司未来发展前景缺少趋势性预判，目前时点我们认为公司处于长周期业绩改善的拐点期，未来伴随行业景气复苏及公司运营调整，业绩弹性亦将逐步体现。

### 投资逻辑：

- 未来复苏趋势明朗化之行业复苏趋势明朗化。** 经历过去两年纺织行业的深幅调整，我们认为纺织行业最坏时期已经过去，当前无论从企业订单还是原材料运行趋势都反映出行业回暖趋势，未来随着国内外经济企稳，纺织产业链有望进入补库周期，进而从订单及成本两方面推动行业进入持续复苏通道。
- 未来复苏趋势明朗化之公司收入增速稳步提升明朗化。** 公司自去年下半年起，通过以价换量的形式加大市场拓展力度，收入增速表现出明显改善迹象。未来随着下游订单改善、原材料价格回升及内外棉价差收窄，公司在定价策略上将拥有更大的灵活性和自主权，稳量提价策略使得公司收入增长趋势明朗化。
- 未来复苏趋势明朗化之公司毛利率水平逐级改善明朗化。** 公司在未来原材料储备方面有望采取较之过去更为积极的策略（拍储搭配进口配额）来锁定成本，同时伴随订单结构改善及售价上调，毛利率改善的趋势亦逐步明朗。
- 盈利预测及投资建议。** 鉴于行业复苏趋势及公司未来盈利增长的可预见性逐步增强，上调公司盈利预测至 2013/14/15 实现 EPS 分别为 0.25/0.36/0.53 元，维持“增持”评级。当前市场对于公司未来盈利改善并未给予充分预期，目前时点公司投资价值显著，建议重点配置。
- 风险提示。** 棉价走势大幅波动，国内外经济形势继续恶化。

| 主要经营指标    | 2011A   | 2012A   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万)  | 5107.24 | 5732.43 | 6878.92 | 8117.12 | 9578.20 |
| 增长率       | 6.78%   | 12.24%  | 20.00%  | 18.00%  | 18.00%  |
| 归母净利润(百万) | 406.97  | 90.74   | 204.85  | 297.52  | 440.45  |
| 增长率       | 9.64%   | -77.70% | 125.77% | 45.24%  | 48.04%  |
| 每股收益      | 0.489   | 0.109   | 0.246   | 0.357   | 0.529   |
| 市盈率       | 9.9     | 44.5    | 19.7    | 13.6    | 9.2     |

### 纺织服装研究组

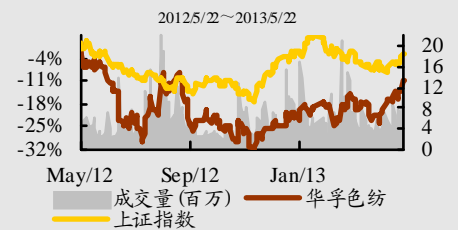
#### 分析师：

**李振亚(S1180512080002)**

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 华孚色纺：复苏初露端倪，好转趋势有望持续  
2013.04.26
- 华孚色纺：基本面继续探底，买点仍需等待  
2012.07.30
- 鲁泰 A：业绩拐点再确认，这个春天很明媚  
2013.04.11
- 鲁泰 A：投资的春天正式来临  
2013.03.29
- 鲁泰 A：谁说价值股就没有春天  
2013.1.21
- 鲁泰 A：业绩缓慢筑底，最差时期已经过去  
2012.10.25
- 鲁泰 A：业绩低点已过，弱市凸显竞争实力  
2012.08.14

