

短期贸易环境存不确定性，长期产能投放促稳健增长

——鲁泰 A (000726.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 9.45 元

分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

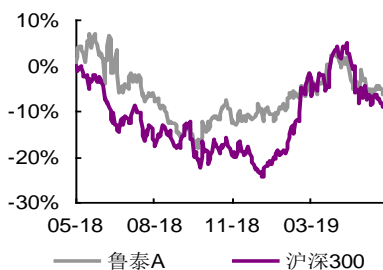
总股本(亿股): 8.58

总市值(亿元): 81.09

一年最低/最高(元): 8.21/10.70

近3月换手率: 21.14%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.64	0.19	-11.96
绝对	-2.18	-4.04	-0.79

资料来源: Wind

相关研报

色织龙头稳健发展，持续贡献高分红——鲁泰 A (000726.SZ) 2018 年报点评
 2019-03-30

提价及汇率贬值共促 Q3 收入增速提升、毛利率改善——鲁泰 A (000726.SZ) 2018 年三季度报点评
 2018-11-01

色织布龙头收入稳健增长，毛利率下滑拖累净利表现——鲁泰 A (000726.SZ) 2018 年中报点评
 2018-08-22

◆上半年收入略降、净利润增长 9%，Q2 收入下滑

公司发布 2019 年中报，实现营业收入 31.85 亿元、同比下降 2.89%，归母净利润 4.11 亿元、同比增 9.03%，扣非净利润 3.77 亿元、同比增长 2.83%；EPS0.48 元。

收入下降背景下扣非净利润增长主要为毛利率提升及投资收益增加；归母净利润增速高于扣非净利润增速主要为公允价值变动净收益同比增加 3376 万元（去年同期为损失 2848 万元、19H1 为收益 528 万元）。

分季度看，18Q1-19Q2 收入分别+19.14%、+2.31%、+6.51%、+4.48%、+1.67%、-6.83%，净利分别+0.17%、-7.64%、+5.32%、-9.08%、+22.54%、-0.83%。18Q3~Q4 收入增速提升主要为价格提升贡献（主动提价+汇率贬值），19Q2 收入同比下滑主要为棉花等内销收入同比减少。

公司 19 年上半年期间费用率同比提升 2.27PCT 至 15.20%，其中销售、管理、研发、财务费用率各同比提升-0.30、+0.41、-3.94、+5.09PCT。

19H1 公司经营净现金流同比下降 82.84%至 1.20 亿元，主要为原材料采购增加以及销售收到现金减少。

◆主要产品面料、衬衣收入持平，棉花等内销收入下降

1) 按行业，纺织服装（收入占比 95.67%）、棉花、电气、其他收入 2019 年上半年分别同比增 0.46%、-93.22%、-1.91%、-29.08%。

2) 按产品，面料、衬衣、棉花、电气、其他收入占比分别为 76.10%、19.57%、0.22%、3.25%、0.86%，其中面料和衬衣仍为公司主导产品，上半年收入分别增 0.61%、降 0.14%。分拆来看，面料和衬衣均为价升量缩。

3) 按地区，上半年收入占比最大（30.82%）的内销收入同比下降 14.53%，主要为内销的棉花销售大幅下降影响，海外方面东南亚在收入同比增 12.31%、占比为 27.84%，另外占比较高的欧美、其他、日韩、中国香港收入分别同比增 0.38%、-16.55%、7.17%、4.90%。

◆主要产品毛利率同比提升，由汇率贬值、棉价下跌及提价共同贡献

19H1 毛利率同比提升 2.54PCT 至 30.58%。主要产品面料、衬衣毛利率分别为 32.03%（同比+1.85PCT）、29.82%（+2.81PCT），主要为汇率贬值、原材料成本下降以及公司订单价格提升共同贡献。另外，低毛利率业务棉花销售、电气等占比下降也提升了总体毛利率。

19Q1-Q2 单季度毛利率分别为 30.55%、30.61%，同比分别+2、+3.01PCT，环比分别+0.58、+0.06PCT。

毛利率同比和环比提升因素包括汇率、原材料成本（棉价）、订单价格多方面影响，其中汇率贬值贡献较大：1) 汇率方面，19 年一季度末、二季度末人民币兑美元汇率分别同比贬值 7.08%、3.90%，环比升值 1.89%、贬值 2.10%。汇率自 18 年下半年开始波动中贬值，公司出口占比较高、受益于贬值，毛利率自 18 年下半年开始持续同比提升。

