

2019年08月07日

垂直一体化龙头在贸易摩擦环境下相对稳定 买入（维持）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,879.06	7,170.26	7,635.55	8,106.64
同比(%)	7.33%	4.23%	6.49%	6.17%
归母净利润(百万元)	811.53	895.08	964.15	1,027.67
同比(%)	-3.52%	10.30%	7.72%	6.59%
每股收益(元/股)	0.88	1.04	1.12	1.20
P/E(倍)	9.9	9.0	8.3	7.8

投资要点

■ **事件：**公司公布中报，19H1 收入同降 2.89% 至 31.85 亿元，归母净利润同增 9.03% 至 4.11 亿元；具体到第二季度，公司收入同降 6.85% 至 16.4 亿元，归母净利润同降 0.83% 至 2.16 亿元。

■ **分业务来看：**面料和衬衫主业 Q2 接单仍然受到贸易战影响。

1) **面料业务方面：**19H1 收入同增 0.6% 至 23.3 亿元，增幅较低主要是由于贸易摩擦带来下游需求不稳定，销售量由此受到影响；但受益人民币同比贬值，毛利率较去年同期提升 1.9pp 达到 32%；产能方面，在 18 年 2.9 亿米基础上越南二期 4000 万米 19 年起陆续释放。

2) **衬衫业务方面：**19H1 收入规模与去年同期基本持平，与面料业务面临相似的营运环境——销量受到贸易摩擦影响但毛利率受益汇率提升 2.8pp，产能上预计总量不变，但重心向东南亚转移。

3) **其他非主要业务方面：**棉价低迷背景下棉花交易额同比下降 93% 至 686 万元，水汽业务收入与去年同期基本持平但毛利率有 3.6pp 下行。

■ **财务方面：**二季度收入下滑 6.9% 主要与前述销量下降有关，但受益人民币较去年同期贬值，Q2 毛利率同比提升 3.0pp 至 30.6%，费用率方面，由于越南二期产能铺设，Q2 销售和管理费用率较去年同期都有小幅提升，但总体来看净利率仍较去年同期提升 0.8pp 至 13.6%。周转方面，应收账款和存货较去年同期分别增长 7% 及 16%，其中存货增长部分来自于原材料增加。现金流方面，Q2 经营性现金流同比下降 66% 至 2.09 亿元，主要与销售同比下降同时存货规模有所增长有关。

■ **盈利预测与投资评级：**长期来看，公司新增产能主要来自越南二期 4000 万米色织布项目，该项目 2019 年已经开始逐渐投产，预计未来 2-3 年逐步完成产能的完全释放，成为未来主要的增长点；衬衫业务方面预计维持现有产能同时进行结构调整（缅甸、柬埔寨、越南产能占比增加，国内产能占比减少）预计 19/20/21 年归母净利润同增 10.3%/7.7%/6.6% 至 9.0/9.6/10.3 亿元，对应 PE 9.0/8.3/7.8X，作为高分红（过去三年股利支付率超过 50%）低估值的制造龙头维持“买入”评级。

■ **风险提示：**中美贸易摩擦加剧，汇率异常波动，下游需求下滑

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.35
一年最低/最高价	8.21/10.70
市净率(倍)	1.12
流通 A 股市值(百万元)	5245.91

基础数据

每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	31.05
总股本(百万股)	858.12
流通 A 股(百万股)	561.08

