

汇率环境同比改善带动收入增长及毛利率提升，低估值高分红龙头

买入（维持）

2018 年 10 月 30 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

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	7,637.34	8,115.82
同比（%）	7.15%	7.72%	10.62%	6.26%
归母净利润（百万元）	841.15	863.49	978.32	1,046.38
同比（%）	4.43%	2.66%	13.30%	6.96%
每股收益（元/股）	0.91	0.94	1.06	1.13
P/E（倍）	10.2	9.9	8.8	8.2
P/B（倍）	1.2	1.1	1.0	1.0

投资要点

- **事件：**公司公布三季报，Q1-Q3 收入同增 8.4%至 50.2 亿元，归母净利润同降 1.2%至 5.9 亿元；具体到 Q3，收入同增 6.5%至 17.4 亿元，归母净利润同增 5.3%至 2.1 亿元。
- **受益汇率条件改善 Q3 单季度收入增速回升、毛利率同比上行明显。**Q3 收入增长 6.5%，较 Q2 增速有明显恢复，一方面来自产能释放（新增产能主要为越南二期新上 7.6 万锭纺纱生产线和年产 4000 万米色织面料扩产项目，其中 4000 万米面料预计 19H1 达产），更多来自汇率环境同比改善带来的利好。同样受益汇率条件改善，Q3 毛利率同比升 2.6pp 至 31.04%，回到往年正常水准，带动毛利润高增 16.8%。
- **毛利高增加之优秀控费，虽有一次性损失影响，Q3 净利润仍实现高增。**控费方面延续优良传统，Q3 费用同比下降 3.1%（其中销售、管理费用持平，财务费用略有节约）；由此虽衍生品（主要与锁汇相关）带来亏损 1000 万+（反映为投资净收益、公允价值变动净收益、资产处置收益之和），其他收益同比减少 1000+万，但受益毛利增长及控费，Q3 营业利润仍增长 22%，净利润增长 19%。
- **周转总体健康。**截至 18Q3 存货同增 5.7%至 20.0 亿元，增长慢于 Q1-Q3 收入增长，体现产销去化整体顺畅，但应收账款和应收票据同比增幅较高（+27.4%），该现象自 18Q1 已存在，或与未明朗消费形势下适当放宽下游账期有关；预付账款同增 57%至 2.4 亿元，主要与原料备货有关，也由于备货增长，Q3 单季度经营性现金流同比降 13%至 4.3 亿元。
- **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 5548 万股，占总股本达到 6.01%，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 2.7%/13.3%/7.0%至 8.6/9.8/10.5 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)	9.28
一年最低/最高价	8.63/11.34
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	5205.74

基础数据

每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	28.11
总股本(百万股)	922.60
流通 A 股(百万股)	560.96

相关研究

- 1、《鲁泰 A (000726)：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》2018-08-22
- 2、《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
- 3、《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

