

二季度接单平稳，汇率波动下毛利率下滑及套保亏损影响收益

买入（维持）

2018 年 08 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

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

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,409.22	6,904.13	7,411.83	7,932.98
同比（%）	7.15%	7.72%	7.35%	7.03%
归母净利润（百万元）	841.15	879.16	993.75	1,068.62
同比（%）	4.43%	4.52%	13.03%	7.53%
每股收益（元/股）	0.91	1.04	1.17	1.26
yoy	7.26%	13.75%	13.03%	7.53%
P/E（倍）	10.1	9.6	8.5	7.9

投资要点

■ **事件：**公司公布中报，18H1 收入同增 9.5%至 32.81 亿元，归母净利润同降 4.5%至 3.77 亿元；具体到二季度，收入同增 2.31%至 17.61 亿元，归母净利润同降 7.64%至 2.18 亿元。

■ **收入端：**二季度订单平稳，销售价格受到 1-5 月人民币对美元升值影响未能提升，致毛利率同比下行 3.51pp。具体来看 18H1：

- 1) 面料产品收入同增 8.3%至 23.2 亿元，毛利率降 3.4pp 至 30.2%；
- 2) 衬衣产品收入同降 3.2%至 6.01 亿元，毛利率同降 3.6pp 至 27.01%；
- 3) 棉花收入同增 205%至 1.01 亿元，毛利率降 1.3pp 至 7.09%；

但考虑 18H2 相对 17H2 人民币兑美元汇率贬值态势较为明显，预计下半年面料及衬衣订单的人民币价格及毛利率将同比改善。

■ **盈利方面，汇率波动带来的毛利率下行及套保损失致 18H1 利润下滑：**18H1 收入增长 10%，毛利率下滑 3.5pp 至 28.1%致毛利润同降 2.7%至 9.2 亿元，虽期间费用率同降 0.9pp，但公允价值变动损失大幅上升至 2848 万元（主要是套保相关金融负债），由此营业利润同降 8%至 4.52 亿元，但所得税率同比下降带来归母净利润降幅小于营业利润，同降 4.5%至 3.77 亿元。

■ **现金流同比改善明显：**经营活动现金净流量同增 103%至 6.98 亿元，其中流入同增 8.8%至 34 亿元，与收入增长基本匹配，存货得到很好控制，经营性现金流出同降 2.8%至 27 亿元，由此带来现金净流量高增 103%。

■ **产能方面：越南产能储备充分，子公司盈利水平超国内。**公司 2014 年已经陆续开始东南亚产能布局，截至 18H1 鲁泰越南子公司收入/净利润达到 2.5 亿/0.4 亿元，净利润率达到 16.0%，超过公司报表净利润水平 11.5%，展现了越南产能的高盈利能力。目前越南拥有 6 万锭、3000 万米色织布产能，二期新上 7.6 万锭纺纱生产线和年产 4000 万米色织面料扩产项目有序进行中。

■ **盈利预测与投资评级：**公司 5 月公布 B 股回购计划，拟以不超过 6 亿人民币、不高于 9.90 港元/股的价格对 B 股进行回购，5/28 起已累计回购 B 股达到 3943 万股，占总股本达到 4.27%，回购最高价/最低价/均价 9.63/8.63/9.23 港元/股，彰显对公司未来发展信心。我们认为作为其高分红（过去三年股利支付率超过 50%）低估值的制造龙头具有吸引力，预计 18/19/20 年归母净利润同增 4.5%/13.0%/7.5%至 8.8/9.9/10.7 亿元，对应 PE 10/9/8X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**零售环境遇冷导致上游制造企业订单偏淡的风险，原材料价格意外波动，汇率意外波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.97
一年最低/最高价	9.69/11.89
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	5594.67

基础数据

每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	25.56
总股本(百万股)	922.60
流通 A 股(百万股)	560.69

相关研究

1、《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》

2018-04-17

2、《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》2017-10-27

3、《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》2017-08-29

■ 事件：

公司公布中报，18H1 收入同增 9.5%至 32.81 亿元，归母净利同降 4.5%至 3.77 亿元；具体到二季度，收入同增 2.31%至 17.61 亿元，归母净利同降 7.64%至 2.18 亿元。

■ 收入端：二季度订单平稳，销售价格受到 1-5 月人民币对美元升值影响未能提升，致毛利率同比下行 3.51pp。具体来看 18H1：

- 1) 面料产品收入同增 8.3%至 23.2 亿元，毛利率降 3.4pp 至 30.2%；
- 2) 衬衣产品收入同降 3.2%至 6.01 亿元，毛利率同降 3.6pp 至 27.01%；
- 3) 棉花收入同增 205%至 1.01 亿元，毛利率降 1.3pp 至 7.09%；

