

鲁泰 A(000726)

鲁泰 A 三季报点评：棉价波动叠加人民币升值导致利润下降，龙头优势仍在高价库存消化后未来业绩有望稳定 买入(维持)

2017 年 10 月 26 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：

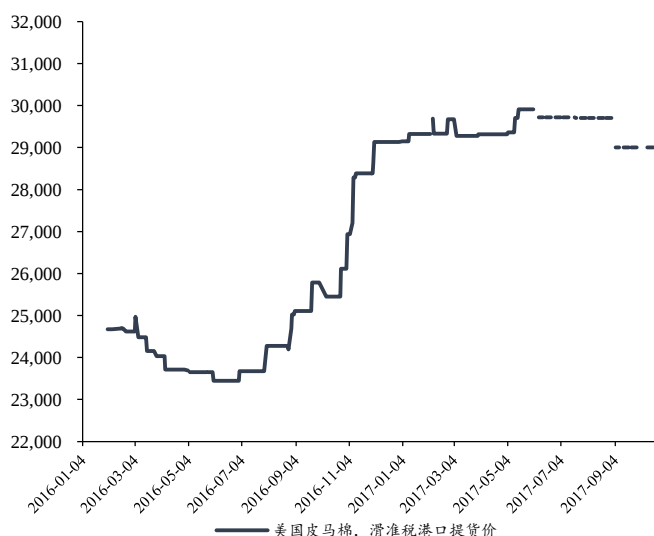
■ **公司公布三季报：**公司 17 年前三季度实现营业收入 46.22 亿元，同增 8.37%；毛利率 30.37%，同比下降 2.37pp；归母净利润 5.90 亿元，同增 1.54%。Q3 单季度来看，公司收入 16.32 亿元，同比上升 13.80%；毛利率 28.40%，同比下降 6.64pp，归母净利润 1.97 亿元，同比下降 16.69%。

投资要点：

■ **销量回暖以及海外长绒棉价格同比较高，带动三季度收入增速较快**

鲁泰单 Q3 收入同比增速达到 13.8%，我们认为主要由于：（1）去年三季度由于需求较为低迷导致整体收入及销量偏低，今年三季度在销量上有所改善；（2）由于公司收入大部分来自海外（17H1 海外销售占比 70%），由于 17 年海外长绒棉均价较 16 年同期较高，我们认为海外棉价的上涨对公司产品售价的上升带来了直接的利好。

表：2016 年至 2017 年 10 月美国皮马棉滑准税港口提货价

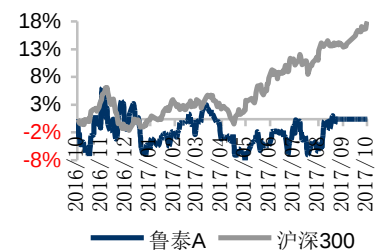


数据来源：wind，东吴证券研究所

■ **海外棉价格在 Q3 下跌不利高价成本消化，叠加人民币升值，毛利率单季度下滑较为明显**

公司 Q3 单季度毛利率下滑达到 6.64pp，我们认为主要由于：（1）可作为公司成本主要参考的国内长绒棉价格在今年 Q2 较去年同期同比偏高（公司原材料周转大约在一个季度左右，因此我们将 Q2 棉价当做 Q3 用棉成本的参照）；同时作为公司产品主要参考的海外长绒棉在 17Q3 后期出现了明显的下滑趋势，这对公司毛利率造成了一定影响；

股价走势



市场数据

收盘价（元）	12.19
一年最低/最高价	11.08/13.16
市净率（倍）	1.60
流通 A 股市值（百万元）	6,835

基础数据

每股净资产（元）	7.63
资本负债率（%）	20.87
总股本（百万股）	923
流通 A 股（百万股）	561

相关研究

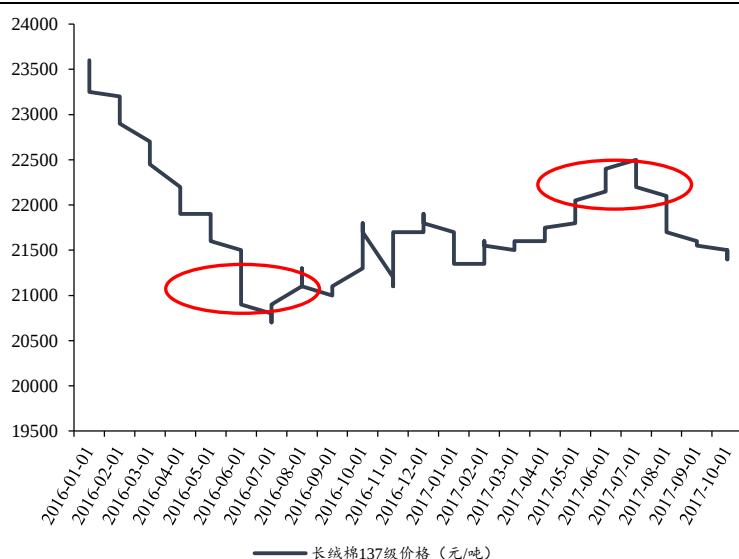
1. 鲁泰 A 半年报点评：收入增长毛利率提升，复杂环境下龙头本色尽显 -20170829
2. 鲁泰 A：毛利率上行+控费优秀，17Q1 业绩稳健增长 -20170428
3. 鲁泰 A：生产项目预计年底投产，明年业绩有望改善 -20150827

