

罗莱家纺 (002293.sz)

公司将继续保持高速增长

熊峰 研究员
 电话: 0755-82083888-816
 eMail: xf@gf.com.cn

李燕华 研究助理
 电话: 020-87555888-636
 eMail: lyh9@gf.com.cn

业绩概况与分析

公司 2010 年 1 季度实现营业收入 3.59 亿元, 同比增长 40.81%; 实现营业利润 6924.55 万元, 同比增长 72.17%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5090 万元, 同比增长 43.23%, 实现每股收益 0.36 元, 业绩符合预期。

公司今年 1 季度业绩主要来源于主业, 营业利润的增长率比净利润的增长率高出 28.95%, 主要由于毛利率提升和期间费用率的下降, 显示公司主营业务盈利能力较强。根据历史, 家纺 2 季度为消费淡季, 上半年收入比重约为 40% 左右, 预计上半年公司净利润同比增长 30%-50%, 超预期的因素将可能出现在下半年。

展望未来, 公司将继续保持高速增长

展望未来, 我们认为公司能继续保持良好的成长性。主要理由是: (1) 产品下游需求空间广阔; (2) 不断提供高附加值的产品, 毛利率继续稳步提升; (3) 营销网点扩张步伐加速, 渠道结构调整带来想象空间; (4) 公司加盟单店盈利能力强。

盈利预测与投资建议

我们维持之前 2010~2012 年的 EPS 预测, 分别为 1.48、1.97 和 2.51 元。认为公司一年内目标价在 60 元左右, 给予“买入”评级。

风险提示

劳动力和原材料等成本价格持续上升, 国内消费市场复苏减缓。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	902.68	1,145.31	1,431.63	1,825.33	2,318.7
EBITDA(百万元)	145.23	204.31	252.01	342.54	441.70
净利润(百万元)	110.07	151.97	207.59	276.37	352.69
净利润增长率	29.27%	43.23%	36.60%	33.13%	27.61%
每股收益(元)	1.046	1.083	1.480	1.970	2.510
市盈率	0.00	46.35	33.92	25.48	20
市净率	0.00	5.28	4.60	3.92	3.30
EV/EBITDA	0.00	30.3	22.18	15.90	11.75
每股红利(元)	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.30	0.10	0.20	0.20

来源: 罗莱家纺股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	50.20
目标价格(元)	60.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.33%	19.81%	44.21%
沪深 300	-1.21%	-4.15%	23.99%

股票数据

总股本(万股)	14,036.31
流通 A 股(万股)	3,510.00
主要股东:	

上海罗莱投资控股有限公司

主要股东持股比例	39.18%
流通 A 股比例	25.01%

财务比率

ROE	11.38%
ROA	13.00%
资产负债率	10.85%
每股净资产(元)	9.51

2009 年报数据。

业绩概况与分析

罗莱家纺2010年一季度实现营业收入3.59亿元，同比增长40.81%；实现营业利润6924.55万元，同比增长72.17%；实现归属于上市公司股东的净利润5090万元，同比增长43.23%；实现每股收益0.36元。

表 1: 公司 2010 年 1 季度与上期同比情况

	2009Q1	2010Q1	同比
营业总收入	255.19	359.34	40.81%
营业总成本	214.97	290.09	34.94%
营业成本	160.51	217.13	35.28%
毛利率	37.10%	39.57%	
营业税金及附加	1.13	0.77	-32.11%
期间费用	51.24	71.09	
期间费用率	20.08%	19.78%	
销售费用	37.53	59.54	58.64%
销售费用率	14.71%	16.57%	
管理费用	13.71	14.00	2.14%
管理费用率	5.37%	3.90%	
财务费用	0.00	-2.46	
资产减值损失	2.09	1.11	-47.15%
营业利润	40.22	69.25	72.17%
营业利润率	15.76%	19.27%	
营业外收入	4.73	0.31	-93.51%
营业外支出	0.02	0.01	-23.17%
利润总额	44.93	69.54	54.78%
所得税	9.15	18.14	98.37%
净利润	35.78	51.40	43.64%
少数股东损益	0.24	0.50	103.54%
归属于母公司所有者的净利润	35.54	50.90	43.23%
净利率	13.93%	14.17%	
每股收益	0.34	0.36	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