但考虑预计 18H2 相对 17H2 人民币兑美元汇率贬值态势较为明显，预计下半年面料及衬衣订单的人民币价格及毛利率将同比改善。

表 1：分品类看公司收入及毛利变化

产品品类	收入（百万元）			毛利率		
	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1	增减
面料产品	2,142.58	2,320.03	8.28%	33.55%	30.18%	-3.37%
衬衣产品	620.91	601.09	-3.19%	30.64%	27.01%	-3.63%
棉花	33.17	101.09	204.77%	8.36%	7.09%	-1.27%
电和汽	62.63	101.76	62.49%	-11.25%	2.96%	14.21%
其它	19.81	37.03	86.89%	23.81%	3.94%	-19.87%
报表总收入	2,997.09	3,281.01	9.47%	31.55%	28.05%	-3.51%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 盈利方面，汇率波动带来的毛利率下行及套保损失致 18H1 利润下滑：18H1 收入增长 10%，毛利率下滑 3.5pp 至 28.1%致毛利润同降 2.7%至 9.2 亿元，虽期间费用率同降 0.9pp，但公允价值变动损失大幅上升至 2848 万元（主要是套保相关金融负债），由此营业利润同降 8%至 4.52 亿元，但所得税率同比下降带来归母净利降幅小于营业利润，同降 4.5%至 3.77 亿元。

表 2：公司半年报财务要点（单位：百万元）

	2016-回溯后	2017	17H1-回溯后	18H1
营业总收入	5,990.49	6,409.22	2,997.18	3,281.01
yoy		6.99%		9.47%
毛利润	1,983.39	1,932.17	945.70	920.17
yoy		-2.58%		-2.70%
毛利率	33.11%	30.15%	31.55%	28.05%
期间费用率	14.04%	13.40%	13.79%	12.90%
销售费用	158.87	144.06	68.36	66.94
销售费用率	2.65%	2.25%	2.28%	2.04%
管理费用	661.36	651.53	314.03	325.87
管理费用率	11.04%	10.17%	10.48%	9.93%
财务费用	20.95	63.34	30.94	30.53
财务费用率	0.35%	0.99%	1.03%	0.93%

资产减值损失	88.86	37.33	0.96	2.12
yoy		-57.99%		120.34%
公允价值变动净收益	63.99		1.11	-28.48
yoy				-2664.24%
营业利润	963.20	1,001.35	491.71	452.42
yoy		3.96%		-7.99%
加：营业外收入	73.69	12.12	4.36	3.01
yoy		-83.55%		-31.02%
利润总额	1,029.77	1,004.45	491.43	453.44
yoy		-2.46%		-7.73%
所得税税率	16.84%	12.06%	16.17%	13.96%
归母净利润	808.76	841.15	395.14	377.36
yoy		4.00%		-4.50%
净利润率	13.50%	13.12%	13.18%	11.50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

具体到二季度，收入同增 2.3%，毛利率下降 3.3pp 至 27.59% 导致毛利润同比下滑 8.6% 至 4.86 亿元，期间费用率下行 2.0pp，但套保亏损带来的公允价值变动损失 3638 万元让营业利润下滑 9.8% 至 2.60 亿元，所得税率小幅下降带来归母净利降幅缩窄，降 7.6% 至 2.18 亿元。

表 3：公司半年报财务要点（单位：百万元）

单位：百万元	17Q1-回溯后	17Q2-回溯后	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业总收入	1,275.93	1,721.17	1,631.82	1,786.94	1,520.08	1,760.94
yoy					19.14%	2.31%
毛利润	414.25	531.36	463.40	528.25	434.40	485.79
yoy					4.86%	-8.58%
毛利率	32.47%	30.87%	28.40%	29.56%	28.58%	27.59%
期间费用率	15.51%	12.52%	13.44%	12.76%	15.65%	10.53%
销售费用	33.47	34.90	36.92	38.78	30.48	36.46
销售费用率	2.62%	2.03%	2.26%	2.17%	2.01%	2.07%
管理费用	152.08	161.96	168.53	170.53	163.68	162.19
管理费用率	11.92%	9.41%	10.33%	9.54%	10.77%	9.21%
财务费用	12.31	18.62	13.88	18.77	43.77	-13.25
财务费用率	0.96%	1.08%	0.85%	1.05%	2.88%	-0.75%
公允价值变动净收益	0.00	1.11	-1.91		7.89	-36.38
营业利润	203.56	288.14	240.58	270.75	192.59	259.83
yoy					-5.39%	-9.83%
加：营业外收入	1.22	3.15	5.40	2.28	1.18	1.83
yoy					-3.09%	-41.86%
所得税税率	17.10%	15.52%	14.29%	2.77%	14.36%	13.66%
归母净利润	159.01	236.12	197.04	251.04	159.28	218.08
yoy					0.17%	-7.64%
净利润率	12.46%	13.72%	12.07%	14.05%	10.48%	12.38%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **现金流改善明显：**经营活动现金净流量同增 103%至 6.98 亿元，其中流入同增 8.8%至 34 亿元，与收入增长基本匹配，存货得到很好控制，经营性现金流出同降 2.8%至 27 亿元，由此带来现金净流量高增 103%。
- **产能方面：越南产能储备充分，子公司盈利水平超国内。**公司 2014 年已经陆续开始东南亚产能布局，截至 18H1 鲁泰越南子公司收入/净利润达到 2.5 亿/0.4 亿元，净利润率达到了 16.0%，超过公司报表净利润水平 11.5%，展现了越南产能的高盈利能力。目前越南拥有 6 万锭、3000 万米色织布产能，二期新上 7.6 万锭纺纱生产线和年产 4000 万米色织面料扩产项目有序进行中。

