

鲁泰 A (000726)

欧美需求复苏、产能利用率提升，促业绩靓丽

买入 (首次)

2022 年 04 月 30 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

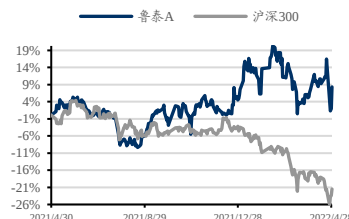
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,238	6,352	7,303	8,195
同比	10%	21%	15%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	348	562	672	783
同比	257%	62%	20%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.39	0.63	0.76	0.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.61	9.65	8.07	6.93

投资要点

- **垂直一体化中高端色织布龙头。**公司为全球中高端色织布龙头，进行垂直一体化全产业链覆盖，产品包括色织布、衬衫等，2021 年面料收入占比近 80%。目前面料/服装产能分别为 2.94 亿米/2030 万件，海外产能占比分别为 17%/53%、主要分布在柬埔寨、缅甸、越南。早期产品以出口为主，近年来内销占比提升，出口占比从 2006 年的 79%下降至 2021 年的 54%。2000-2011 年产能扩张驱动公司高速发展 (收入 CAGR25.82%)，2011-2019 年增长趋于稳定 (收入 CAGR1.41%)。2020 年疫情冲击下，需求乏力、订单承压致营收下滑 30.14%，毛利率下降 8.23pct 叠加发生大额公允价值变动及资产减值损失，导致归母净利大幅下滑 89.78%。
- **21 年以来收入端逐季恢复，归母净利大增。**1) 欧美需求复苏促 2021 年收入逐季改善，归母净利在低基数基础上大增。2021 年收入同增 10.25% (面料/衬衣增 19.6%/1.7%、境内/海外增 9%/14%)，扣非归母净利/归母净利分别大增 850%/257%至 1.90 亿/3.48 亿元。从趋势上看，收入端逐季改善，Q1-Q4 分别同比 -20.68%/+18.61%/+24.26%/+21.04%，较 2019 年分别 -35.70%/-25.21%/-17.21%/-15.99%，较 19 年降幅逐渐缩窄、主要受益于 2021 年下半年以来海外主要市场欧美需求复苏。但由于 21 年海外产能利用率偏低 (越南疫情影响停产 4 个月、缅甸政变影响停产 5-6 个月)，整体收入尚未恢复到疫情前水平。归母净利增速大超营收，主要源于期间费用率同降 3.03pct、公允价值变动净收益及信用、资产减值损失合计同比减少 1.75 亿元、资产处置收益同增 0.57 亿元，扣非归母净利高增主要源于同期非经常性项目占归母净利比重达 79%拉低扣非归母净利基数。2) 产能利用率提升促 22Q1 增长提速，收入归母净利均实现高增。22 年欧美市场需求继续旺盛、东南亚产能恢复正常、产能利用率提升，促 22Q1 收入同增 59.05%至 15.80 亿元 (销量/均价同增约 39%/14%)，扣非归母净利/归母净利分别同增 786%/114%至 1.37/1.59 亿元，收入规模有望重回历史高位，毛利率/费用率分别同比+6.45/-3.16pct，推动归母净利高增。
- **21 年毛利率逐季改善，22Q1 大幅提升。**近年公司毛利率稳定在约 30%水平，疫情之下 2020 年毛利率同降 8.23pct 至 21.33%。2021 年继续下滑 0.61pct 至 20.72%，主要受到越南面料及成衣工厂受疫情影响停产数月导致产能利用率偏低 (2021 年面料/成衣产能利用率分别为 76%/70%)、棉价上行、人民币汇率升值等因素共同影响。分季度看，21Q1-Q4 毛利率分别为 17.93%/18.82%/20.74%/23.75%，逐季改善趋势明确。22Q1 受益于主要市场欧美需求继续复苏，同时面料/成衣产能利用率恢复至约 90%/约 80%，促毛利率同增 6.45pct 至 24.38%。我们判断毛利率仍有提升空间，主要受益于：1) 棉价已处相对高位、22 年继续大幅上涨概率较小，2) 人民币出现贬值趋势，3) 需求旺盛利于提升高附加值产品销售。
- **逐步进行品类扩充，产能扩张持续推进。**近年来公司逐步进行产品品类扩充，布局高附加值针织面料和以化纤材料为主的功能性面料，同时继续进行产能扩充。根据公司未来五年规划，成衣产能预计翻倍 (新增产能基本位于海外)、面料亦有扩产。目前在建项目主要集中在面料方面：1) 海外：越南梭织和针织面料产品生产地前期筹备工作进行中，预计 22Q4 可开始建设，目前规划产能 6000 万米，一期项目产能 3000 万米；2) 境内可转债募投项目：功能性面料项目预计 22 年下半年月产量可达 100 万米、高档印染面料扩建项目处于前期投入阶段。
- **盈利预测与投资评级：**公司为全球色织布龙头，受益于 21 年下半年以来欧美市场需求复苏、22 年东南亚产线恢复正常、产能利用率提升，收入、毛利率呈现逐季改善，21 年及 22Q1 业绩均实现高增，表现靓丽、趋势向好。目前订单饱满，未来产能利用率继续恢复+新增产能投产将促进收入增长，21 年制约毛利率的不利因素有望消除，同时汇率贬值形成利好 (汇率贬值 1%可推动公司净利润增 4%)，22 年业绩增长确定性较强。预计 2022-2024 年归母净利分别同增 61.70%/19.64%/16.38%，EPS 分别为 0.63/0.76/0.88 元，对应 PE 为 10/8/7X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内外疫情反复、汇率波动、棉价上涨、产能扩张不达预期。

