

二季度收入增速有所下滑+人民币贬值 提升毛利率



核心观点

- 19年上半年公司营业收入同比下降 2.89%，净利润同比增长 9.03%，扣非后净利润同比增长 2.83%，其中第二季度单季营业收入减少 6.83%，净利润下滑 0.83%，收入增速环比一季度下滑明显。
- 盈利端表现优于收入端主要得益于毛利率提升。人民币同比贬值使得 19 年上半年公司整体毛利率同比提升 2.54pct，二季度环比提升 0.08pct。分产品来看，上半年面料销售同比增长 0.61%，毛利率提升 1.85pct；衬衣销售同比微跌 0.14%，毛利率上升 2.81pct。分地区来看，东南亚、欧美和内销收入分别同比增长 12.31%、0.38%和-14.53%，各地区毛利率均有不同程度的提升。上半年公司期间费用率上升 2.28pct，销售费用率、管理研发费用率和财务费用率分别上升 0.4pct、1.15pct 和 0.72pct。半年末公司应收账款同比增长 6.90%，存货同比增长 15.89%，经营活动净现金流同比减少 82.84%，主要是原料采购款增加、销售商品收到的现金流入减少等所致。
- 国内外产能的陆续释放和可转债的发行将为公司中长期提供一定保障。17 年起东南亚相对低成本的面料和衬衣产能的陆续投放(越南二期色织面料与纺纱产能)将为公司后续收入与盈利带来新的外延增长点，5 月公司公告拟公开发行可转债募资 15.5 亿元用于功能性面料智慧生态园区项目(一期)、高档印染面料生产线项目等，投产后将进一步巩固公司在全球中高端色织布行业的龙头地位。三季度以来人民币兑美元汇率仍处于弱势区间，同比有所贬值，预计对公司下半年毛利率与盈利仍将发挥正面影响。
- 我们认为公司是纺织服装行业内具有国际竞争力的制造企业之一，未来行业集中度、产品附加值和产业经营效率的提升将是公司经营稳健持续增长的推动因素。4 月公司完成回购注销 6448.08 万 B 股，股份回购与历年以来的高现金分红(当前股息率 5.3%)一直是鲁泰提升企业价值、实现股东权益最大化的重要手段之一。

财务预测与投资建议

- 根据中报，我们下调公司未来 3 年收入预测，考虑公司回购 B 股后股本的变动，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.00 元、1.08 元与 1.17 元(原预测 19-21 年每股收益为 0.98 元、1.08 元与 1.20 元)，维持公司 19 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 12.00 元，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 中美贸易摩擦等可能影响、汇率波动和棉花价格波动等对经营的可能影响。

公司主要财务信息

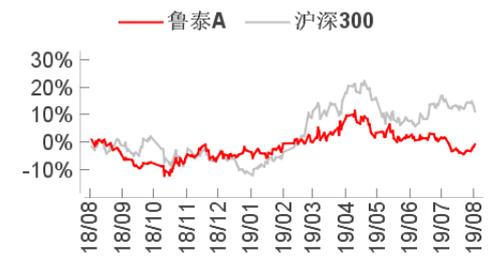
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,409	6,879	7,002	7,425	7,876
同比增长(%)	7.1%	7.3%	1.8%	6.0%	6.1%
营业利润(百万元)	1,001	969	1,072	1,157	1,247
同比增长(%)	3.7%	-3.2%	10.6%	7.9%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	841	812	861	929	1,002
同比增长(%)	4.4%	-3.5%	6.1%	7.9%	7.8%
每股收益(元)	0.98	0.95	1.00	1.08	1.17
毛利率(%)	30.1%	29.3%	30.5%	30.5%	30.6%
净利率(%)	13.1%	11.8%	12.3%	12.5%	12.7%
净资产收益率(%)	11.9%	11.3%	11.4%	11.4%	11.6%
市盈率	9.6	10.0	9.4	8.7	8.1
市净率	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年08月02日)	9.45元
目标价格	12元
52周最高价/最低价	11.15/8.78元
总股本/流通A股(万股)	85,812/56,108
A股市值(百万元)	8,109
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019年08月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.38	-2.17	-8.7	-5.59
相对表现	-5.26	-2.65	4.46	16.76
沪深300	-2.88	-4.82	-4.24	11.17



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人 朱炎

相关报告

投资收益拖累年报盈利 全球化布局有利于 2019-04-02
巩固长期龙头地位：
收入保持稳健增长 单季度毛利率改善显 2018-10-31
著：
销售相对稳健 成本上涨和汇率拖累盈利： 2018-08-23