表 4：主要子公司盈利情况

重要子公司	收入（百万元）			净利润（百万元）			净利率	
	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1	YOY	17H1	18H1
鲁丰织染	791.13	793.45	0.29%	66.83	28.73	-57.00%	8.45%	3.62%
新疆鲁泰	259.17	342.13	32.01%	14.64	35.06	139.51%	5.65%	10.25%
鲁泰越南		249.79			40.01			16.02%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **盈利预测及投资建议：**公司 5 月公布 B 股回购计划，拟以不超过 6 亿人民币、不高于 9.90 港元/股的价格对 B 股进行回购，5/28 起已累计回购 B 股达到 3943 万股，占总股本达到 4.27%，回购最高价/最低价/平均价 9.63/8.63/9.23 港元/股，彰显对公司未来发展信心。我们认为作为其高分红（过去三年股利支付率超过 50%）低估值的制造龙头具有吸引力，预计 18/19/20 年归母净利同增 4.5%/13.0%/7.5%至 8.8/9.9/10.7 亿元，对应 PE 10/9/8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**零售环境遇冷导致上游制造企业订单偏淡的风险，原材料价格意外波动，汇率意外波动

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	4,032.75	4,592.04	5,081.41	营业收入	6,409.22	6,904.13	7,411.83	7,932.98
现金	693.99	1,121.06	1,428.69	1,757.70	减:营业成本	4,477.05	4,915.94	5,280.02	5,653.81
应收账款	400.69	519.86	620.43	600.03	营业税金及附加	96.23	103.66	111.29	119.11
存货	1,901.11	2,031.64	2,192.38	2,330.67	营业费用	144.06	151.70	163.63	175.46
其他流动资产	594.04	360.19	350.55	393.00	管理费用	651.53	641.50	680.53	728.58
非流动资产	6,580.79	6,476.53	6,561.06	6,617.40	财务费用	63.34	60.03	50.82	41.02
长期股权投资	97.54	97.54	97.54	97.54	加: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	其他收益	-26.67	8.41	-30.76	-28.22
无形资产	498.95	484.48	468.94	453.94	营业利润	1,001.35	1,022.89	1,156.30	1,243.22
其他非流动资产	563.01	587.78	693.94	781.72	加:营业外净收支	3.10	3.43	2.96	4.12
资产总计	10,170.62	10,509.29	11,153.10	11,698.81	利润总额	1,004.45	1,026.32	1,159.26	1,247.34
流动负债	2,170.22	2,147.39	2,287.63	2,315.43	减:所得税费用	121.13	123.16	139.11	149.68
短期借款	1,135.12	1,135.12	1,135.12	1,135.12	少数股东损益	42.17	24.00	26.40	29.04
应付账款	366.27	375.25	429.58	440.24	归属母公司净利润	841.15	879.16	993.75	1,068.62
其他流动负债	668.83	637.01	722.93	740.06	EBIT	1,136.58	1,194.99	1,287.65	1,375.12
非流动负债	225.33	195.43	200.02	207.92	EBITDA	1,540.89	1,510.67	1,613.67	1,711.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	225.33	195.43	200.02	207.92					
负债合计	2,395.55	2,342.82	2,487.65	2,523.35	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	1.04	1.17	1.26
归属母公司股东权益	7,230.94	7,680.23	8,163.64	8,664.73	每股净资产(元)	7.84	9.06	9.63	10.22
负债和股东权益	10,170.62	10,509.29	11,153.10	11,698.81	发行在外股份(百万股)	922.60	847.71	847.71	847.71
					ROIC(%)	11.22%	11.31%	11.56%	11.74%
					ROE(%)	10.60%	10.73%	11.49%	11.65%
					毛利率(%)	30.15%	28.80%	28.76%	28.73%
					销售净利率(%)	13.12%	12.73%	13.41%	13.47%
					资产负债率(%)	23.55%	22.29%	22.30%	21.57%
					收入增长率(%)	7.15%	7.72%	7.35%	7.03%
					净利润增长率(%)	4.43%	4.52%	13.03%	7.53%
					P/E	10.1	9.6	8.5	7.9
					P/B	1.2	1.1	1.0	1.0
					EV/EBITDA	6.2	6.4	6.0	5.6
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	1038.04	1011.98	1290.08	1369.40					
投资活动现金流	(743.93)	70.87	(259.81)	(329.46)					
筹资活动现金流	(237.53)	(655.77)	(722.65)	(710.93)					
现金净增加额	17.52	427.07	307.62	329.01					
折旧和摊销	404.31	315.68	326.03	336.37					
资本开支	617.23	500.00	500.00	500.00					
营运资本变动	(305.60)	(288.59)	(127.35)	(129.91)					

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>