2) 原材料成本持续下降。19H1 国内、国际长绒棉价格均持续下行, 目前(7月30日)国内长绒棉价格为 23900 元/吨、较年初下降 6.27%; 国际长绒棉价格目前(8月1日)为 136.50 美分/磅、较年初下降 5.86%。棉价下降有利于公司控制成本(但也可能影响公司接单价格, 需另外分析), 上半年末公司存货总额增加 2.21 亿元、主要来自于原材料, 公司适时增加了原材料储备。存货科目中, 库存商品较年初持平、在产品略减少, 原材料增加 2.80 亿元。

3) 美元计接单价格同比略有提升, 其中衬衫受益于产品结构优化、价格提升幅度高于面料。总体来看美元订单价格同比 18H1 小幅提升, 叠加汇率贬值, 人民币计订单价格提升幅度得以扩大。

展望未来毛利率, 19 年下半年开始公司越南产能将开始陆续投放, 低成本优势显现有望贡献毛利率提升, 但同时汇率对毛利率影响较大、需关注汇率后期走向。

◆拟发行可转债投向功能性面料等项目, 丰富产品结构

2019 年 4 月, 公司公告拟与宁波灏浚投资管理有限公司在新材料、智能制造等方向共同投资成立产业投资基金、基金规模不超 8 亿元, 其中公司出资 1 亿元, 主要考虑为发挥公司现金流良好的财务优势、增强公司投资能力和盈利能力。

2019 年 5 月, 公司公告拟发行不超 15.50 亿元可转债、期限 6 年, 投向功能性面料智慧生态园区项目一期(拟使用募集资金 8.5 亿元)、高档印染面料生产线项目(2.5 亿元)、补充流动资金(4.5 亿元)。

募投项目涉及的产品, 从风格上以休闲、户外类为主, 原材料上以功能性纤维为主, 与公司原有产品(机织工艺、衬衫类为主, 棉纤维占比高)形成差异化并相互补充, 符合当前服装休闲化、功能化的消费趋势, 也能够更好地满足品牌客户对于产品多样性的需求。另外, 产品初期仍将主要应用于衬衫品类, 围绕现有客户营销和推广, 之后会不断扩大产品和客户的范围。

募投项目一方面将进一步扩大公司生产规模, 完成后公司将新增 3500 万米功能性面料及 2500 万米高档印染面料的年产能, 有利于保持并扩大市场份额; 另一方面可丰富公司产品结构, 增强功能性面料的研发和生产能力, 为客户提供更加多样化的产品选择; 此外还将为公司下一阶段在服装面料领域深化产业布局增加技术储备、人才储备和市场储备。

表 1: 公司可转债募投项目介绍

序号	项目名称	实施地点	项目内容	项目效益	总投资额(亿元)	拟使用募集资金(亿元)
1	功能性面料智慧生态园区项目(一期)	山东省淄博市淄川区鲁泰工业园北侧	形成年产 3500 万米高档功能性面料的生产能力, 其中色织功能性机织面料 1100 万米/年, 色织功能性针织面料 1200 万米/年, 匹染功能性面料 900 万米/年, 功能性复合面料 300 万米/年	达产后每年实现营业收入 8.89 亿元, 年均净利润为 8215 万元	11.46	8.50
2	高档印染面料生产线项目	山东省淄博市淄川区黄家铺镇胶王路鲁丰织染有限公司现有厂区	形成年产 2500 万米高档印染面料的生产能力, 其中白色面料 1000 万米/年, 染色面料 500 万米/年, 印花面料 1000 万米/年	达产后每年实现营业收入 4.99 亿元, 年均净利润为 2488 万元	3.78	2.50
3	补充流动资金	-	-	-	4.50	4.50
	合计	-	-	-	19.74	15.50

