

鲁泰 A(000726)

鲁泰 A 半年报点评：收入增长毛利率提升，复杂环境下龙头本色尽显

买入(维持)

2017 年 08 月 30 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

事件：

公司公布 17 半年报，上半年收入同比增长 5.62%至 29.90 亿元，归母净利润同比增长 14.05%至 3.93 亿元。

具体到 17Q2，公司收入同比增长 10.91%至 17.17 亿元，归母净利润同比增长 20.94%至 2.35 亿元。

投资要点

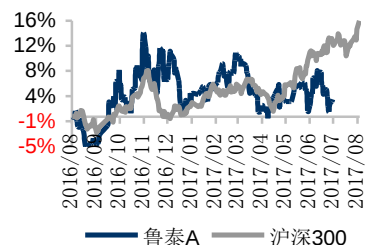
■虽有海外产能未充分投产、亏损拖累整体业绩背景下+煤价上升大幅削弱电气板块盈利能力，公司本期净利润仍实现上涨 19.62%至 4.10 亿元，表现优秀尽显龙头绩优成色。几大海外子公司鲁泰（缅甸）/鲁泰（越南）/鲁安成衣本期未完全达产致分别亏损 143 万/2383 万/793 万元，加之煤价较去年同期上升 40%以上带来公司电汽子版块毛利率降 32.87pp 至 -11.25%，多重压力下公司仍实现净利润亮眼增长，主要来自：

（1）色织布及衬衫主业稳健增长，原材料价格稳定下毛利率稳中有升：考虑公司大部分销售来自海外业务（2017H1 海外销售占总收入比重达到 69.9%），主业订单受益 2017H1 海外长绒棉价格较去年同期在高位稳定、同时可作为主要成本参考的国内长绒棉价格较去年同期相对较低，公司色织布及衬衫在收入稳健增长的同时毛利率有所提高（色织布毛利率上升 1.16pp 至 33.55%，衬衫毛利率同比上升 0.58pp 至 30.64%）。棉花业务较去年同期亦有明显盈利改善，收入/毛利同比上升 1177%/13.96pp 至 3317 万元/8.36%。（详见图 1、表 1）

（2）鲁丰匹染布业务较去年同期盈利水平明显提升：从事匹染布生产业务的鲁丰织染报告期内实现收入 7.91 亿元，同比增长 10.47%，净利润 6683 万元，同比增长 90.13%，匹染布业务盈利水平的大幅提升主要来自产品产量提升以及人民币相较去年贬值带来的利好。

（3）期间费用率同比下降 2.14pp 至 13.76%，主要来自对持续亏损子公司北京思创完成清算：公司于 3 月 4 日公告完成基本完成对控股子公司北京思创的财产清算，目前子公司正在注销阶段，由此公司期间费用相对去年同期实现有效节约，销售费用同比下降 22.93%至 6837 万元，管理费用同比下降 8.57%至 3.12 亿元。（详见表 2）

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.51
一年最低/最高价	10.66/13.16
市净率（倍）	1.55
流通 A 股市值（百万元）	6,455

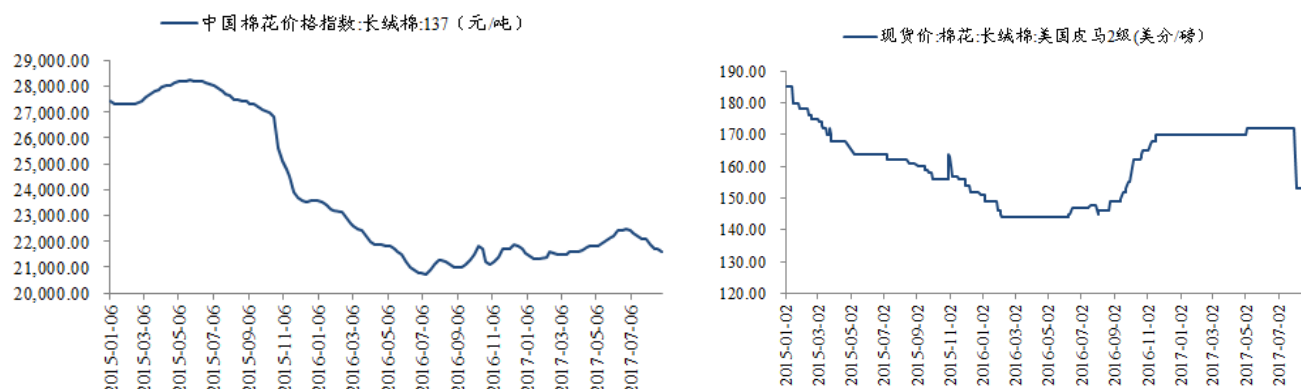
基础数据

每股净资产（元）	7.43
资本负债率（%）	23.19
总股本（百万股）	923
流通 A 股（百万股）	561

相关研究

1. 鲁泰 A：毛利率上行+控费优秀，17Q1 业绩稳健增长 -20170428

图 1：2016 年以来长绒棉国内外价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：分产品看鲁泰收入（百万元）及毛利率

