

鲁泰 A (000726.SZ)

不利因素消减，2022 二季度业绩预计增长 129%~205%

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
联系人:	关竣尹	0755-81982834	guanjunyin@guosen.com.cn	

事项:

公司公告: 2022 年 7 月 11 日晚, 鲁泰 A 公布 2022 年上半年业绩预告, 预计 2022 年半年度归属于上市公司股东的净利润 3.4 亿元-4 亿元, 同比增长 121.5%-160.6%; 扣除非经常性损益后的净利润 3.1 亿元-3.7 亿元, 同比增长 471.1%-581.6%。

国信纺服观点: 1) 2022 1H 业绩预告: 订单恢复, 人民币贬值, Q2 业绩在低基数下预计增长 129%~205%; 2) 展望: 近期汇率和原材料继续向好, 下半年新项目产能逐步释放, 看好全年业绩增长势头; 3) 风险提示: 宏观环境波动; 市场消费偏好变动; 汇率大幅波动; 原材料价格大幅波动。4) 投资建议: 不利因素逐步消散, 看好短期盈利大幅修复, 中长期稳健增长。二季度公司在订单恢复、产能利用率提升、人民币贬值等多方面利好因素促进下实现业绩大幅增长, 随着原材料成本、汇率、海外疫情等不利因素逐步褪去, 公司盈利水平有望在短期大幅修复, 展望下半年继续乐观。从中长期看, 产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献收入稳步增长。由于二季度业绩预增超预期, 公司订单情况较好且近期棉价显著回落、人民币汇率贬值, 上调盈利预测, 预计公司 2022~2024 年净利润分别为 6.7/7.8/9.1 亿元 (原为 6.2/7.5/8.9 亿元), 同比增长 93.7%/16.5%/16.2%, 给予 2023 年 10.5~11x PE, 上调合理估值为 9.3~9.7 元 (原为 8.8~9.3 元), 维持“买入”评级。

评论:

◆ 2022 1H 业绩预告: 订单恢复, 人民币贬值, Q2 业绩在低基数下预计增长 129%~205%

2022 上半年, 公司预计实现归母净利润 3.4~4 亿元, 同比增长 129~205%, 扣非净利润 3.1~3.7 亿元, 同比增长 471.1%-581.6%。2022Q2, 公司预计实现归母净利润 1.8~2.4 亿元, 同比增长 129~205%, 增速高于我们业绩前瞻报告中的预期 (40~100%)。公司在 Q2 实现业绩高速增长的原因主要有:

1) **订单同比恢复良好:** 公司是一家衬衣面料和衬衣生产制造商, 其产品的终端客户主要为海外高端品牌, 2020~2021 年上半年, 海外疫情下的社交和办公减少导致正装需求大幅下降, 公司订单显著减少。随着 2021 年 7 月海外疫情管控放开, 公司正装类产品订单迅速回暖, 2022Q1 公司在手面料订单超过 2 个月 (正常水平为 1.5 个月), 衬衣在手订单约 3.5 个月, Q1 收入同比增长 59%。2022Q2 尽管受到国内疫情影响, 海外需求依然强劲 (尤其是定位高端的服装产品对抗通胀的属性较强), 公司在手面料订单总体维持在 1.5 个月、在手衬衣订单在 3 个月左右的正常水平。

2) **产能利用率提升带动毛利率修复:** 公司凭借较高的产品附加值, 毛利率在疫情前一直保持在 30%左右的高位, 但疫情对订单冲击从而令产能利用率大幅下滑, 不但对收入造成影响, 同时提升单位固定成本, 从而令公司毛利率大幅下降。随着公司订单的提升, 产能利用率恢复到较正常水平 (2022 Q1 面料/衬衣产能利用率分别约为 89%/80%, 2021 1H 分别为 66%/60%), 从而对毛利率产生积极作用。

3) **人民币贬值:** 公司有一半左右的收入来自外销, 2022Q2 公司人民币兑美元大幅提升, 1 个月左右的时间, 从 4 月初的 6.35 左右提升至 5 月中的 6.7 左右, 至今维持在 6.7 水平。据公告披露, 若按 2021 年情况测算, 人民币每贬值 1%, 净利润预计提升 4%。若下半年人民币维持现在水平, 预计将继续对业绩增长产生良好的正向贡献。