相关研究

- 1、《鲁泰 A (000726)：汇率环境同比改善带动收入增长及毛利率提升，低估值高分红龙头》2018-10-30

表：鲁泰 A 主营业务收入拆分（单位：百万元）

	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1
面料产品	2,142.58	2,482.27	2,320.03	2,606.05	2,334.20
yoy	2.54%	10.16%	8.28%	4.99%	0.61%
毛利率	33.55%	29.63%	30.18%	31.14%	32.03%
衬衣产品	620.91	660.98	601.09	681.40	600.25
yoy	7.82%	3.05%	-3.19%	3.09%	-0.14%
毛利率	30.64%	26.02%	27.01%	30.95%	29.82%
棉花	33.17	2.44	101.09	-	6.86
yoy	1176.61%	-75.65%	204.77%	-	-93.22%
毛利率	8.36%	-1.64%	7.09%	-	10.24%
电和汽	60.88	42.99	101.76	52.71	99.82
yoy	-9.07%	1.39%	62.49%	22.61%	-1.91%
毛利率	-11.25%	-0.21%	2.96%	-6.51%	-0.67%
其他	19.82	343.19	37.03	377.90	26.27
yoy	19.50%	21.17%	86.89%	10.11%	-29.08%
毛利率	23.81%	33.52%	3.94%	32.91%	9.37%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：鲁泰 A 单季度三表数据（单位：百万元）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
利润表摘要						
营业收入	1,520.08	1,760.94	1,743.18	1,855.47	1,545.15	1,640.29
YOY	19.40%	2.54%	6.82%	3.83%	1.65%	-6.85%
营业成本	1,085.68	1,275.15	1,202.06	1,298.54	1,073.03	1,137.85
毛利润	434.39	485.79	541.12	556.92	472.12	502.44
YOY	5.24%	-7.95%	16.77%	5.43%	8.69%	3.43%
毛利率	28.58%	27.59%	31.04%	30.02%	30.55%	30.63%
期间费用	237.94	185.40	214.19	249.66	238.02	245.52
YOY	20.33%	-13.28%	-2.34%	9.46%	0.03%	32.43%
期间费用率	15.65%	10.53%	12.29%	13.46%	15.40%	14.97%
销售费用	30.48	36.46	36.89	54.28	39.97	37.86
/总收入	2.01%	2.07%	2.12%	2.93%	2.59%	2.31%
管理费用	78.63	84.64	117.16	110.48	87.22	103.98
/总收入	5.17%	4.81%	6.72%	5.95%	5.64%	6.34%
研发费用	85.05	77.55	52.93	73.87	79.92	82.02
/总收入	5.60%	4.40%	3.04%	3.98%	5.17%	5.00%
财务费用	43.77	-13.25	7.21	11.05	30.90	21.65
/总收入	2.88%	-0.75%	0.41%	0.60%	2.00%	1.32%
资产减值损失	-0.73	2.85	2.89	52.51	0.44	1.10
其他收益	10.33	-34.17	-38.67	-2.65	5.02	10.68
投资净收益	2.44	2.21	-23.03	-41.89	-0.09	10.51
营业利润	192.59	259.83	292.73	224.29	234.40	260.25
YOY	-2.23%	-11.33%	21.68%	-17.16%	21.71%	0.16%

加：营业外收入	1.18	1.83	2.67	4.97	1.33	1.77
减：营业外支出	1.05	0.94	1.63	6.97	1.12	1.09
利润总额	192.72	260.72	293.78	222.29	234.61	260.93
YOY	-3.63%	-9.65%	20.09%	-18.06%	21.74%	0.08%
减：所得税	27.67	35.61	44.32	3.72	37.13	37.71
所得税率	14.36%	13.66%	15.09%	1.67%	15.83%	14.45%
净利润	165.05	225.12	249.46	218.57	197.48	223.22
YOY	-0.50%	-7.74%	18.97%	-17.13%	19.65%	-0.84%
净利率	10.86%	12.78%	14.31%	11.78%	12.78%	13.61%
资产负债表摘要						
应收账款	330.30	356.82	363.41	374.61	431.85	381.45
YOY	45.88%	25.46%	19.20%	12.13%	30.74%	6.90%
存货	2,126.67	2,017.42	1,998.16	2,093.37	2,230.39	2,338.09
YOY	1.39%	-2.17%	5.68%	-0.35%	4.88%	15.89%
固定资产	5,323.76	5,359.31	5,435.73	5,748.56	5,789.60	5,729.95
在建工程及工程物资	293.89	365.05	0.00	337.23	0.00	460.39
总资产	10,417.23	10,233.39	10,568.33	10,537.76	10,858.79	11,202.18
短期借款	1,327.07	1,458.06	1,604.71	1,325.27	1,710.89	2,137.65
所有者权益	7,919.17	7,618.00	7,597.29	7,725.82	7,905.63	7,723.52
现金流量表摘要						
经营活动产生的现金流量净额	84.12	613.67	425.37	307.19	-89.71	209.43
YOY	-214.33%	47.34%	-13.39%	50.58%	-206.65%	-65.87%
/净利润	51.0%	272.6%	170.5%	140.5%	-45.4%	93.8%
投资活动产生的现金流量净额	-107.77	-315.85	-301.64	-161.30	-284.48	-61.85
筹资活动产生的现金流量净额	263.70	-549.58	-2.92	-398.12	382.24	-66.98
现金及现金等价物净增加额	232.32	-237.38	131.95	-268.39	2.98	85.45

