

鲁泰 A(000726)

鲁泰 A 年报：人民币升值影响三、四季度毛利率，18 年一季度接单良好，业绩有望恢复平稳增长

买入(维持)

事件：

公司公布年报：2017 年收入同增 6.99%至 64.09 亿元，归母净利同增 4.01%至 8.41 亿元，单纯看四季度，收入同增 4.10%至 17.87 亿元，归母净利同增 11.93%至 2.51 亿元。

分红方面，公司计划每 10 股派发 5.00 元现金股利。

投资要点：

■ 纺织业务行情走俏，销量上升明显，但人民币快速升值导致毛利率下滑。2017 年公司收入同比增长 6.99%至 64.09 亿元，但受人民币快速升值影响，毛利率下行 2.90pp 至 30.15%，其中：

(1) **色织布面料方面**：本年度销量同比增长 8.56%至 2.39 亿米，创造 2014 年以来最好行情，但受人民币 17Q3、Q4 快速升值影响，订单单价略有下降导致收入增速缓于销量增速，收入同比增长 6.50%至 46.25 亿元，占公司收入比重 72%。同时受人民币升值以及长绒棉在三季度价格下跌影响，毛利率下降 2.18pp 至 31.50%。

(2) **衬衫业务**：销量增长 6.41%至 1962 万件，为历年最佳，但与色织布业务相同，受到人民币升值影响，收入同增 5.31%至 12.82 亿元，同时毛利率下滑 3.21pp 至 28.26%。

(3) **电与汽**：2017 年电力销售量同比下降 31.29%至 6566 万 KWH，主要与鑫胜热电非关联销售电量减少导致，汽销量同比下降 3.35%至 30.75 万吨，销量下滑导致收入同降 6.62%至 1.04 亿元，同时由于煤成本较去年同期上升 30%以上，毛利率降 20.29pp 至 -6.68%。

(4) **其他业务**：新疆及越南地区纱线业务等，收入同增 18.38%至 3.63 亿元，但毛利率下滑 5.41pp 至 32.99%。

图表 1：人民币 18Q3、Q4 升值明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年 04 月 17 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

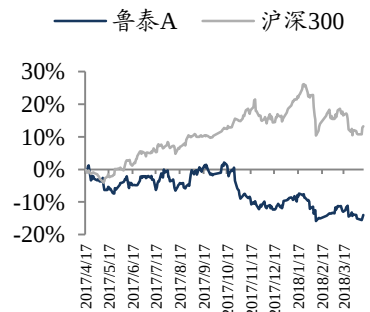
证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.25
一年最低/最高价	10.14/12.69
市净率(倍)	1.31
流通 A 股市值(百万元)	5,719

基础数据

每股净资产(元)	7.84
资产负债率(%)	23.55
总股本(百万股)	923
流通 A 股(百万股)	561

相关研究

1. 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-20171026
2. 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
3. 鲁泰 A：毛利率上行+控费优秀，17Q1 业绩稳健增长 -20170428

图表 2: 分产品分拆收入及销量

	2013	2014	2015	2016	2017
色织布面料					
收入 (百万元)	4,396.93	4,398.27	4,497.66	4,342.68	4,624.85
YOY	8.93%	0.03%	2.26%	-3.45%	6.50%
收入占比	67.87%	71.29%	72.86%	72.60%	72.16%
销售量 (百万米)	231.20	224.59	222.07	220.35	239.21
YOY	12.50%	-2.86%	-1.12%	-0.77%	8.56%
毛利率	31.49%	31.54%	29.54%	33.68%	31.50%
增减	5.44%	0.05%	-2.00%	4.14%	-2.18%
衬衣					
收入	1,234.81	1,093.13	1,169.17	1,217.31	1,281.89
YOY	-0.59%	-11.47%	6.96%	4.12%	5.31%
收入占比	19.06%	17.72%	18.94%	20.35%	20.00%
销售量 (百万件)	19.37	17.59	18.37	18.44	19.62
YOY	-1.51%	-9.21%	4.45%	0.38%	6.41%
毛利率	32.39%	32.72%	29.64%	31.47%	28.26%
增减	-0.38%	0.33%	-3.08%	1.83%	-3.21%
棉花					
收入	364.42	169.18	36.67	12.62	35.61
YOY	5.63%	2.74%	0.59%	0.21%	182.20%
销售量 (百吨)	179.84	91.19	29.04	6.19	21.10
YOY	134.96%	-49.29%	-68.16%	-78.69%	241.00%
毛利率	11.56%	5.32%	16.17%	6.94%	7.65%
增减	-1.11%	-6.24%	10.85%	-9.23%	0.71%
电和汽					
收入	181.11	193.17	130.56	109.35	103.87
YOY	2.80%	3.13%	2.11%	1.83%	-6.62%
毛利率	25.78%	31.67%	29.50%	13.61%	-6.68%
增减	18.09%	5.89%	-2.17%	-15.89%	-20.29%
其他					
收入	55.41	61.62	339.26	299.80	363.01
YOY	0.86%	1.00%	5.50%	5.01%	18.38%
毛利率	24.51%	23.26%	33.20%	38.40%	32.99%
增减	13.59%	-1.25%	9.94%	5.20%	-5.41%
合计					
收入	6,478.25	6,169.69	6,173.32	5,981.75	6,409.22
YOY	9.78%	-4.76%	0.06%	-3.10%	6.99%
毛利率	30.82%	31.36%	29.68%	33.05%	30.15%
增减	3.96%	0.55%	-1.68%	3.37%	-2.90%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