	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1
色织布面料						
收入	4,396.93	4,398.27	4,497.66	4,342.68	2,089.51	2,142.58
YOY	8.93%	0.03%	2.26%	-3.45%		2.54%
收入占比	67.87%	71.29%	72.86%	72.60%	73.80%	71.65%
毛利率	31.49%	31.54%	29.54%	33.68%	32.39%	33.55%
增减	5.44%	0.05%	-2.00%	4.14%		1.16%
衬衣						
收入	1,234.81	1,093.13	1,169.17	1,217.31	575.88	620.91
YOY	-0.59%	-11.47%	6.96%	4.12%		7.82%
收入占比	19.06%	17.72%	18.94%	20.35%	20.34%	20.76%
毛利率	32.39%	32.72%	29.64%	31.47%	30.06%	30.64%
增减	-0.38%	0.33%	-3.08%	1.83%		0.58%
棉花						
收入	364.42	169.18	36.67	12.62	2.60	33.17
YOY	5.63%	2.74%	0.59%	0.21%		1176.61%
收入占比	5.63%	2.74%	0.59%	0.21%	0.09%	1.11%
毛利率	11.56%	5.32%	16.17%	6.94%	-5.60%	8.36%
增减	-1.11%	-6.24%	10.85%	-9.23%		13.96%
电和汽						
收入	181.11	193.17	130.56	109.35	66.95	60.88
YOY	2.80%	3.13%	2.11%	1.83%		-9.07%
收入占比	2.80%	3.13%	2.11%	1.83%	2.36%	2.04%
毛利率	25.78%	31.67%	29.50%	13.61%	21.62%	-11.25%
增减	18.09%	5.89%	-2.17%	-15.89%		-32.87%
其他						
收入	55.41	61.62	339.26	299.80	16.58	19.82
YOY	0.86%	1.00%	5.50%	5.01%		19.50%

收入占比	0.86%	1.00%	5.50%	5.01%	0.59%	0.66%
毛利率	24.51%	23.26%	33.20%	38.40%	20.22%	23.81%
增减	13.59%	-1.25%	9.94%	5.20%		3.59%
合计						
收入	6,478.25	6,169.69	6,173.32	5,981.75	2,831.34	2,990.46
YOY	9.78%	-4.76%	0.06%	-3.10%		5.62%
毛利率	30.82%	31.36%	29.68%	33.05%	31.57%	31.45%
增减	3.96%	0.55%	-1.68%	3.37%		-0.12%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2：鲁泰期间费用率（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2016H1	2017H1
销售费用	165.10	178.28	191.93	158.87	88.71	68.37
销售费用率	2.55%	2.89%	3.11%	2.66%	3.13%	2.29%
管理费用	573.67	634.55	670.70	659.40	341.77	312.47
管理费用率	8.86%	10.28%	10.86%	11.02%	12.07%	10.45%
财务费用	47.22	15.46	16.48	20.70	19.81	30.70
财务费用率	0.73%	0.25%	0.27%	0.35%	0.70%	1.03%
期间费用率	12.13%	13.43%	14.24%	14.03%	15.90%	13.76%
增减	-1.12%	1.29%	0.82%	-0.21%		-2.14%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

- **周转总体正常，经营性现金流同比降低 39.13%，主要由于购买棉花导致支付现金较去年同期增加所致。**公司 17H1 期末原材料账面价值较去年同期上升 29.6%至 9.32 亿元，同时应收账款较去年同期增 22.9%至 2.84 亿元。我们认为，在当前棉花价格稳定、未来仍有上行空间的时点下公司提前进行棉花采购有利于主业成本控制，稳定公司业绩。

- **盈利预测及投资建议：**公司作为高端色织布全球龙头具有经营稳健、管理效率高的，同时随东南亚面料及衬衫产能逐步投产未来有望进一步扩大收入规模，我们预计公司 2017/18/19 年归母净利润可达到 9.23/10.21/11.35 亿元，对应当前市值（当前 A 股价格为 11.51 元/股对应 A+B 股总股本 9.22 亿股市值 106 亿元）PE 分别为 11.5/10.4/9.4 倍，考虑公司过往分红比例平均在 50%左右，当前估值对应股息率约为 4%，作为低估值高分红龙头标的维持“买入”评级。