数据来源：Wind，东吴证券研究所

鲁泰 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,487.10	3,834.11	4,081.12	4,470.41	营业收入	6,879.06	7,170.26	7,635.55	8,106.64
现金	545.50	633.56	578.20	655.73	营业成本	4,861.44	5,037.49	5,366.57	5,700.06
应收账款	441.40	661.72	701.77	799.46	销售费用	158.11	172.32	184.79	195.94
存货	2,183.52	2,196.90	2,469.68	2,642.48	管理费用	390.91	407.91	420.76	434.26
其他流动资产	316.67	341.93	331.46	372.74	研发费用	289.40	308.32	313.06	324.27
非流动资产	7,050.66	7,453.00	7,929.94	8,402.37	财务费用	48.78	66.18	76.07	83.86
长期股权投资	96.02	96.02	96.02	96.02	资产减值损失	57.53	46.71	53.56	57.27
固定资产	5,748.56	6,132.72	6,507.96	6,879.94	其他经营收益	-3.06	60.00	60.00	60.00
无形资产	478.69	470.75	467.15	461.38	营业利润	969.45	1,079.84	1,166.20	1,249.38
其他非流动资产	727.39	753.51	858.81	965.03	营业外净收支	0.05	-1.72	-0.45	-0.92
资产总计	10,537.76	11,287.10	12,011.07	12,872.78	利润总额	969.51	1,078.12	1,165.75	1,248.46
流动负债	2,374.90	2,955.63	3,177.67	3,501.49	所得税费用	111.31	129.37	139.89	149.82
短期借款	1,325.27	1,800.00	2,000.00	2,200.00	少数股东损益	46.67	53.67	61.72	70.97
应付账款	353.19	421.31	404.32	472.62	归属母公司净利润	811.53	895.08	964.15	1,027.67
其他流动负债	696.44	734.32	773.35	828.88	EBIT	1,468.60	1,552.55	1,663.42	1,776.38
非流动负债	437.03	223.88	239.74	244.21	EBITDA	1,911.93	1,675.16	1,792.12	1,911.17
长期借款	170.02	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	267.01	223.88	239.74	244.21					
负债合计	2,811.94	3,179.51	3,417.41	3,745.70	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	579.28	579.28	579.28	579.28	每股收益(元)	0.88	1.04	1.12	1.20
归属母公司股东权益	7,146.55	7,528.32	8,014.38	8,547.80	每股净资产(元)	7.75	8.77	9.34	9.96
负债和股东权益	10,537.76	11,287.10	12,011.07	12,872.78	发行在外股份(百万股)	922.60	858.12	858.12	858.12
					ROIC(%)	14.10%	13.79%	13.82%	13.80%
					ROE(%)	11.04%	10.63%	10.81%	10.80%
					毛利率(%)	29.33%	29.74%	29.72%	29.69%
					销售净利率(%)	11.80%	12.48%	12.63%	12.68%
					资产负债率(%)	26.68%	28.17%	28.45%	29.10%
					收入增长率(%)	7.33%	4.23%	6.49%	6.17%
					净利润增长率(%)	-3.52%	10.30%	7.72%	6.59%
					P/E	9.89	8.96	8.32	7.81
					P/B	1.12	1.07	1.00	0.94
					EV/EBITDA	4.98	5.86	5.59	5.35

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