■ 控费稳定+所得税有效下行带来归母净利同比增长 4.01%至 8.41 亿元。

公司 2017 年销售费用、管理费用管控到位，财务费用虽由于人民币升值汇兑损失略有上升（汇兑损失从 16 年 95 万元上升至 17 年 3994 万元）期间费用率总体下降 0.61pp 至 13.40%。此外，由于 2016 年可供出售金融资产减值损失 4278 万影响在 17 年消失，公司资产减值损失下降至 3733 万元水平；由此，虽然毛利润同比下滑 2.68% 至 19.32 亿元，公司税前利润仅下滑 2.04% 至 10.04 亿元，且由于柬埔寨子公司盈利有效降低综合所得税率至 12.06%，公司净利润同增 3.55% 至 8.83 亿元，归母净利同增 4.01% 至 8.41 亿元。

周转方面，公司存货周转天数降 2 天至 158 天，应收账款周转天数延长 1 天至 18 天，总体来看周转维持稳定，同时经营性现金流同比下降 21% 至 10.38 亿元，主要与升值后销售商品得到的现金流入增长缓于采购原材料、支付工资流出的现金有关。

图表 3：鲁泰 A 财务摘要

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2016	2017
营业收入	1,282.81	1,548.52	1,433.91	1,716.51	1,273.06	1,717.40	1,631.82	1,786.94	5,990.49	6,409.22
YOY	-10.20%	2.33%	-8.64%	3.28%	-0.76%	10.91%	13.80%	4.10%	-2.96%	6.99%
毛利润	407.29	486.64	502.48	580.31	412.77	527.75	463.40	528.25	1985.47	1932.17
YOY	5.96%	14.65%	10.48%	2.05%	1.35%	8.45%	-7.78%	-8.97%	8.36%	-2.68%
毛利率	31.75%	31.43%	35.04%	33.81%	32.42%	30.73%	28.40%	29.56%	33.14%	30.15%
期间费用率	16.98%	15.01%	13.62%	11.26%	15.53%	12.45%	13.44%	12.76%	14.01%	13.40%
销售费用率	3.28%	3.01%	2.49%	2.00%	2.63%	2.03%	2.26%	2.17%	2.65%	2.25%
管理费用率	13.42%	10.96%	10.67%	9.59%	11.94%	9.34%	10.33%	9.54%	11.01%	10.17%
财务费用率	0.29%	1.04%	0.46%	-0.33%	0.96%	1.08%	0.85%	1.05%	0.35%	0.99%
资产减值损失	-0.87	-1.69	7.38	84.01	-3.65	4.64	2.36	33.98	88.83	37.33
/总收入	-0.07%	-0.11%	0.51%	4.89%	-0.29%	0.27%	0.14%	1.90%	1.48%	0.58%
利润总额	190.06	242.12	297.63	295.55	199.97	288.58	244.64	271.27	1,025.35	1,004.45
YOY	1.86%	7.00%	19.81%	33.04%	5.21%	19.19%	-17.80%	-8.22%	16.06%	-2.04%
所得税率	20.45%	20.92%	16.18%	11.71%	17.05%	15.44%	14.29%	2.77%	16.80%	12.06%
净利润	151.18	191.47	249.47	260.95	165.88	244.01	209.68	263.74	853.07	883.32
YOY	-0.54%	-1.00%	15.81%	49.36%	9.72%	27.44%	-15.95%	1.07%	15.98%	3.55%
归母净利润	150.27	194.37	236.52	224.29	157.99	235.08	197.04	251.04	808.76	841.15
YOY	-1.60%	1.33%	15.75%	37.32%	5.14%	20.94%	-16.69%	11.93%	13.56%	4.01%
净利润率	11.71%	12.55%	16.49%	13.07%	12.41%	13.69%	12.07%	14.05%	13.50%	13.12%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 越南全产业链继续温和扩展，产能整体稳健增长