资料来源: 公司公告

◆短期贸易环境存不确定性，长期行业地位突出、持续投产促稳健增长

我们认为：1) 从长期而言，公司为全球色织布龙头，行业地位突出，目前在越南、山东均有在建产能项目，越南 4000 万米色织布项目及 300 万件衬衫项目将于 19 年下半年陆续投产，未来 2~3 年的规模扩张和产能增长可以预见，具有持续增长动力。2) 公司在可转债募投项目中扩大功能性面料和高档印染面料产能，在机织、棉质面料和衬衫产品优势基础上积极开发新的品类、客户，有利于扩大业务空间、提高客户服务能力、提升抗风险能力。3) 短期而言需关注中美贸易摩擦进展，目前特朗普提出将于 2019 年 9 月开始对中国输美剩余 3000 亿美元产品加征 10% 关税，将囊括全部纺织服装产品。就公司影响而言，目前公司来自美国客户的面料产品订单大部分实际位于东南亚生产（即不直接出口美国），直接出口美国的衬衫产品占比较小，并且公司拥有海外产能、可进行订单分配和调整，加税直接影响有限，但贸易摩擦间接影响客户下单积极性，实际影响目前难以估计。

考虑到中美贸易摩擦短期仍存不确定性，我们下调公司盈利预测、按最新股本计算预计 19~21 年 EPS 为 1.02、1.11、1.18 元，对应 19 年 PE 为 9 倍。结合公司股息率连续 4 年为 5.29%，分红稳定、回报率较高，当前估值较低、处于历史低位，维持“买入”评级。

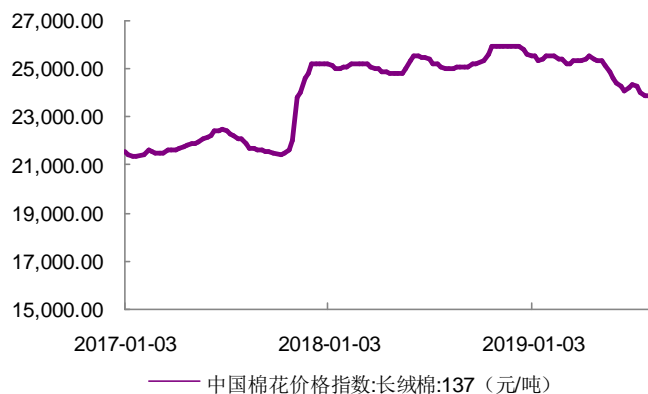
◆风险提示：海外需求增长不及预期致公司接单议价能力下降、海外产能投放不及预期、棉价波动风险、汇率波动风险、中美贸易摩擦加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,409	6,879	7,130	7,545	7,899
营业收入增长率	7.15%	7.33%	3.65%	5.82%	4.70%
净利润（百万元）	841	812	879	950	1,012
净利润增长率	4.43%	-3.52%	8.28%	8.10%	6.59%
EPS（元）	0.98	0.95	1.02	1.11	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.63%	11.36%	10.91%	11.25%	11.42%
P/E	10	10	9	9	8
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

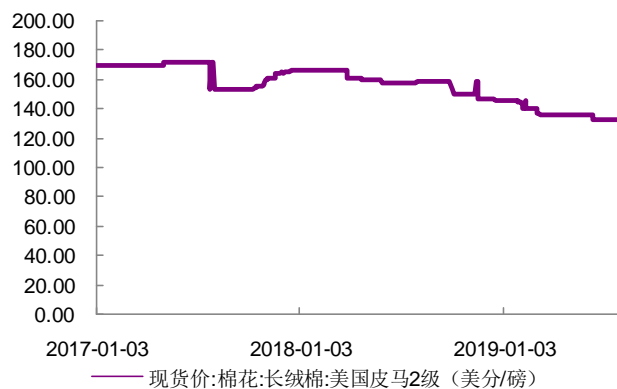
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 2 日