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	694	546	1,041	1,232	1,484	营业收入	6,409	6,879	7,002	7,425	7,876
应收账款	334	375	385	416	449	营业成本	4,477	4,861	4,870	5,158	5,464
预付账款	146	150	154	163	173	营业税金及附加	96	107	109	115	122
存货	2,101	2,093	2,240	2,476	2,732	营业费用	144	158	175	182	189
其他	315	324	327	349	373	管理费用	652	680	756	798	843
流动资产合计	3,590	3,487	4,147	4,636	5,211	财务费用	63	49	65	62	62
长期股权投资	98	96	96	96	96	资产减值损失	37	58	27	25	22
固定资产	5,421	5,749	5,895	6,016	6,115	公允价值变动收益	0	(5)	0	0	0
在建工程	157	244	198	177	166	投资净收益	2	(60)	12	12	12
无形资产	499	479	462	446	429	其他	59	69	60	60	60
其他	406	483	337	333	330	营业利润	1,001	969	1,072	1,157	1,247
非流动资产合计	6,581	7,051	6,988	7,068	7,136	营业外收入	12	11	10	10	10
资产总计	10,171	10,538	11,135	11,704	12,347	营业外支出	9	11	10	10	10
短期借款	1,135	1,325	1,325	1,325	1,325	利润总额	1,004	970	1,072	1,157	1,247
应付账款	366	353	347	357	391	所得税	121	111	161	174	187
其他	669	696	726	744	773	净利润	883	858	911	983	1,060
流动负债合计	2,170	2,375	2,398	2,426	2,490	少数股东损益	42	47	50	54	58
长期借款	0	170	200	231	262	归属于母公司净利润	841	812	861	929	1,002
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.98	0.95	1.00	1.08	1.17
其他	225	267	0	0	0						
非流动负债合计	225	437	200	231	262	主要财务比率					
负债合计	2,396	2,812	2,598	2,657	2,752		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	544	579	629	683	742	成长能力					
股本	923	923	858	858	858	营业收入	7.1%	7.3%	1.8%	6.0%	6.1%
资本公积	699	213	699	699	699	营业利润	3.7%	-3.2%	10.6%	7.9%	7.8%
留存收益	5,592	5,950	6,350	6,806	7,296	归属于母公司净利润	4.4%	-3.5%	6.1%	7.9%	7.8%
其他	17	61	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,775	7,726	8,537	9,047	9,596	毛利率	30.1%	29.3%	30.5%	30.5%	30.6%
负债和股东权益总计	10,171	10,538	11,135	11,704	12,347	净利率	13.1%	11.8%	12.3%	12.5%	12.7%
						ROE	11.9%	11.3%	11.4%	11.4%	11.6%
						ROIC	10.8%	9.9%	10.0%	10.0%	10.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	23.6%	26.7%	23.3%	22.7%	22.3%
净利润	883	858	911	983	1,060	净负债率	6.5%	12.3%	5.7%	3.6%	1.1%
折旧摊销	99	350	219	230	241	流动比率	1.65	1.47	1.73	1.91	2.09
财务费用	63	49	65	62	62	速动比率	0.66	0.56	0.76	0.85	0.95
投资损失	(2)	60	(12)	(12)	(12)	营运能力					
营运资金变动	(159)	9	(165)	(294)	(281)	应收账款周转率	19.4	18.4	17.4	17.4	17.0
其它	153	105	626	25	22	存货周转率	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
经营活动现金流	1,038	1,430	1,645	995	1,093	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(311)	(778)	(301)	(311)	(311)	每股指标(元)					
长期投资	(156)	28	0	0	0	每股收益	0.98	0.95	1.00	1.08	1.17
其他	(277)	(136)	12	12	12	每股经营现金流	1.21	1.67	1.92	1.16	1.27
投资活动现金流	(744)	(887)	(289)	(299)	(299)	每股净资产	8.43	8.33	9.22	9.75	10.32
债权融资	(73)	109	29	31	31	估值比率					
股权融资	(54)	0	(64)	0	0	市盈率	9.6	10.0	9.4	8.7	8.1
其他	(111)	(796)	(825)	(536)	(573)	市净率	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
筹资活动现金流	(238)	(687)	(861)	(505)	(542)	EV/EBITDA	8.3	7.1	7.1	6.7	6.3
汇率变动影响	(39)	2	0	0	0	EV/EBIT	9.1	9.5	8.5	8.0	7.4
现金净增加额	18	(142)	495	192	252						

资料来源：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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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

