

公司研究

上半年主业收入基本持平，疫情影响海外产能利用率

——鲁泰 A (000726.SZ) 2021 年中报点评

增持（维持）

当前价：5.68 元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

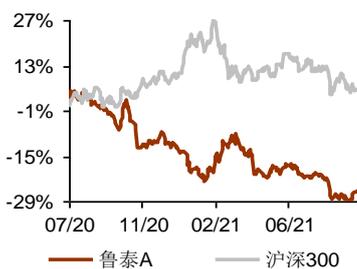
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.82
总市值(亿元):	50.12
一年最低/最高(元):	5.45/8.05
近3月换手率:	25.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.39	-0.23	-26.33
绝对	1.79	-9.53	-26.49

资料来源：Wind

相关研报

20 年疫情影响业绩压力较大，21 年关注外需复苏和贸易环境——鲁泰 A (000726.SZ) 2020 年年报点评 (2021-04-02)

要点

上半年收入同比减少 2.91%、归母净利润同比增加 6.51%

公司发布 2021 年中报，上半年实现营业收入 22.20 亿元、同比减少 2.91%，较 19 年同期减少 30.30%；归母净利润 1.53 亿元、同比增 6.51%，较 19 年同期减少 62.69%；扣非净利润 5428 万元、同比减少 49.79%，较 19 年同期减少 85.59%。EPS 为 0.17 元。营业收入同比减少，系海外需求仍疲软、人民币升值影响接单价格、防护用品和棉花业务收入大幅减少等影响；扣非净利润降幅超过收入主要由于毛利率下降。

分季度来看，21Q1、21Q2 收入分别同比-20.68%、+18.61%，归母净利润分别同比-28.00%、+94.50%。

内销增长、外销下滑，产能利用率受疫情影响偏低

1) 分品类来看，纺织服装品类收入为 20.44 亿元、占比 92.08%、收入同比+0.70%；其中主力产品面料、衬衣收入各占总收入 74.08%、18%，收入分别同比+2.00%、-4.30%。其他占比较小的产品中，水汽收入同比+4.32%、占总收入 5.04%，另外，21H1 无防护用品、棉花产品收入，去年上半年合计为 7729 万元。

2) 分地区来看，内销收入占比 48.68%、收入同比+26.57%，出口收入同比-20.47%。主要境外市场中，东南亚、欧美收入各占 22.29%、10.26%，收入分别同比-17.37%、-23.95%，日韩、中国香港收入各占 5.67%、3.79%，收入分别同比-37.36%、-28.03%。

3) 产能利用率方面，面料、服装产能利用率分别为 66%（同比-7PCT）、60%（-27PCT）。其中面料国内、海外产能占比为 85%、15%（主要为越南西宁省），产能利用率分别为 64%、82%；服装国内、海外产能占比为 47%、53%（主要为越南安江省、柬埔寨柴桢省、缅甸仰光迪拉瓦经济特区），产能利用率分别为 71%、51%。

毛利率降幅较大，系产能利用率偏低和人民币汇率升值影响

上半年公司毛利率同比下降 7.94PCT 至 18.42%。纺织服装业务毛利率为 19.07%（同比-8.10PCT），其中主力产品面料、衬衣毛利率分别为 18.47%（-8.69PCT）、21.53%（-5.70PCT）。毛利率下降主要为上半年境外疫情影响产能利用率偏低以及人民币兑美元汇率升值约 8%影响。

费用率同比下降 2.80PCT 至 15.06%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.19%（同比-1.39PCT）、5.86%（-1.92PCT）、5.92%（+0.52PCT）、1.09%（-0.01PCT）。

21H1 公司经营净现金流同比减少 12.72%至 1.83 亿元。

盈利预测、估值与评级：21 年以来国外疫情仍持续、影响公司海外产能开工。长期来看公司作为色织布龙头地位突出，并积极优化客户结构、开拓国内市场，拓展新品类如针织、裤装面料和瑜伽裤、T 恤等服装产品，期待公司业务持续稳健向好发展。考虑到国外疫情尚存不确定性，我们下调公司 21~23 年 EPS 为 0.46/0.81/1 元（较前次盈利预测下调 27%、14%、5%），对应 21 年 PE12 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国外疫情影响超预期，影响开工和产能利用率；国外需求复苏不及预期；中美等国家间贸易摩擦加剧；棉价或汇率大幅波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,801	4,751	5,166	5,956	6,738
营业收入增长率	-1.13%	-30.14%	8.73%	15.30%	13.13%
净利润（百万元）	952	97	410	712	879
净利润增长率	17.36%	-89.78%	321.64%	73.56%	23.45%
EPS（元）	1.11	0.11	0.46	0.81	1.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.37%	1.27%	5.09%	8.31%	9.64%
P/E	5	50	12	7	6
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-31