图 1：国内长绒棉价格走势



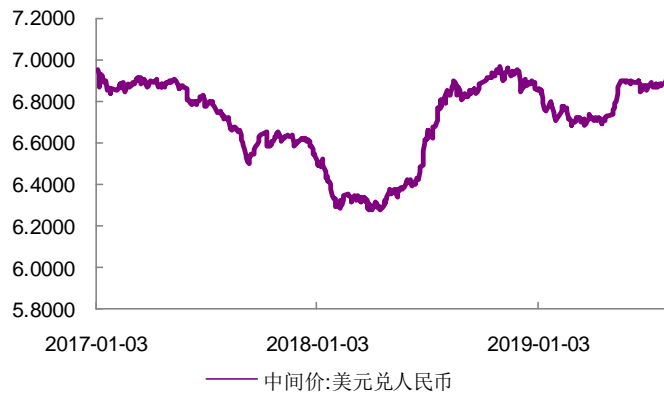
资料来源：Wind

图 2：国外长绒棉价格走势



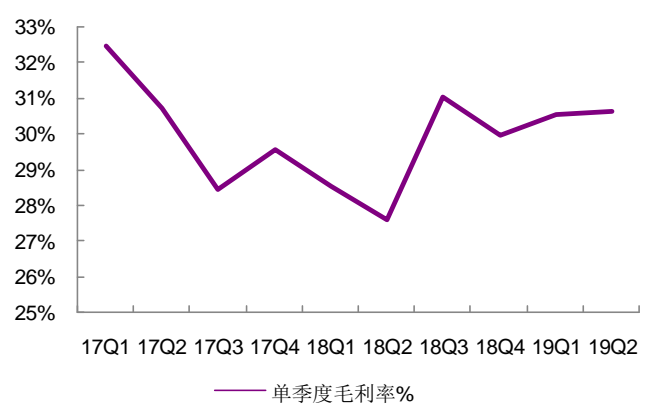
资料来源：Wind

图 3：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind

图 4：公司单季度毛利率走势

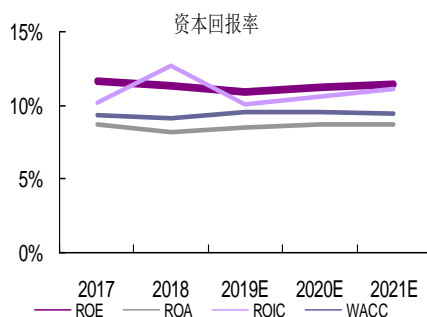
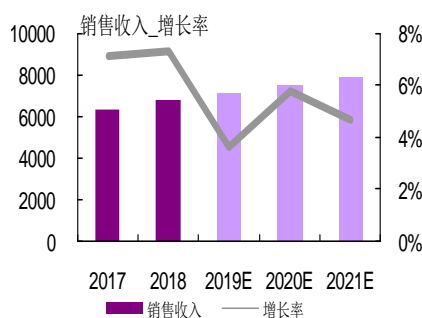
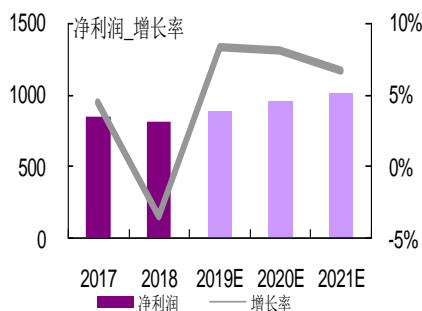
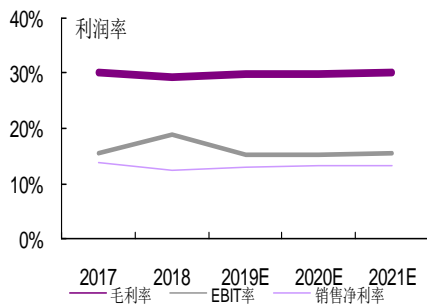


资料来源：Wind

表 2：公司近年来产能投产情况

项目	投产时间
缅甸 300 万件衬衫项目	2015 年投产
柬埔寨 600 万件衬衫项目	2015 年投产
越南 6 万锭纺纱项目	2017 年投产
越南 3000 万米色织布项目	2017 年三期全部投产
越南二期 7.6 万锭纺纱项目	2018 年投产
越南 4000 万米色织布项目	预计 2019 年下半年开始陆续投产
越南二期 300 万件衬衫项目	预计 2019 年下半年开始陆续投产
越南 14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目（配套设施）	预计 2019 年下半年开始陆续投产
功能性面料智慧生态园区项目一期（募投项目）	-
高档印染面料生产线项目（募投项目）	-