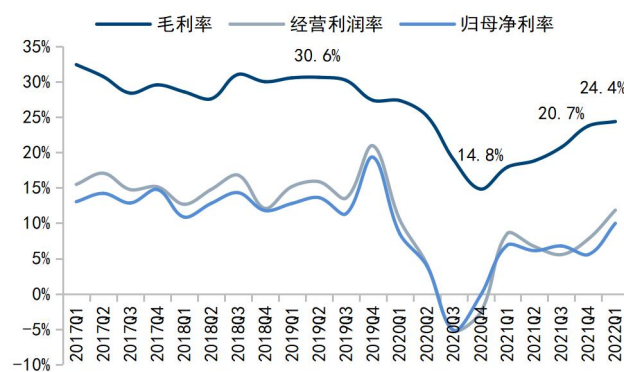
4) 原材料成本压力减轻: 第一, 2021 年下半年棉花价格大幅上涨, 公司开展与客户进行多轮订单价格谈判, 价格提升有效消化成本压力。第二, 公司约 70%的原材料直接采购棉花, 从内棉看, 今年 1~5 月中旬价格维持稳定, 5 月下旬开始呈现急剧下滑, 从 22000+元/吨下降至 18000 元/吨; 从外棉看, 3~5 月的上涨对公司成本产生一定影响, 6 月下旬开始外棉价格迅速回落(从 26500+元/吨下降至目前 22000 元/吨)。

图1: 2017Q1~2022Q1 公司营业收入及增长



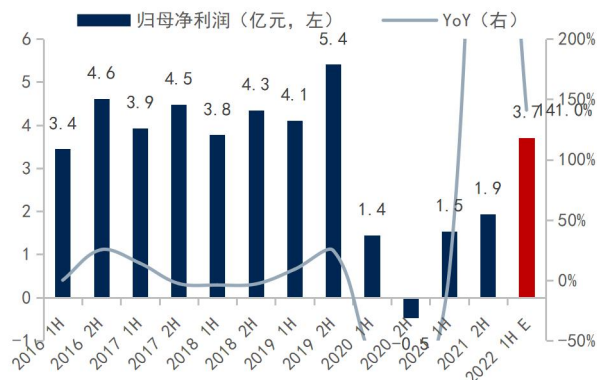
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 2017Q1~2022Q1 公司利润率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 2016 1H~2022 1H E 公司半年度归母净利润及增长



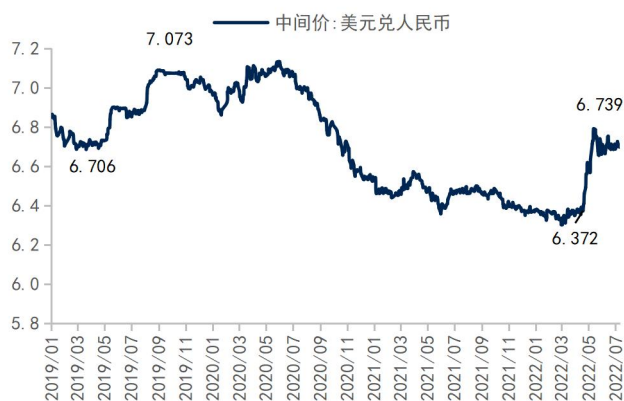
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2017Q1~2022Q2 E 公司季度归母净利润及增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 美元兑人民币



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 内棉和外棉价格



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 展望: 近期汇率和原材料继续向好, 下半年新项目产能逐步释放, 看好全年业绩增长势头

1) 近期汇率和原材料继续向好。从6月至今情况看, 汇率维持在6.7左右的较高水平, 328棉花价格进一步下降至17664元/吨(今年高位在22800元/吨左右), cotlook A棉价经历3~5月份大涨后又迅速回落至22000元/吨以下, 这些因素预计均对公司业绩产生利好作用。

2) 下半年功能性面料产量预计释放100万吨/月的产量。2020年4月公司发布募集资金计划, 拟在中国山东省募集11.5亿元投入3500万米功能面料产能建设。3500万米功能性面料是公司新品类, 其中包括针织和梭织面料, 主要原材料是尼龙、涤纶等化纤材料, 定位运动、户外、功能等景气领域。其中1期项目已与多家高端品牌建立了合作, 有望打破美国戈尔公司在戈尔特斯类面料方面的垄断;

截至2021年底, 产能投资进度为56%, 预计在2022年下半年产量达到100万米/月, 在2023年5月31日达到预定可使用日期。

3) 越南和柬埔寨3期衬衣项目下半年有望陆续投产。鲁安项目第1~2期合计600万件高档衬衣分别在2016和2018年投产, 第3期有300万件衬衣产能, 厂房在疫情前已经建设好, 准备安装设备。另外公司在柬埔寨的3期衬衣项目(产能300万件)已进入前期设计阶段。越南和柬埔寨合计600万件衬衣产能, 满产后约为500万件实际产量, 视市场需求预计2022年下半年开始陆续投产。

表1: 公司的扩产计划

所在地	扩产规模	投资额(亿元)	预计收入(亿元)	预计净利润(亿元)	募集资金进度(2021年末)	达到预定可使用日期	产能爬坡进度(规划)
山东省淄博市	功能面料合计3500万米。其中色织功能机织面料1100万米、色织功能针织面料1200万米、匹染功能面料900万米、功能复合面料300万米	11.46	8.89	0.82	55.7%	2023-5-31	建设期3年, 建设期各年产能利用率分别为0%/30%/50%, 运营第1/第2年产能利用率80%/100%
越南	万象高档面料产品线项目(一期): 高档印染及印花面料3000万米	7.82	5.86	0.57	16.6%	-	建设期计划2.5年
越南安江省	鲁安第三期, 300万件衬衣	-	-	-	完成厂房建设	2022下半年	2022年下半年开始, 依据市场需求陆续投产
柬埔寨	第三期, 300万件衬衣	-	-	-	-	2022下半年	2022年下半年开始, 依据市场需求陆续投产
-	2000万米针织面料	-	-	-	-	2021年	2021年有几百万吨产量, 预计2022年产量1000+万吨。
越南西宁市	年产约6000万米高档梭织面料, 1期3000万米	约8亿元	-	-	未开始	-	依据市场需求而定
越南西宁市	针织面料, 规模待定	约6亿元	-	-	未开始	-	依据市场需求而定

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：不利因素逐步消散，看好短期盈利大幅修复，中长期稳健增长

二季度公司在订单增长、产能利用率恢复、人民币贬值等多方面利好因素促进下实现业绩大幅增长，随着原材料成本、汇率、海外疫情等不利因素逐步褪去，公司盈利水平有望在短期得到大幅修复，展望下半年继续乐观。从中长期看，产能扩张、效率提升、景气品类开拓有望贡献业绩稳步增长。由于二季度业绩预增超预期，公司订单情况较好且近期棉价显著回落、人民币汇率贬值，上调盈利预测，预计公司 2022~2024 年净利润分别为 6.7/7.8/9.1 亿元（原为 6.2/7.5/8.9 亿元），同比增长 93.7%/16.5%/16.2%，给予 2023 年 10.5~11x PE，上调合理估值为 9.3~9.7 元（原为 8.8~9.3 元），维持“买入”评级。

表 2：盈利预测与市场重要数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,751	5,238	7,036	7,498	8,006
(+/-%)	-30.1%	10.3%	34.3%	6.6%	6.8%
净利润(百万元)	97	348	673	784	911
(+/-%)	-89.8%	257.2%	93.7%	16.5%	16.2%
每股收益(元)	0.11	0.39	0.76	0.88	1.03
EBIT Margin	9.9%	11.0%	11.8%	12.7%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	1.3%	4.4%	8.0%	8.9%	9.7%
市盈率 (PE)	62.2	17.9	9.3	8.0	6.9
EV/EBITDA	10.7	10.6	7.8	7.1	6.4
市净率 (PB)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

◆ 风险提示

宏观环境波动；市场消费偏好变动；汇率大幅波动；原材料价格大幅波动。

相关研究报告：

- 《鲁泰 A (000726.SZ) - 高端色织龙头拐点显现，切入景气赛道打开空间》 —— 2022-06-08
- 《鲁泰 A-000726-2013 年年报点评：全球龙头优势明显，估值低位买入机会》 —— 2014-03-27
- 《鲁泰 A-000726-股权激励点评：上调行权条件彰显增长信心，提高评级》 —— 2011-07-17
- 《鲁泰 A-000726-2010 中报点评：高增长符合预期，下半年景气依旧。》 —— 2010-08-17
- 《期待增量产能提升产品档次和附加值》 —— 2007-03-28

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	1400	2000	2040	2415	2910	营业收入	4751	5238	7036	7498	8006
应收款项	736	902	1060	1130	1206	营业成本	3738	4153	5220	5514	5823
存货净额	1989	2345	2577	2714	2860	营业税金及附加	66	59	70	75	80
其他流动资产	584	192	258	275	294	销售费用	126	120	155	163	171
流动资产合计	5023	5441	5937	6536	7272	管理费用	365	339	766	804	850
固定资产	6018	5799	5938	5943	5891	财务费用	110	45	99	94	85
无形资产及其他	374	363	356	349	341	投资收益	146	50	56	60	64
投资性房地产	577	1214	1214	1214	1214	资产减值及公允价值变动	6	(69)	(106)	(110)	(118)
长期股权投资	138	169	169	169	169	其他收入	(417)	(132)	85	90	95
资产总计	12130	12987	13615	14211	14888	营业利润	83	371	761	888	1038
短期借款及交易性金融负债	974	1020	1000	1000	1000	营业外净收支	2	(8)	0	0	0
应付款项	243	335	387	407	429	利润总额	85	363	761	888	1038
其他流动负债	654	724	856	902	950	所得税费用	(4)	36	95	111	135
流动负债合计	1871	2079	2243	2309	2379	少数股东损益	(8)	(20)	(7)	(7)	(8)
长期借款及应付债券	1846	2080	2080	2080	2080	归属于母公司净利润	97	348	673	784	911
其他长期负债	322	460	525	589	654						
长期负债合计	2167	2541	2605	2670	2734	现金流量表（百万元）					
负债合计	4038	4620	4848	4978	5113	净利润	97	348	673	784	911
少数股东权益	404	384	380	375	370	资产减值准备	32	(51)	(84)	0	0
股东权益	7688	7983	8387	8858	9404	折旧摊销	472	449	595	642	691
负债和股东权益总计	12130	12987	13615	14211	14888	公允价值变动损失	(6)	69	106	110	118
						财务费用	110	45	99	94	85
关键财务与估值指标						营运资本变动	(119)	(482)	(290)	(94)	(106)
每股收益	0.11	0.39	0.76	0.88	1.03	其它	(41)	31	80	(4)	(5)
每股红利	0.23	0.10	0.30	0.35	0.41	经营活动现金流	436	363	1080	1438	1610
每股净资产	8.96	9.05	9.45	9.97	10.59	资本开支	(64)	(135)	(750)	(750)	(750)
ROIC	5%	5%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(262)	312	0	0	0
ROE	1%	4%	8%	9%	10%	投资活动现金流	(360)	146	(750)	(750)	(750)
毛利率	21%	21%	26%	26%	27%	权益性融资	(21)	80	0	0	0
EBIT Margin	10%	11%	12%	13%	14%	负债净变化	453	189	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(199)	(84)	(269)	(314)	(364)
收入增长	-30%	10%	34%	7%	7%	其它融资现金流	(87)	(200)	(20)	0	0
净利润增长率	-90%	257%	94%	16%	16%	融资活动现金流	400	90	(289)	(314)	(364)
资产负债率	37%	39%	38%	38%	37%	现金净变动	476	599	41	375	495
息率	3.2%	1.4%	4.3%	5.0%	5.9%	货币资金的期初余额	924	1400	2000	2040	2415
P/E	62.2	17.9	9.3	8.0	6.9	货币资金的期末余额	1400	2000	2040	2415	2910
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	0	353	283	629	783
EV/EBITDA	10.7	10.6	7.8	7.1	6.4	权益自由现金流	0	342	177	547	709

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032