由于行业增长较慢叠加市占率较高，公司作为龙头色织布产能已占有全球 18% 份额（年产 8 亿米色织布生产能力），因此近年公司保持温和的扩产节奏，主要在东南亚地区进行产能扩张，以利用相对低的原材料及劳动力成本以及税收优惠优势。2017 年，公司在原有海外产能基础上进一步增加越南产能，新增纺纱二期 7.6 万锭纱线生产线（17 年 12 月开工建设）、4000 万米色织面料扩产项目（前期准备阶段）以及越南制衣二期 300 万件高档衬衫扩产项目（17 年 12 月开始建设），预计在 18、19 年陆续投产。

图表 4: 海外产能情况

地点	投资项目	项目	预计年产能	投产进度
越南	鲁泰（越南）有限公司	纺纱与色织布一期	6 万锭纺纱	已投产
			3000 万米色织面料	已投产
		越南纺纱二期	7.6 万锭纱线	17/12 开工建设
		色织布面料扩产	4000 万米色织布面料	前期准备阶段
	(越南) 鲁安成衣有限公司	制衣一期	600 万件衬衫	17 年下半年一期投产
		制衣二期	300 万件衬衫	17/12 开工建设
缅甸	鲁泰（缅甸）有限公司	1000 万美元	300 万件衬衫	已投放
柬埔寨	鲁泰（柬埔寨）有限公司	2000 万美元	600 万件衬衫	已投放

资料来源：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优异，虽然 17H2 受人民币升值影响毛利率下滑带动业绩增长放缓，但考虑一季度排单较旺、汇率影响逐渐减弱，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 9.97/10.93/11.82 亿元，对应当前市值（当前 A 股价格为 10.20 元/股对应 A+B 股总股本 9.23 亿股市值 94.11 亿元）PE 分别为 9.44/8.61/7.96 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 5%，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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,589.83	4,045.66	4,651.90	5,225.51	营业收入	6,409.22	6,989.07	7,497.20	8,043.35
现金	693.99	1,130.59	1,489.30	1,885.20	营业成本	4,477.05	4,815.20	5,162.68	5,539.45
应收款项	400.69	531.18	539.85	609.20	营业税金及附加	96.23	104.94	112.57	120.77
存货	1,901.11	2,029.67	2,272.56	2,343.65	销售费用	144.06	178.08	184.64	195.61
其他	594.04	354.22	350.19	387.45	管理费用	651.53	696.39	735.73	789.49
非流动资产	6,580.79	6,476.53	6,561.06	6,617.40	财务费用	63.34	29.75	19.00	7.19
长期股权投资	97.54	97.54	97.54	97.54	投资净收益	2.33	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,421.30	5,306.73	5,300.64	5,284.21	其他	-26.67	-31.62	-29.73	-28.06
无形资产	498.95	484.48	468.94	453.94	营业利润	1,001.35	1,196.34	1,312.32	1,418.91
其他	563.01	587.78	693.94	781.72	营业外净收支	3.10	3.43	2.96	4.12
资产总计	10,170.62	10,522.19	11,212.96	11,842.91	利润总额	1,004.45	1,199.76	1,315.28	1,423.03
流动负债	2,170.22	2,042.04	2,187.38	2,229.55	所得税费用	121.13	155.97	170.99	184.99
短期借款	1,135.12	1,135.12	1,135.12	1,135.12	少数股东损益	42.17	46.38	51.02	56.13
应付账款	366.27	263.21	322.90	342.74	归属母公司净利润	841.15	997.41	1,093.27	1,181.91
其他	668.83	643.71	729.35	751.69	EBIT	1,136.58	1,299.40	1,414.16	1,518.80
非流动负债	225.33	195.43	200.02	207.92	EBITDA	1,540.89	1,615.08	1,740.19	1,855.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	225.33	195.43	200.02	207.92					
负债总计	2,395.55	2,237.47	2,387.39	2,437.47	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	544.13	486.24	501.82	510.73	每股收益(元)	0.91	1.08	1.18	1.28
归属母公司股东权益	7,230.94	7,798.48	8,323.75	8,894.71	每股净资产(元)	7.84	8.45	9.02	9.64
负债和股东权益总计	10,170.62	10,522.19	11,212.96	11,842.91	发行在外股份(百万股)	922.60	922.60	922.60	922.60
					ROIC(%)	11.22%	12.00%	12.35%	12.54%
					ROE(%)	10.60%	11.84%	12.18%	12.35%
					毛利率(%)	30.15%	31.10%	31.14%	31.13%
					EBIT Margin(%)	17.73%	18.59%	18.86%	18.88%
					销售净利率(%)	13.12%	14.27%	14.58%	14.69%
					资产负债率(%)	23.55%	21.26%	21.29%	20.58%
					收入增长率(%)	7.15%	9.05%	7.27%	7.28%
					净利润增长率(%)	4.43%	18.58%	9.61%	8.11%
					P/E	11.19	9.44	8.61	7.96
					P/B	1.30	1.21	1.13	1.06
					EV/EBITDA	6.84	6.53	6.06	5.68

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>