**公司财务报表预测 (百万元)**

| <b>利润表</b>    |       |       |       |       |       | <b>资产负债表</b> |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |              | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入          | 5107  | 5732  | 6879  | 8117  | 9578  | 货币资金         | 1151  | 568   | 69    | 81    | 96    |
| YOY           | 6.8%  | 12.2% | 20.0% | 18.0% | 18.0% | 应收和预付款项      | 1497  | 1990  | 2069  | 2652  | 2840  |
| 营业成本          | 4093  | 5115  | 5950  | 6981  | 8189  | 存货           | 2326  | 2129  | 2830  | 2755  | 3797  |
| 毛利            | 1014  | 617   | 929   | 1136  | 1389  | 其他流动资产       | 8     | 54    | 30    | 30    | 30    |
| % 营业收入        | 19.9% | 10.8% | 13.5% | 14.0% | 14.5% | 长期股权投资       | 33    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 营业税金及附加       | 22    | 22    | 26    | 31    | 36    | 投资性房地产       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 固定资产和在建工程    | 2255  | 2910  | 2652  | 2330  | 1997  |
| 销售费用          | 174   | 222   | 261   | 300   | 345   | 无形资产和开发支出    | 176   | 207   | 183   | 160   | 136   |
| % 营业收入        | 3.4%  | 3.9%  | 3.8%  | 3.7%  | 3.6%  | 其他非流动资产      | 7     | 29    | 3     | 0     | 0     |
| 管理费用          | 238   | 258   | 316   | 369   | 431   | 资产总计         | 7452  | 7919  | 7868  | 8039  | 8928  |
| % 营业收入        | 4.7%  | 4.5%  | 4.6%  | 4.6%  | 4.5%  | 短期借款         | 2673  | 2652  | 2481  | 1933  | 2425  |
| 财务费用          | 138   | 239   | 192   | 179   | 177   | 应付和预收款项      | 885   | 1327  | 1274  | 1737  | 1755  |
| % 营业收入        | 2.7%  | 4.2%  | 2.8%  | 2.2%  | 1.8%  | 长期借款         | 662   | 663   | 663   | 663   | 663   |
| 资产减值损失        | 8     | 1     | 2     | 2     | 2     | 其他负债         | 156   | 161   | 158   | 158   | 158   |
| 公允价值变动收益      | 0     | 3     | 0     | 0     | 0     | 负债合计         | 4376  | 4802  | 4576  | 4491  | 5001  |
| 投资收益          | 16    | -17   | 0     | 0     | 0     | 股本           | 555   | 833   | 833   | 833   | 833   |
| 营业利润          | 449   | -139  | 131   | 256   | 398   | 资本公积         | 1271  | 1002  | 1002  | 1002  | 1002  |
| % 营业收入        | 8.8%  | -2.4% | 1.9%  | 3.2%  | 4.2%  | 留存收益         | 1161  | 1190  | 1365  | 1617  | 1992  |
| 营业外收支         | 64    | 293   | 145   | 145   | 195   | 归属母公司股东权益    | 2987  | 3026  | 3200  | 3453  | 3827  |
| 利润总额          | 513   | 154   | 276   | 401   | 593   | 少数股东权益       | 90    | 91    | 93    | 96    | 100   |
| % 营业收入        | 10.1% | 2.7%  | 4.0%  | 4.9%  | 6.2%  | 股东权益合计       | 3077  | 3116  | 3293  | 3548  | 3927  |
| 所得税费用         | 118   | 62    | 69    | 100   | 148   | 负债和股东权益合计    | 7452  | 7919  | 7868  | 8039  | 8928  |
| 净利润           | 396   | 92    | 207   | 301   | 445   |              |       |       |       |       |       |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 407.0 | 91    | 205   | 298   | 440   |              |       |       |       |       |       |
| 少数股东损益        | -11   | 1     | 2     | 3     | 4     |              |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表</b>  |       |       |       |       |       | <b>财务指标</b>  |       |       |       |       |       |
|               | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |              | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营活动现金流净额     | -1085 | 496   | -115  | 749   | -305  | 毛利率          | 19.9% | 10.8% | 13.5% | 14.0% | 14.5% |
| 投资活动现金流净额     | -950  | -575  | -15   | 9     | 46    | 三项费用/销售收入    | 10.8% | 12.5% | 11.2% | 10.5% | 9.9%  |
| 筹资活动现金流净额     | 1641  | -325  | -370  | -746  | 274   | 销售净利率        | 7.7%  | 1.6%  | 3.0%  | 3.7%  | 4.6%  |
| 现金净流量         | -414  | -406  | -499  | 12    | 15    | ROE          | 13.6% | 3.0%  | 6.4%  | 8.6%  | 11.5% |
|               |       |       |       |       |       | EBIT 增长率     | 13.6% | 3.0%  | 6.4%  | 8.6%  | 11.5% |
|               |       |       |       |       |       | 流动比率         | 1.4   | 1.2   | 1.3   | 1.5   | 1.6   |
|               |       |       |       |       |       | 速动比率         | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
|               |       |       |       |       |       | 应收账款周转率      | 7.0   | 6.7   | 7.0   | 7.2   | 7.4   |

资料来源: 宏源证券研究所

**作者简介:**

**李振亚:** 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券研究所建材建筑组, 2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。

重点覆盖公司: 罗莱家纺、卡奴迪路、鲁泰 A、九牧王、探路者、富安娜、梦洁家纺、伟星股份、瑞贝卡、华孚色纺等。

**机构销售团队**

| 区域   | 姓名  | 手机号           | 座机号         | 邮箱                   |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111  | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
|      | 李倩  | 010-88083561  | 13631508075 | liqian@hysec.com     |
|      | 王燕妮 | 010-88085993  | 13911562271 | wangyanni@hysec.com  |
|      | 张瑶  | 010-88013560  | 13581537296 | zhangyao@hysec.com   |
| 华东区域 | 张珺  | 010-88085978  | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com  |
|      | 赵佳  | 010-88085291  | 18611796242 | zhaojia@hysec.com    |
|      | 奚曦  | 021-51782067  | 13621861503 | xixi@hysec.com       |
|      | 孙利群 | 010-88085756  | 13910390950 | sunliqun@hysec.com   |
|      | 李岚  | 021-51782236  | 13917179275 | lilan@hysec.com      |
| 华南区域 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com   |
|      | 罗云  | 010-88085760  | 13811638199 | luoyun@hysec.com     |
|      | 赵越  | 0755-33968162 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com    |
|      | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 胡玉峰 | 010-88085843  | 15810334409 | huyufeng@hysec.com   |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。