表：鲁泰 A 季度经营数据（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	1,273.06	1,717.40	1,631.82	1,786.94	1,520.08	1,760.94	1,743.18
YOY	-0.76%	10.91%	13.80%	4.10%	19.40%	2.54%	6.51%
毛利润	412.77	527.75	463.40	528.25	434.40	485.79	541.12
YOY	1.35%	8.45%	-7.78%	-8.97%	5.24%	-7.95%	16.77%
毛利率	32.42%	30.73%	28.40%	29.56%	28.58%	27.59%	31.04%
期间费用	197.73	213.80	221.01	228.08	237.93	185.40	214.19
YOY	-9.24%	-8.02%	13.14%	17.97%	20.33%	-13.28%	-3.08%
期间费用率	15.53%	12.45%	13.54%	12.76%	15.65%	10.53%	12.29%
销售费用	33.47	34.90	36.92	38.78	30.48	36.46	36.89
销售费用率	2.63%	2.03%	2.26%	2.17%	2.01%	2.07%	2.12%
管理费用	152.06	160.41	113.57	170.53	163.68	162.19	117.16
管理费用率	11.94%	9.34%	6.96%	9.54%	10.77%	9.21%	6.72%
研发费用	与管理费用共同列支		56.64	与管理费用共同列支			52.93
研发费用率			3.47%				3.04%
财务费用	12.20	18.49	13.88	18.77	43.77	-13.25	7.21
财务费用率	0.96%	1.08%	0.85%	1.05%	2.88%	-0.75%	0.41%
资产减值损失	-3.65	4.64	2.36	33.98	-0.73	2.85	2.89
投资净收益	0.60	1.23	2.98	-2.47	2.44	2.21	-23.03
公允价值变动净收益		1.11	-1.91		7.89	-36.38	-15.63
资产处置收益				1.24	-0.30	-0.22	23.76
其他收益		10.58	19.98	27.53	13.26	23.27	9.12
营业利润	196.99	293.04	240.58	270.75	192.59	259.83	292.73
YOY	7.86%	24.13%	-17.04%	5.37%	-2.23%	-11.33%	21.68%
加：营业外收入	7.36	-2.92	5.40	2.28	1.18	1.83	2.67
减：营业外支出	4.37	1.55	1.34	1.76	1.05	0.94	1.63
利润总额	199.97	288.58	244.64	271.27	192.72	260.72	293.78
YOY	5.21%	19.19%	-17.80%	-8.22%	-3.63%	-9.65%	20.09%
所得税率	17.05%	15.44%	14.29%	2.77%	14.36%	13.66%	15.09%
净利润	165.88	244.01	209.68	263.74	165.05	225.12	249.46
YOY	9.72%	27.44%	-15.95%	1.07%	-0.50%	-7.74%	18.97%
净利率	13.03%	14.21%	12.85%	14.76%	10.86%	12.78%	14.31%
归母净利	157.99	235.08	197.04	251.04	159.28	218.08	209.54
YOY	5.14%	20.94%	-16.69%	11.93%	0.82%	-7.23%	5.32%
资产负债表相关							
应收票据及应收账款	298.42	381.22	370.64	473.36	403.68	472.53	472.33
YOY	-9.70%	19.37%	25.20%	25.46%	35.27%	23.95%	27.44%
预付款项	175.37	139.25	152.86	146.46	187.55	134.52	240.24
YOY	14.20%	5.57%	-8.66%	-31.07%	6.95%	-3.40%	57.16%
存货	2,097.45	2,062.11	1,890.68	2,100.66	2,126.67	2,017.42	1,998.16
YOY	13.35%	15.11%	18.72%	15.63%	1.39%	-2.17%	5.68%
固定资产(合计)	5,186.55	5,131.18	5,093.11	5,421.30	5,323.76	5,359.31	5,435.73
在建工程(合计)	350.80	374.81	439.18	214.34	293.89	365.05	551.09