表 3：鲁泰现有在建产能

地点	公告日期	投资项目	投资金额	预计年产能	投产进度
越南	2015/3/7	鲁泰（越南）有限公司	15,000 万美元	6 万锭纺纱	已投产
				3000 万米色织面料	一期色织布项目 16 年投产（1000 万米），后整理生产线建设中
	2015/11/25	（越南）鲁安成衣有限公司	3000 万美元	600 万件衬衫	17 年下半年一期投产
缅甸	2014/7/9	鲁泰（缅甸）有限公司	1000 万美元	300 万件衬衫	2017 年投放
柬埔寨	2014/3/27	鲁泰（柬埔寨）有限公司	2000 万美元	600 万件衬衫	已投放（2016 年产量 400 万件）

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ 风险提示：原材料价格意外波动、下游需求不及预期

鲁泰 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,223.25	3,469.97	3,701.32	4,018.23	营业收入	5,981.75	6,523.01	7,091.42	7,508.54
现金	662.97	873.33	628.73	1,014.27	营业成本	4,005.02	4,454.33	4,845.19	5,108.22
应收款项期	377.29	414.51	453.58	480.45	营业税金及附加	86.52	68.11	74.04	78.40
存货	1,816.70	1,882.24	2,188.73	2,165.86	销售费用	158.87	170.69	180.92	189.54
其他	366.29	299.89	430.28	357.65	管理费用	659.40	686.27	704.82	726.69
非流动资产	6,183.86	6,407.39	6,711.61	7,012.71	财务费用	20.70	27.58	36.52	25.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-60.78	5.25	1.02	-5.74
固定资产	5,244.34	5,386.03	5,493.83	5,578.05	其他	146.40	42.49	53.24	55.85
无形资产	384.25	338.81	326.52	314.24	营业利润	965.62	1,068.31	1,195.68	1,330.25
其他	555.27	682.55	891.26	1,120.41	营业外净收支	59.73	72.91	58.22	63.62
资产总计	9,407.10	9,877.36	10,412.93	11,030.94	利润总额	1,025.35	1,141.23	1,253.90	1,393.87
流动负债	1,679.06	1,789.90	1,803.32	1,885.63	所得税费用	172.28	165.48	175.55	195.14
短期借款	873.26	873.26	873.26	873.26	少数股东损益	47.63	52.39	57.63	63.39
应付账款	252.54	272.05	261.62	295.14	归属母公司净利润	805.45	923.36	1,020.73	1,135.34
其他	553.26	644.59	668.45	717.23	EBIT	1,158.46	1,211.73	1,360.50	1,484.09
非流动负债	314.97	306.44	312.92	311.45	EBITDA	1,533.68	1,530.28	1,690.35	1,826.48
长期借款	135.68	135.68	135.68	135.68					
其他	179.29	170.76	177.24	175.77					
负债总计	1,994.03	2,096.34	2,116.24	2,197.08	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	475.09	447.41	453.99	458.83	每股收益(元)	0.85	1.00	1.11	1.23
归属母公司股东权益	6,937.99	7,333.61	7,842.69	8,375.03	每股净资产(元)	7.52	7.95	8.50	9.08
负债和股东权益总计	9,407.10	9,877.36	10,412.93	11,030.94	发行在外股份(百万股)	922.60	922.60	922.60	922.60
					ROIC(%)	11.44%	11.79%	12.57%	12.97%
					ROE(%)	11.46%	11.73%	12.32%	12.84%
					毛利率(%)	33.05%	31.71%	31.68%	31.97%
					EBIT Margin(%)	19.37%	18.58%	19.19%	19.77%
					销售净利率(%)	13.47%	14.16%	14.39%	15.12%
					资产负债率(%)	21.20%	21.22%	20.32%	19.92%
					收入增长率(%)	-3.10%	9.05%	8.71%	5.88%
					净利润增长率(%)	13.09%	14.64%	10.55%	11.23%
					P/E	13.18	11.50	10.40	9.35
					P/B	1.43	1.45	1.35	1.27
					EV/EBITDA	7.58	7.60	6.88	6.37
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	1310.77	1450.26	1038.40	1766.29					
投资活动现金流	(868.01)	(640.46)	(580.96)	(577.63)					
筹资活动现金流	(562.21)	(599.44)	(702.04)	(803.11)					
现金净增加额	(110.92)	210.36	(244.60)	385.54					
折旧与摊销	375.22	318.55	329.85	342.40					
资本开支	861.10	600.00	600.00	600.00					
营运资本变动	(24.26)	97.39	(454.56)	137.66					
企业自由现金流	2175.88	2051.97	1645.31	2356.38					

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

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>