股价走势



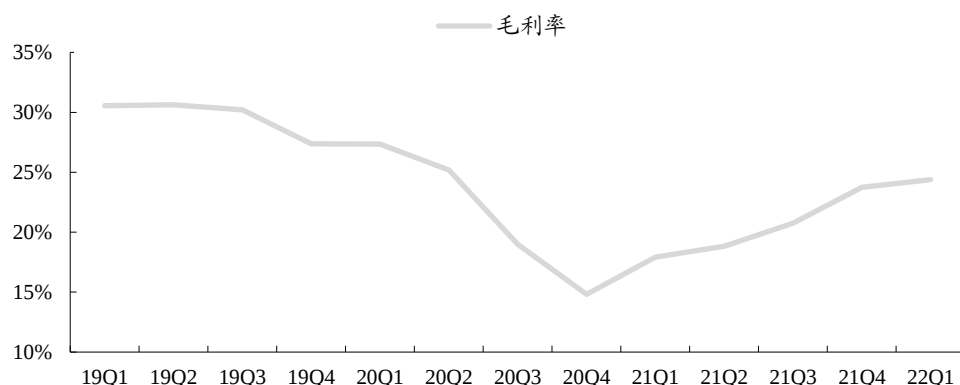
市场数据

收盘价(元)	6.49
一年最低/最高价	5.43/7.21
市净率(倍)	0.71
流通 A 股市值(百万元)	3,644.69
总市值(百万元)	5,764.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.10
资产负债率(%LF)	33.57
总股本(百万股)	888.18
流通 A 股(百万股)	561.59

图1：公司毛利率自 2021 年呈现逐季上升趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：公司 2021 年产能分布情况

	总产能	产能布局		产能占比	产能利用率		目前在建产能
					2020	2021	
面料	29360 万米	境内	主要分布于山东淄博	83%	66%	78%	(1) 年产 3500 万米高档功能性面料智慧生态园区项目：预计 2022 年下半年产能可达 100 万米/月； (2) 年产 2500 万米高档印染面料生产线项目：尚处前期投入阶段。
		海外	主要分布于越南西宁市（洲际纺织）	17%	53%	67%	越南西宁市梭织和针织等面料产品生产基地项目：预计 Q4 开始建设，两期项目产能合计 6000 万米，一期产能 3000 万米。
衬衫	2030 万件	境内	主要分布于山东淄博	47%	91%	81%	
		海外	主要分布在越南安江省（鲁安成衣）、柬埔寨柴桢省（启明服饰）、缅甸仰光迪拉瓦经济特区（万国服饰）	53%	69%	54%	

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,441	5,952	6,735	7,932	营业总收入	5,238	6,352	7,303	8,195
货币资金及交易性金融资产	2,001	2,000	2,393	3,275	营业成本(含金融类)	4,153	4,815	5,518	6,146
经营性应收款项	964	1,071	1,191	1,314	税金及附加	59	76	88	98
存货	2,345	2,720	2,984	3,164	销售费用	120	140	168	188
合同资产	0	0	0	0	管理费用	335	394	460	516
其他流动资产	130	160	166	179	研发费用	253	299	351	393
非流动资产	7,546	7,188	6,729	6,245	财务费用	45	64	59	90
长期股权投资	169	169	169	169	加:其他收益	59	76	88	98
固定资产及使用权资产	5,819	5,513	5,097	4,648	投资净收益	50	19	22	25
在建工程	238	190	152	122	公允价值变动	16	0	0	0
无形资产	363	358	353	348	减值损失	-84	-51	-41	-36
商誉	21	21	21	21	资产处置收益	57	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	371	609	729	849
其他非流动资产	936	936	936	936	营业外净收支	-8	3	4	4
资产总计	12,987	13,140	13,463	14,177	利润总额	363	612	733	853
流动负债	2,079	1,681	1,345	1,291	减:所得税	36	61	73	85
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,020	615	166	9	净利润	327	551	659	767
经营性应付款项	335	343	378	404	减:少数股东损益	-20	-11	-13	-15
合同负债	205	193	221	246	归属母公司净利润	348	562	672	783
其他流动负债	519	531	580	633	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.63	0.76	0.88
非流动负债	2,541	2,541	2,541	2,541	EBIT	318	629	719	852
长期借款	685	685	685	685	EBITDA	786	1,187	1,278	1,416
应付债券	1,395	1,395	1,395	1,395	毛利率(%)	20.72	24.20	24.44	25.00
租赁负债	121	121	121	121	归母净利率(%)	6.64	8.85	9.21	9.55
其他非流动负债	339	339	339	339	收入增长率(%)	10.25	21.27	14.97	12.20
负债合计	4,620	4,222	3,886	3,832	归母净利润增长率(%)	257.22	61.70	19.64	16.38
归属母公司股东权益	7,983	8,545	9,218	10,000					
少数股东权益	384	373	360	344					
所有者权益合计	8,367	8,918	9,577	10,345					
负债和股东权益	12,987	13,140	13,463	14,177					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	348	716	1,024	1,180	每股净资产(元)	8.97	9.60	10.37	11.25
投资活动现金流	28	-158	-84	-61	最新发行在外股份(百万股)	888	888	888	888
筹资活动现金流	203	-539	-557	-248	ROIC(%)	2.54	4.86	5.46	6.26
现金净增加额	573	19	383	871	ROE-摊薄(%)	4.35	6.58	7.30	7.83
折旧和摊销	468	558	560	564	资产负债率(%)	35.57	32.13	28.86	27.03
资本开支	-426	-197	-96	-76	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.61	9.65	8.07	6.93
营运资本变动	-441	-537	-362	-288	P/B (现价)	0.68	0.64	0.59	0.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