业绩分析

1、今年1季度,公司营业利润的增长率比净利润的增长率高出28.95%,主要由于毛利率提升和期间费用率的下降;但公司净利润的增长率与销售收入的增长率相当,主要由于公司营业外收入减少和所得税率的提高,这显示出公司1季度业绩主要来源于主业,主营业务的盈利能力较强。

2、公司在2010年1季度的毛利率同比增长了2.47%,期间费用率同比下降了0.3%,毛利率的变化率减去期间费用率的变化率为2.77%,正向杠杆效应导致营业收入增长率与营业利润增长率并驾齐驱。

3、公司营业外收入本期比上期减少93.51%,主要由于子公司上海罗

莱家用纺织品有限公司上年同期收到政府奖励395万元。据了解，公司在发展初期是以母公司直接销售为主，而现在主要是依靠销售公司（既上海罗莱家用纺织品有限公司）销售，销售公司设在上海，在上海纳税，去年销售比较好，上海市政府给予了公司退税补助予以扶持，一般来讲，应该会有持续性。

4、公司本期所得税同比增加98.37%，主要原因是本期公司利润总额增长及执行的所得税税率提高，2010年母公司执行22%的所得税税率，2009年执行20%的所得税税率。

5、公司1季度期间费用率稍有下降，但销售费用同比增加58.64%，主要由于公司业务扩大，网点扩张和员工成本增加所致，管理费用率有所下降，显示公司管理能力较强，内部效率得到有效提高。

展望未来，前景广阔

从今年1季报和历史业绩来看，公司一个非常显著的亮点就是毛利率水平，即使在金融危机的背景下仍然稳中有升，06年、07年、08年、09年和10年1季度分别为25.63%、34.81%、37.06%、39.10%和39.57%，同时公司盈利能力保持了良好的成长性。

图 1：近年公司毛利率变化情况

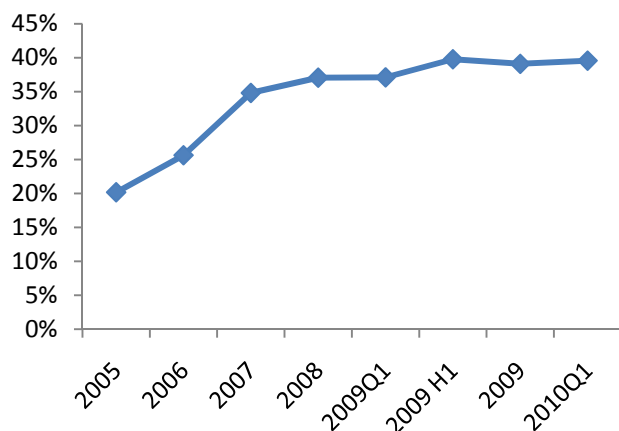
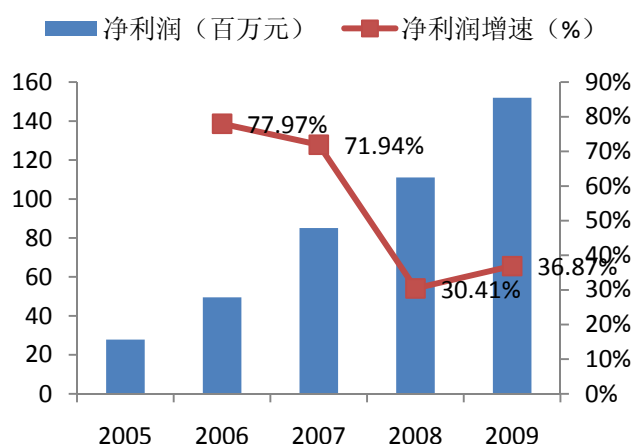


图 2：近年公司净利润增长情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

展望未来，我们认为公司能继续保持良好的成长性。主要基于以下观点：

(1) **产品下游需求空间广阔。**受国内居民收入持续增长及消费升级等因素的驱动，近年来家用纺织品行业已经成为纺织行业中成长速度最快和发展潜力最大的子行业，行业发展前景广阔，为公司的持续高速增长提供了良好的下游需求环境。据纺织工业协会统计，2000年以来我国家纺行业以年增长20%以上的速度快速发展，伴随着国内居民消费能力的提高、消费观念的转变，以及婚庆市场的火爆等，预计在未来几年内仍将保持这样的高成长速度。