表：鲁泰库存情况

(单位：亿元)	2015	2016
营业成本	43.41	40.05
原材料占比	52.2%	51.0%
原材料成本	22.7	20.4
原材料库存	6.09	7.19
原材料周转天数	100.8	117.0

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表：2016年至2017年10月长绒棉137级价格



数据来源：wind，东吴证券研究所

(2) 人民币在 17Q3 出现较为明显的升值趋势，对于出口占比较高的鲁泰而言，这在产品销售收入结转上较为不利，同样影响了公司毛利率。

表：近一年美元兑人民币汇率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

■ 公司延续优秀管理控费稳定，利润率受毛利率影响有所下滑

公司 Q3 单季度销售费用率较去年同期微降 0.23pp 至 2.26%，同时管理费用率也微降 0.34pp 至 10.33%，均保持稳定。

另外由于公司外汇对冲较为得当，人民币升值造成的汇兑损失相对较小。Q3 单季度财务费用同由去年同期的 655 万上升至 1388 万。由于公司费用相对较为稳定，Q3 单季度归母净利率同比下降 4.42pp 至 12.07%，下降幅度小于毛利率降幅。

同时，公司前三季度存货绝对值相较半年报环比有所下降，单三季度经营性现金流与去年同期基本持平，说明整体周转情况较为稳定。

■ 产能整体保持稳定，新增长来自海外衬衫

由于行业增长较慢叠加市占率较高，公司整体色织布产能增长较为有限。目前，公司在东南亚的扩产基本集中在衬衫生产领域，17 年预计将会有接近 1000 万件/年的衬衫新产能进入生产（16 年鲁泰衬衫产量 1856 万件/年，占收入比 20%）。

表：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

■ 盈利预测与投资建议：

公司作为高端色织布全球龙头生产管理能力强，虽然今年下半年受困于长绒棉成本上升及人民币升值利润率有所下滑，但是我们相信随着高价库存消化完毕叠加人民币升值趋势放缓，公司利润率有望回到正常状态。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 8.35/9.27/10.23 亿元，对应当前市值（当前 A 股价格为 12.19 元/股对应 A+B 股总股本 9.23 亿股市值 112.5 亿元）PE 分别为 13.5/12.1/11.0 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。

■ 风险提示：原材料价格意外波动、终端需求不及预期

鲁泰 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,223.25	3,392.76	3,570.17	3,845.53	营业收入	5,981.75	6,523.01	7,091.42	7,508.54
现金	662.97	705.53	490.06	733.15	营业成本	4,005.02	4,553.22	4,950.60	5,230.94
应收款项	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	1,964.36	2,195.18	2,264.03	销售费用	158.87	170.69	180.92	189.54
其他	366.29	308.36	431.35	367.90	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	32.61	40.68	33.76
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	964.38	1,086.11	1,199.09
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	9,800.15	10,281.79	10,858.24	利润总额	1,025.35	1,037.30	1,144.33	1,262.71
流动负债	1,679.06	1,801.55	1,803.29	1,899.05	所得税费用	172.28	150.41	160.21	176.78
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	283.70	261.58	308.56	归属母公司净利润	805.45	834.50	926.50	1,022.54
其他	553.26	644.59	668.45	717.23	EBIT	1,158.46	1,112.84	1,255.08	1,361.36
非流动负债	314.97	306.44	312.92	311.45	EBITDA	1,533.68	1,431.39	1,584.94	1,703.76
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	2,107.99	2,116.21	2,210.49					
少数股东权益	475.09	447.41	453.99	458.83					
归属母公司股东权益	6,937.99	7,244.75	7,711.58	8,188.91					
负债和股东权益总计	9,407.10	9,800.15	10,281.79	10,858.24					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1310.77	1287.50	1019.72	1574.47	每股收益(元)	0.87	0.90	1.00	1.11
投资活动现金流	(868.01)	(640.46)	(580.96)	(577.63)	每股净资产(元)	7.52	7.85	8.36	8.88
筹资活动现金流	(562.21)	(604.47)	(654.22)	(753.75)	发行在外股份(百万股)	922.60	922.60	922.60	922.60
现金净增加额	(110.92)	42.56	(215.47)	243.09	ROIC(%)	11.44%	10.94%	11.76%	12.12%
折旧与摊销	375.22	318.55	329.85	342.40	ROE(%)	11.46%	10.62%	11.30%	11.74%
资本开支	861.10	600.00	600.00	600.00	毛利率(%)	33.05%	30.20%	30.19%	30.33%
营运资本变动	(24.26)	18.44	(383.18)	50.21	EBIT Margin(%)	19.37%	17.06%	17.70%	18.13%
企业自由现金流	2175.88	1888.47	1626.05	2163.38	销售净利率(%)	13.47%	12.79%	13.07%	13.62%
					资产负债率(%)	21.20%	21.51%	20.58%	20.36%
					收入增长率(%)	-3.10%	9.05%	8.71%	5.88%
					净利润增长率(%)	13.09%	3.61%	11.02%	10.37%
					P/E	13.97	13.48	12.14	11.00
					P/B	1.52	1.55	1.46	1.37
					EV/EBITDA	7.99	8.57	7.74	7.20

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

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>