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,409	6,879	7,130	7,545	7,899
营业成本	4,477	4,861	4,995	5,285	5,513
折旧和摊销	404	443	485	520	554
营业税费	96	107	107	113	118
销售费用	144	158	164	174	182
管理费用	652	391	734	777	814
财务费用	63	49	83	84	87
公允价值变动损益	0	-5	0	0	0
投资收益	2	-60	2	2	2
营业利润	1,001	969	1,007	1,075	1,147
利润总额	1,004	970	1,067	1,135	1,207
少数股东损益	42	47	45	45	45
归属母公司净利润	841	812	879	950	1,012

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,171	10,538	10,971	11,448	12,176
流动资产	3,590	3,487	3,709	4,063	4,704
货币资金	694	546	642	900	1,430
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	334	375	386	408	428
应收票据	139	175	178	189	197
其他应收款	56	63	64	68	71
存货	2,101	2,093	2,198	2,248	2,321
可供出售投资	85	85	85	85	85
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	98	96	96	96	97
固定资产	5,421	5,749	5,864	5,913	5,933
无形资产	499	479	504	527	549
总负债	2,396	2,812	2,295	2,332	2,600
无息负债	1,198	1,317	1,386	1,462	1,530
有息负债	1,198	1,495	909	870	1,070
股东权益	7,775	7,726	8,675	9,116	9,576
股本	923	923	858	858	858
公积金	1,662	1,722	1,787	1,787	1,787
未分配利润	4,629	4,928	5,345	5,741	6,156
少数股东权益	544	579	624	669	714

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,038	1,430	1,440	1,584	1,662
净利润	841	812	879	950	1,012
折旧摊销	404	443	485	520	554
净营运资金增加	207	16	54	58	75
其他	-415	160	23	57	20
投资活动产生现金流	-744	-887	-700	-648	-648
净资本支出	-608	-896	-700	-650	-650
长期投资变化	98	96	0	0	0
其他资产变化	-233	-86	0	2	2
融资活动现金流	-238	-687	-644	-678	-484
股本变化	0	0	-64	0	0
债务净变化	189	297	-586	-39	200
无息负债变化	213	119	69	76	68
净现金流	18	-142	96	258	530

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.15%	7.33%	3.65%	5.82%	4.70%
净利润增长率	4.43%	-3.52%	8.28%	8.10%	6.59%
EBITDA 增长率	3.61%	24.17%	-9.97%	6.58%	6.56%
EBIT 增长率	2.03%	30.02%	-16.54%	6.29%	6.53%
估值指标					
PE	10	10	9	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	8	6	6	6	5
EV/EBIT	11	9	9	9	8
EV/NOPLAT	12	10	11	10	9
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	30.15%	29.33%	29.94%	29.95%	30.21%
EBITDA 率	21.96%	25.40%	22.07%	22.23%	22.62%
EBIT 率	15.65%	18.96%	15.27%	15.33%	15.60%
税前净利润率	15.67%	14.09%	14.97%	15.04%	15.28%
税后净利润率 (归属母公司)	13.12%	11.80%	12.32%	12.59%	12.82%
ROA	8.69%	8.14%	8.42%	8.69%	8.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.63%	11.36%	10.91%	11.25%	11.42%
经营性 ROIC	10.20%	12.69%	10.04%	10.61%	11.10%
偿债能力					
流动比率	1.65	1.47	2.68	3.33	3.65
速动比率	0.69	0.59	1.09	1.49	1.85
归属母公司权益/有息债务	6.04	4.78	8.85	9.71	8.28
有形资产/有息债务	7.90	6.57	11.26	12.29	10.65
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.98	0.95	1.02	1.11	1.18
每股红利	0.54	0.54	0.65	0.70	0.74
每股经营现金流	1.21	1.67	1.68	1.85	1.94
每股自由现金流(FCFF)	0.59	0.87	0.83	1.01	1.11
每股净资产	8.43	8.33	9.38	9.84	10.33
每股销售收入	7.47	8.02	8.31	8.79	9.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