(2) **不断提供高附加值的产品，毛利率继续稳步提升。**公司采用以“罗莱”品牌为核心的多品牌发展战略，公司将逐步提高产品附加值较高的产品来提升综合毛利率

(3) **渠道扩张步伐加速，结构调整带来想象空间。**从销售渠道来看，加盟渠道占比约81.36%，直营渠道约16.27%，剩下约2.37%为外贸，近几年加盟渠道销售收入的复合增长率约为21.30%，而直营渠道销售收入的复合增长率约为53.11%，远高于加盟渠道销售收入的增长幅度。从毛利率来看，公司直营渠道的销售毛利率比加盟渠道要高20个百分点左右。近几年，公司加大了直营渠道的建设力度，未来3年内公司计划将部分加盟商经营的发展乏力的中心省会城市逐步改变为直营模式，使得直营的销售额逐步达到总销售额30%左右的水平。

(4) **单店盈利能力强。**近几年加盟渠道销售收入的复合增长率约为21.30%，远高于加盟渠道单店数量的增长率20.17%，表明公司加盟渠道销售的增长不仅来源于渠道的数量扩张，更来源于渠道单店销售额的提升，显示出加盟商的盈利能力显著增强。

盈利预测与投资建议

整体来说，公司一季度业绩基本上来自主营业务，一般来说，2季度为销售淡季，上半年销售收入占比约为40%左右，公司预计上半年净利润同比增长30%-50%。秋、冬季是公司产品的销售旺季，超预期的因素将可能在下半年出现。

在国内消费场景气逐渐提升的时期，公司作为家纺行业龙头，业绩有望实现持续高增长。维持2010-2012年EPS预测，分别为：1.48元、1.98元和2.51元。我们认为公司一年内目标价在60元左右，给予“买入”评级。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1030	1199	1427	1746	
应收账款	69	61	101	101	
预付款项	17	32	30	48	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	6	10	10	15	
存货	260	307	387	434	
流动资产合计	1382	1609	1955	2344	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	79	101	98	96	
在建工程	24	0	0	0	
无形资产	12	12	12.44	12.44	
长期待摊费用	5	2	0	0	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	120	115	111	108	
资产总计	1503	1724	2066	2453	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据	5	5	6	6	
应付账款	95	101	148	167	
预收款项	34	40	55	65	
应付职工薪酬	21	23	25	28	
应交税费	23	28	32	40	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	24	24	24	24	
流动负债合计	163	175	238	268	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	0	0	0	0	
负债合计	163	175	237	268	
股本	140	140	140	140	
资本公积	909	909	909	909	
盈余公积	86	93	119	122	
未分配利润	286	493	769	1122	
少数股东权益	4	7	9	13	
负债股东权益总计	1503	1724	2066	2453	
每股净资产(元)	9.51	10.99	12.96	15.47	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1145	1431	1825	2318	
营业成本	697	851	1077	1356	
营业税金及附加	4	5	6	8	
销售费用	201	258	319	406	
管理费用	55	69	86	109	
财务费用	-1	-24	-31	-36	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	189	272	367	475	
营业外收入	8	2	2	2	
营业外支出	1	2	2	2	
利润总额	197	272	367	475	
所得税费用	43	63	88	119	
净利润	154	210	279	356	
归属于母公司净利润	152	208	276	353	
少数股东损益	2	2	3	4	
EPS(元)	1.08	1.48	1.97	2.51	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	133	144	199	284	
投资活动现金流量	-33	0	0	0	
筹资活动现金流量	887	25	30	36	
现金及现金等价物净增加额	987	169	228	319	
期末现金余额	1030	1199	1427	1746	
每股经营活动现金流(元)	0.95	1.03	1.42	2.02	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	26.88%	25.00%	27.50%	27.00%	
营业利润增长率	37.73%	41.97%	33.13%	27.61%	
毛利率	39.10%	40.50%	41.00%	41.50%	
营业利润率	16.54%	19.02%	20.12%	20.49%	
净利率	13.40%	14.65%	15.29%	15.37%	
净资产收益率	11.38%	13.54%	15.39%	16.53%	
总资产收益率	13.00%	14.42%	16.53%	18.20%	
流动比率	8.48	9.18	8.23	8.75	
资产负债率	10.85%	10.22%	11.63%	11.10%	
所得税税率	20.00%	23.00%	24.00%	25.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

罗莱家纺(002293)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。