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,801	4,751	5,166	5,956	6,738
营业成本	4,791	3,738	4,069	4,269	4,761
折旧和摊销	482	472	503	513	525
税金及附加	85	66	67	77	88
销售费用	168	126	93	119	135
管理费用	436	361	300	345	391
研发费用	317	231	227	262	296
财务费用	96	110	105	98	88
投资收益	22	146	60	60	60
营业利润	1,132	83	504	871	1,071
利润总额	1,128	85	506	873	1,073
所得税	138	-4	76	131	161
净利润	989	89	430	742	912
少数股东损益	37	-8	20	30	33
归属母公司净利润	952	97	410	712	879
EPS(按最新股本计)	1.11	0.11	0.46	0.81	1.00

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,086	594	1,068	1,215	1,248
净利润	952	97	410	712	879
折旧摊销	482	472	503	513	525
净营运资金增加	377	-242	-36	237	373
其他	-725	266	190	-247	-530
投资活动产生现金流	-788	-788	-298	-353	-328
净资本支出	-787	-478	-388	-388	-388
长期投资变化	103	138	0	0	0
其他资产变化	-105	-449	90	35	60
融资活动现金流	49	734	-1,079	-292	-422
股本变化	-64	0	24	0	0
债务净变化	768	556	-931	0	0
无息负债变化	6	-104	137	47	86
净现金流	343	518	-310	570	498

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.6%	21.3%	21.2%	28.3%	29.3%
EBITDA 率	24.2%	18.6%	19.3%	25.0%	25.1%
EBIT 率	17.0%	8.5%	9.5%	16.4%	17.3%
税前净利润率	16.6%	1.8%	9.8%	14.7%	15.9%
归母净利润率	14.0%	2.0%	7.9%	12.0%	13.0%
ROA	8.3%	0.7%	3.7%	6.0%	7.0%
ROE (摊薄)	12.4%	1.3%	5.1%	8.3%	9.6%
经营性 ROIC	9.7%	4.3%	4.3%	8.4%	9.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	33%	28%	27%	26%
流动比率	1.33	2.68	4.39	4.83	5.14
速动比率	0.57	1.62	2.48	2.92	3.18
归母权益/有息债务	3.40	2.73	4.26	4.54	4.83
有形资产/有息债务	4.90	4.08	5.87	6.19	6.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,885	12,130	11,724	12,319	12,984
货币资金	924	1,400	1,091	1,660	2,158
交易性金融资产	52	268	268	268	268
应收帐款	515	522	456	471	501
应收票据	105	183	155	179	202
其他应收款 (合计)	60	106	122	130	137
存货	2,422	1,989	2,064	2,142	2,380
其他流动资产	96	489	489	489	489
流动资产合计	4,231	5,023	4,731	5,427	6,228
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	103	138	138	138	138
固定资产	6,012	5,624	5,322	5,048	4,791
在建工程	166	201	352	465	550
无形资产	516	374	371	369	366
商誉	21	21	21	21	21
其他非流动资产	19	95	95	95	95
非流动资产合计	7,655	7,107	6,992	6,892	6,756
总负债	3,586	4,038	3,245	3,291	3,378
短期借款	2,120	931	0	0	0
应付账款	305	243	264	277	309
应付票据	85	0	0	0	0
预收账款	109	0	77	89	101
其他流动负债	0	193	193	193	193
流动负债合计	3,186	1,871	1,077	1,124	1,211
长期借款	42	496	496	496	496
应付债券	0	1,350	1,350	1,350	1,350
其他非流动负债	265	236	236	236	236
非流动负债合计	400	2,167	2,167	2,167	2,167
股东权益	8,299	8,092	8,479	9,028	9,606
股本	858	858	882	882	882
公积金	1,375	1,410	1,386	1,386	1,386
未分配利润	5,372	5,347	5,714	6,233	6,778
归属母公司权益	7,697	7,688	8,055	8,573	9,119
少数股东权益	602	404	424	454	487

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.47%	2.65%	1.80%	2.00%	2.00%
管理费用率	6.41%	7.59%	5.80%	5.80%	5.80%
财务费用率	1.41%	2.31%	2.04%	1.65%	1.30%
研发费用率	4.65%	4.87%	4.40%	4.40%	4.40%
所得税率	12%	-5%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.05	0.22	0.38	0.47
每股经营现金流	1.27	0.69	1.21	1.38	1.41
每股净资产	8.97	8.96	9.13	9.72	10.33
每股销售收入	7.93	5.54	5.85	6.75	7.64

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5	50	12	7	6
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.2	8.7	7.3	4.6	3.9
股息率	1.8%	0.9%	3.9%	6.7%	8.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE