


罗莱家纺

(002293.SZ)

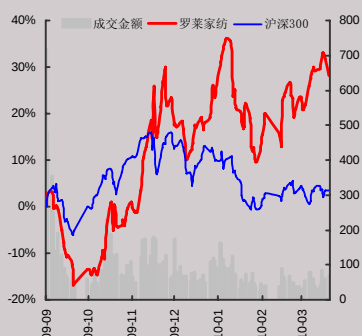
谨慎推荐 (维持)

所属行业: 纺织

行业评级: 中性

股本结构

总市值 (亿元)	62.67
流通市值 (亿元)	15.67
总股本 (百万股)	140.36
流通 A 股 (百万股)	35.10

股价表现图

**齐鲁证券研究所
行业公司部**

联系人 徐晓艳

Tel: (86531) 81776330

Fax: (86531) 81283791

Email: xuxy@qlzq.com.cn

分析师 孙绍冰

(执业证书编号: S0740209030125)

新品推出加速 龙头优势渐显
报告起因:

公司发布年报, 2009 年公司实现主营业务收入、净利润和归属于上市公司股东的净利润分别为 11.45 亿元、1.97 亿元和 1.52 亿元, 分别比上年同期增加 24.43%、43.54% 和 34.77%; 期末股本摊薄 EPS 为 1.08。利润分配预案: 每 10 股分配现金 7.00 元人民币 (含税)。

投资要点:

- 四季度收入强劲增长提升全年业绩。**2009 年公司实现主营业务收入、净利润和归属于上市公司股东的净利润分别比上年同期增加 24.43%、43.54% 和 34.77%; 期末股本摊薄 EPS 为 1.08, 基本符合市场预期。其中非经常性损益占净利润的比重为 4.80%, 增厚 EPS 0.005 元。公司 2009 年第四季度的销售毛利率与前三季度持平, 而营业总收入同比增速却大幅提高为 56.18%。
- 推出新品加速, 产品结构优化提升毛利率。**规模和产业链配套优势使公司具有较强的盈利能力, 并且公司不断开发新品、优化产品结构促使公司的盈利能力逐年的增强。2009 年新品销售额占比为 33.43%, 比 2008 年增长 4.12 个百分点, 公司的主要产品销售毛利率为 39.78%, 比上年提高 2.21 个百分点。分产品而言, 2009 年公司标准套件收入增长超过平均增速, 导致盈利水平较强的标准套件收入占比的增加。受益于 2009 年严冬, 被芯类产品的盈利能力显著提高 3.19 个百分点。
- 依托多品牌序列, 销售直营带动加盟。**2009 年在保持核心品牌的优势地位的前提下, 公司多品牌战略稳健发展。2009 年其他品牌收入占比进一步增加, 公司品牌战略呈现多元化发展。作为公司核心的罗莱品牌 2009 年实现毛利率 40.51%, 比 2008 年增加 2.76 个百分点。公司实行直营带动加盟的销售战略, IPO 募集的资金也集中在直营销销售网络的建设。随着募集资金的投入, 销售网络建设所带来的收益逐步显现。2009 年公司直营和加盟的销售收入分别增长 29.43% 和 24%, 销售毛利率也分别比去年提高 1.66 和 2.15 个百分点。
- 产品和销售结构优化抵消成本上升影响。**公司的主要原材料为坯布和填充料, 占营业收入的比重约为 82% 和 7.5%。2009 年中期由于市场需求的增大, 公司坯布和填充料的平均采购价格分别较 2008 年增长 10.36% 和 9.22%。相较于产品价格的相对稳定, 成本的小幅上涨为公司的经营带来了一定压力, 但是产品结构的优化和直营销销售占比的增加相应的抵消了这方面影响, 使全年的盈利能力有所增强。
- 上调 2010 业绩预期, 维持谨慎推荐评级。**公司将会受益于行业和公司的双重发展, 未来的看点集中产能的扩张、营销网络的建设及销售效率的提高。预测 10/11/12 年的营业收入分别为 13.74/16.76/20.96 亿元, 每股收益 1.27/1.65/2.05, 对应的市盈率为 34.90/26.96/21.65。公司 2010 年一季度有望延续 2009 年底的高增长速度, 维持公司“谨慎推荐”评级。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“齐鲁证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



一、四季度收入强势增长提升全年业绩

2009 年公司实现主营业务收入、净利润和归属于上市公司股东的净利润分别为 11.45 亿元、1.97 亿元和 1.52 亿元，分别比上年同期增加 24.43%、43.54%和 34.77%；期末股本摊薄 EPS 为 1.08，基本符合市场预期。其中合并香港罗莱前实现的净利润、子公司上海罗莱获得的税额返还及南通开发区家纺行业创新性补贴和其他补贴等计入的非经常性损益占净利润的比重为 4.80%，增厚 EPS0.005 元。

图 1：公司近年主营业务收入及增长率变化情况

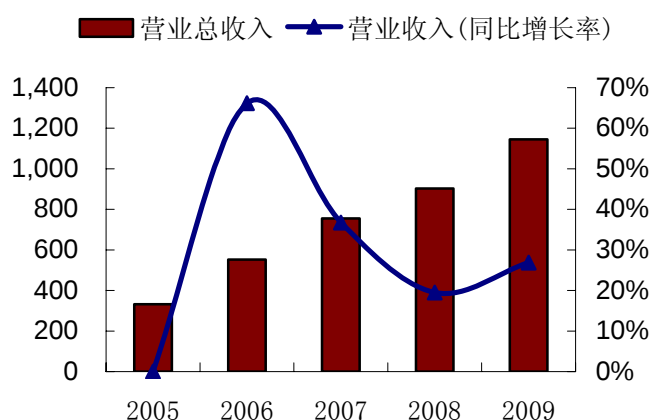
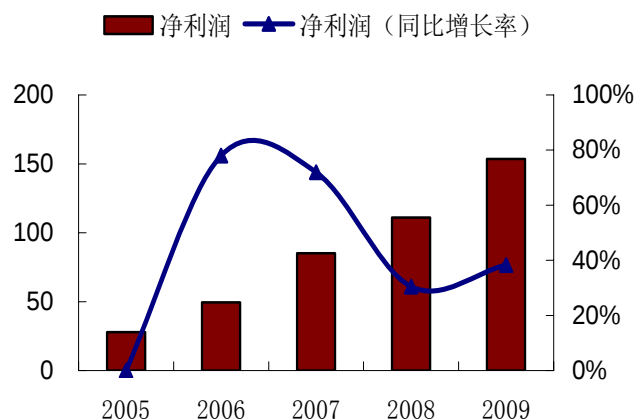


图 2：公司近年净利润以及同比增长率变化情况



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

表 1：公司单季度财务指标（单位：百万元）

项目	2008-9-30	2008-12-31	2009-9-30	2009-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2009/2008	2009/2008
	Q1-Q3	Q4	Q1-Q3	Q4	Q1-Q4	Q1-Q4	第四季度	全年
营业总收入	632.88	269.81	723.91	421.39	902.68	1,145.31	56.18%	26.88%
同比	—	—	14.39%	56.18%	19.50%	26.88%	—	7.37%
营业总成本	526.46	238.65	595.60	360.22	765.11	955.82	50.94%	24.93%
销售毛利率	37.91%	35.08%	39.01%	39.27%	37.06%	39.10%	4.19%	2.04%
期间费用率	20.51%	21.60%	20.68%	24.88%	20.84%	22.23%	3.28%	1.39%
销售费用率	14.63%	16.14%	15.79%	20.58%	15.08%	17.55%	4.44%	2.47%
管理费用率	5.75%	5.27%	5.00%	4.35%	5.61%	4.76%	-0.92%	-0.84%
财务费用率	0.14%	0.19%	-0.11%	-0.05%	0.15%	-0.09%	-0.24%	-0.24%
投资净收益	0.00	-0.08	0.00	0.00	-0.07	0.00	0.08	—
利润总额	104.92	32.27	133.84	63.09	137.19	196.93	95.49%	43.54%
同比	—	—	27.56%	95.49%	23.42%	43.54%	—	20.12%
所得税率	0.00%	16.55%	24.04%	17.83%	19.07%	22.05%	1.28%	2.98%
净利润	83.34	26.73	100.84	51.84	110.07	153.50	91.27%	38.07%
同比	—	—	21.01%	91.27%	29.27%	38.07%	—	8.80%
基本每股收益	0.0000	0.2539	0.7184	0.1255	1.0456	1.0855	—	—

资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所





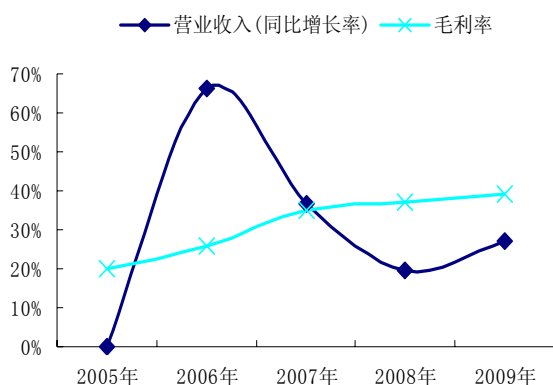
单季度财务指标显示，公司 2009 年第四季度的销售毛利率与前三季度持平，而营业总收入同比增速却大幅提高为 56.18%（前三个季度的 14.39%）。2009 年公司业绩前低后高的主要原因有：十一黄金周的延长使婚庆市场火爆，旅游人口的增加加大宾馆对家纺产品的消费；2009 年上半年房地产市场的回暖一定程度刺激人们对家纺产品的购买意愿；公司前三季度增加的销售网络的逐步实现盈利；2009 年冬季异常的寒冷和漫长以致人们对保暖性家纺用品需求的增加，由此导致公司 2009 年业绩呈现前低后高的态势。

二、推出新品加速，产品结构优化提升毛利率

公司是专注经营家用纺织品，集研发、设计、生产、销售于一体的家纺行业龙头，通过募集资金，2012 年公司的产能将较 2008 年翻一番。公司的生产基地位于江苏南通，下辖的通州和海门是我国主要的九大家纺产业集群地中的两个。南通家纺业已形成纺织、印染（整）、研发、加工、机械、包装和销售为一体的完整产业链。由于产业链配套完整，有效地降低了公司的经营成本，使公司在产品配套、原材料供应、技术人员招聘、资讯收集等方面保持有利的竞争优势。

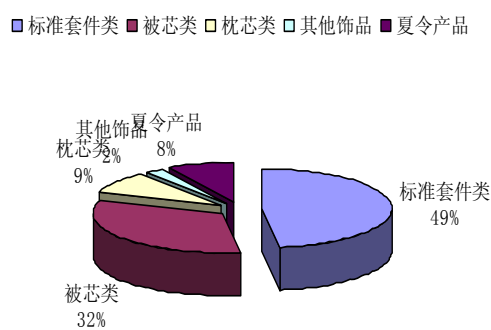
规模和产业链配套优势使公司具有较强的盈利能力，并且公司不断开发新品、优化产品结构促使公司的盈利能力逐年的增强。2009 年公司成立了市级工程技术研究中心，开发新产品 300 项，采取新型面料和新技术，研发推出新款单套件和被芯类产品近 200 种。2009 年公司新品销售额占比为 33.43%，比 2008 年增长 4.12 个百分点，公司的主要产品销售毛利率为 39.78%，比上年提高 2.21 个百分点。分产品而言，2009 年公司标准套件收入增长超过平均增速，导致盈利水平较强的标准套件收入占比的增加。受益于 2009 年严冬，被芯类产品的盈利能力显著提高 3.19 个百分点。

图 3：公司收入增长和销售毛利率状况（%）



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图 4：2009 年公司产品结构（%）



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所


表 2：2009 年主要产品分析

	标准套件类	被芯类	枕芯类	夏令产品	其他饰品类	合计
营业收入（万元）	53,635.02	36,370.26	10,409.87	2,528.67	9,303.93	112,247.75
同比增长（%）	23.08	20.58	26.94	35.39	24.13	22.94
毛利率	43.17	42.99	26.61	27.07	25.89	39.78
同比增加	2.05	3.19	2.52	-0.24	0.60	2.21

资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

三、依托多品牌序列，销售直营带动加盟

公司是多品牌发展战略的家纺行业龙头。公司通过实施多品牌矩阵策略确立和保持了公司在国内家纺行业的领先地位。目前，公司除了经营原创品牌“罗莱”外，并代理（授权）经营“SHERIDAN 雪瑞丹”、“SAINT MARC 尚·玛可”和“DISNEY 迪士尼”品牌，以提高公司与商场的谈判能力，在面向年龄、性别、收入等方面更有广泛的顾客群，通过细分市场，使公司能够有效的保持和扩大市场份额。

2009 年在保持核心品牌的优势地位的前提下，多品牌战略稳健发展。2009 年罗莱品牌和其他品牌营业收入分别较 2008 年增加 19.29%和 45.58%，说明其他品牌收入占比进一步增加，公司品牌战略呈现多元化发展。作为公司核心的罗莱品牌 2009 年实现毛利率 40.51%，比 2008 年增加 2.76 个百分点。

公司实行直营带动加盟的销售战略，IPO 募集的资金也集中在直营销销售网络的建设。随着募集资金的投入，销售网络建设所带来的收益逐步显现。2009 年公司直营和加盟的销售收入分别增长 29.43%和 24%，销售毛利率也分别比去年提高 1.66 和 2.15 个百分点。

四、产品和销售结构优化抵消成本上升影响

公司的主要原材料为坯布和填充料，占营业收入的比重约为 82%和 7.5%。2009 年中期由于市场需求的增大，公司坯布和填充料的平均采购价格分别较 2008 年增长 10.36%和 9.22%。相较于产品价格的相对稳定，成本的小幅上涨为公司的经营带来了一定压力，但是产品结构的优化和直营销销售占比的增加相应的抵消了这方面影响，使全年的盈利能力有所增强。

五、盈利预测及投资评级

公司将会受益于行业 and 公司的双重发展，未来的看点集中产能的扩张、营销网络的建设 and 销售效率的提高。预测 10/11/12 年的营业收入分别为 13.74/16.76/20.96 亿元，每股收益 1.27/1.65/2.05，对应的市盈率为 34.90/26.96 /21.65。公司 2010 年一季度有望延续 2009 年底的高增长速度，维持公司“谨慎推荐”评级。

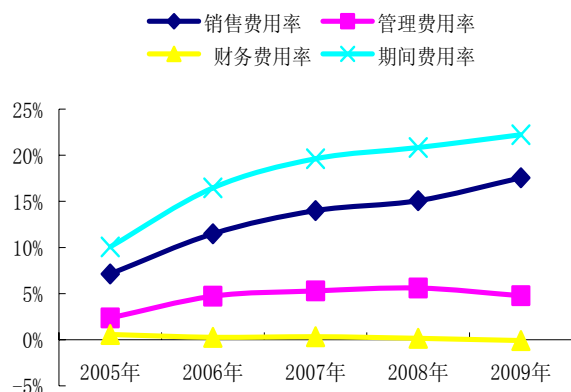
六、风险提示

（1）原材料价格波动风险；（2）房地产市场交易量的回落的风险。

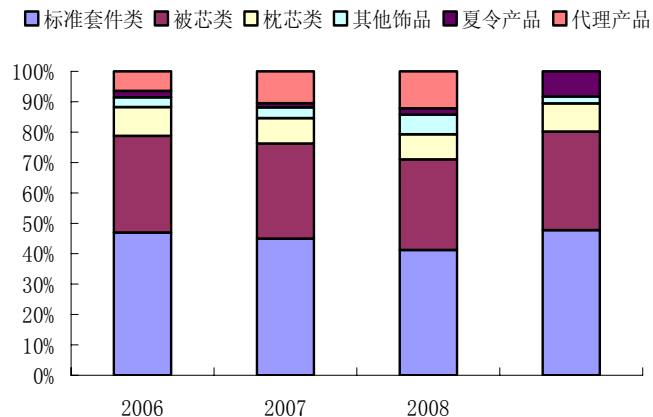

表 5: 利润表 (单位: 百万)

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	755.36	902.68	1145.31	1374.37	1676.73	2095.91
减: 营业成本	492.40	568.12	697.44	824.62	997.65	1236.59
营业税金及附加	1.49	2.26	4.18	3.72	4.54	5.67
营业费用	105.79	136.13	201.05	240.51	276.66	335.35
管理费用	39.99	50.60	54.53	68.72	83.84	104.80
财务费用	2.45	1.37	-1.02	5.32	14.44	25.50
资产减值损失	1.75	6.62	-0.35	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.07	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	111.41	137.51	189.49	231.47	299.60	388.01
加: 其他非经营损益	-0.33	-0.39	7.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	111.08	137.12	196.93	231.47	299.60	388.01
减: 所得税	25.99	26.13	43.43	50.92	65.91	97.00
净利润	85.09	110.99	153.50	180.55	233.69	291.01
减: 少数股东损益	-0.01	0.96	1.53	1.80	2.33	2.90
归属母公司股东净利润	85.10	110.02	151.97	178.75	231.36	288.11
基本每股收益	0.606	0.784	1.083	1.273	1.648	2.053

资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图5: 公司近年三项费用变化情况


资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图6: 公司近年收入构成增长情况


资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791