资产总计	9,599.62	9,550.16	9,519.31	10,170.62	10,417.23	10,233.39	10,568.33
有息负债	1,178.53	1,170.35	910.69	1,135.12	1,434.48	1,527.49	1,762.32
YOY	34.36%	-0.82%	-1.07%	12.51%	21.72%	30.52%	93.51%
其中：短期借款	1,041.51	1,170.35	910.69	1,135.12	1,327.07	1,458.06	1,604.71
长期借款	137.02				107.41	69.43	157.61
应付票据及应付账款	232.98	242.85	234.97	373.57	350.81	286.77	271.55
YOY	-12.67%	2.13%	21.77%	47.93%	50.58%	18.09%	15.57%
净资产	7,575.08	7,335.40	7,532.70	7,775.08	7,919.17	7,618.00	7,597.29
现金流量表相关							
经营活动产生的现金流量净额	-73.58	416.50	491.11	204.01	84.12	613.67	425.37
销售商品、提供劳务收到的现金	1,364.73	1,599.15	1,609.05	1,646.31	1,481.66	1,741.33	1,696.58
YOY	6.71%	4.29%	-1.83%	15.90%	8.57%	8.89%	5.44%
购买商品、接受劳务支付的现金	877.49	755.45	663.77	1,108.75	860.04	720.83	849.42
YOY	57.86%	5.05%	-5.69%	31.74%	-1.99%	-4.58%	27.97%
投资活动产生的现金流量净额	-108.08	-108.87	-174.80	-352.18	-107.77	-315.85	-301.64
购建固定、无形和其他长期资产支付的现金	179.52	109.17	137.36	191.19	112.58	325.52	368.44
YOY	18.19%	-62.80%	1.13%	-31.69%	-37.29%	198.18%	168.23%
筹资活动产生的现金流量净额	170.78	-336.46	-253.95	182.11	263.70	-549.58	-2.92
现金净流量	-14.97	-38.81	62.56	8.74	232.32	-237.38	131.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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	4,017.08	4,631.79	5,083.25	营业收入	6,409.22	6,904.13	7,637.34	8,115.82
现金	693.99	1,105.39	1,295.94	1,790.21	减:营业成本	4,477.05	4,915.94	5,436.75	5,780.89
应收账款	400.69	519.86	655.12	593.47	营业税金及附加	96.23	103.66	114.67	121.86
存货	1,901.11	2,031.64	2,317.76	2,306.95	营业费用	144.06	151.70	168.61	179.50
其他流动资产	594.04	360.19	362.98	392.63	管理费用	651.53	648.40	717.28	762.42
非流动资产	6,580.79	6,476.53	6,561.06	6,617.40	财务费用	63.34	60.50	54.80	40.04
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	-11.59	-29.15	-28.54
无形资产	498.95	484.48	468.94	453.94	营业利润	1,001.35	1,035.52	1,174.38	1,259.65
其他非流动资产	563.01	587.78	693.94	781.72	加:营业外净收支	3.10	-1.57	-2.04	-0.88
资产总计	10,170.62	10,493.61	11,192.85	11,700.65	利润总额	1,004.45	1,033.94	1,172.34	1,258.77
流动负债	2,170.22	2,147.39	2,335.60	2,323.16	减:所得税费用	121.13	124.07	140.68	151.05
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	53.34	61.34
应付账款	366.27	375.25	453.69	435.67	归属母公司净利润	841.15	863.49	978.32	1,046.38
其他流动负债	668.83	637.01	746.78	752.36	EBIT	1,136.58	1,188.09	1,314.70	1,393.01
非流动负债	225.33	195.43	200.02	207.92	EBITDA	1,540.89	1,503.77	1,640.73	1,729.38
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	2,535.61	2,531.09	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	0.94	1.06	1.13
归属母公司股东权益	7,230.94	7,664.56	8,155.42	8,658.83	每股净资产(元)	7.84	8.31	8.84	9.39
负债和股东权益	10,170.62	10,493.61	11,192.85	11,700.65	发行在外股份(百万股)	922.60	922.60	922.60	922.60
					ROIC(%)	11.22%	11.26%	11.81%	11.90%
					ROE(%)	10.60%	10.26%	11.01%	11.05%
					毛利率(%)	30.15%	28.80%	28.81%	28.77%
					销售净利率(%)	13.12%	12.51%	12.81%	12.89%
					资产负债率(%)	23.55%	22.33%	22.65%	21.63%
					收入增长率(%)	7.15%	7.72%	10.62%	6.26%
					净利润增长率(%)	4.43%	2.66%	13.30%	6.96%
					P/E	10.2	9.9	8.8	8.2
					P/B	1.2	1.1	1.0	1.0
					EV/EBITDA	6.3	6.4	5.9	5.6
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	1038.04	1019.16	1182.64	1541.11					
投资活动现金流	(743.93)	48.49	(274.89)	(345.83)					
筹资活动现金流	(237.53)	(656.24)	(717.20)	(701.01)					
现金净增加额	17.52	411.40	190.55	494.27					
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)	(251.89)	33.03					

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>