

罗莱家纺 (002293.SZ) 纺织行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

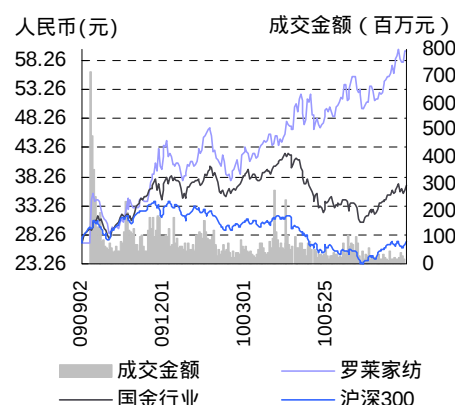
市价（人民币）：59.95 元

罗莱家纺中报点评

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	35.10
总市值(百万元)	8,414.77
年内股价最高最低(元)	60.22/26.76
沪深 300 指数	2922.08
中小板指数	6318.65



相关报告

1. 《09 年年报点评》，2010.3.29
2. 《有能力从家纺行业中脱颖而出的公司》，2009.9.7

刘宇袖 联系人

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.046	1.083	1.524	2.007	2.668
每股净资产(元)	2.83	9.51	10.90	12.78	15.32
每股经营性现金流(元)	1.03	0.96	1.49	1.73	2.31
市盈率(倍)	N/A	37.92	35.70	27.11	20.39
行业优化市盈率(倍)	19.82	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	29.27%	38.07%	40.72%	31.70%	32.98%
净资产收益率(%)	36.93%	11.38%	13.97%	15.70%	17.42%
总股本(百万股)	105.26	140.36	140.36	140.36	140.36

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2010 年中报，上半年实现营业总收入 6.62 亿元，净利润 0.77 亿元，分别同比增长 59.43% 和 58.96%，实现每股收益 0.55 元，效益增速超过我们预期。

经营分析

- 国内纺织服装零售市场持续复苏是业绩大幅增长的关键因素，公司几个主要品牌收入增长全面开花：报告期内公司主打的几个品牌销售收入增速均保持在较高水平，其中罗莱品牌收入同比增速达到了 53.34%，迪斯尼和尚马可两个品牌销售收入增速分别为 75.94% 和 102.2%，高端品牌雪瑞丹销售收入增速也超过了 35%；
- 收入结构基本保持稳定，综合毛利率水平微涨。报告期内，公司直营和加盟收入占比基本保持稳定，分别占总收入比重的 16.4% 和 82.61%；分品牌看罗莱品牌仍然是主要收入来源，占销售收入比重 82% 以上。而罗莱品牌报告期内毛利率上涨了 1.42 个百分点至 42.05%，确保公司综合毛利率上涨 0.72 个百分点至 41.08%；除罗莱之外的其他品牌毛利率均有不同程度的下滑；
- 存货增加符合销售规律。报告期内公司的存货增长了 1.32 亿元，增加的主要原因是公司为秋冬销售旺季储备较多库存商品，另外订货会制度的实施也加大了库存商品数量；
- 销售费用率上升 1.18 个百分点，管理费用率保持稳定。报告期内公司的销售费用率较去年期末上升 1.18 个百分点，主要原因是公司广告投入增加了 1293.49 万元，以及订货会费用增加了 340 万元；管理费用率保持在 4.76%；

盈利预测

- 家纺行业发展空间巨大，上市红利效应显著。家纺行业品牌经营落后于服装，理论上家纺市场发展空间大于服装。上市也给公司的资金和品牌知名度带来了巨大的红利效应，而公司做为家纺行业龙头企业，竞争优势明显，这是我们看好公司未来发展的最基本原因；

- **以加盟方式为主的销售网络扩张确保未来业绩增速。**目前家纺行业竞争还处于渠道竞争阶段，我们预计公司今年销售网络将新增 300 家以上，快速的外延式扩张将确保公司业绩高增长，我们预计公司今年净利润增速将超过 40%，明后两年也将超过 30%；
- **房地产政策调控对下半年业绩影响不大。**上市给公司带来的红利效应将使得行业内部“强者恒强”，龙头企业短期内可以通过抢占更多的市场份额来降低房地产政策的影响，确保业绩增速。同时我们认为地产政策“挤压泡沫”并不意味着“冻结需求”，人们对住房的刚性需求仍然存在，随着地产调控措施见效之后，刚性需求会逐步得到释放。
- **根据公司上半年财务情况，我们上调公司未来盈利预测，主要是上调 10 年收入增幅，直营和加盟收入增幅分别上调 5 个和 10 个百分点，使得 10 年净利润预期上调了 5.4 个百分点，10-12 年净利润分别为 2.14 亿元、2.82 亿元和 3.75 亿元，同比分别增长 40.72%、31.7%和 32.98%，EPS 分别为 1.524 元、2.007 元和 2.668 元。**

投资建议

- 我们一直坚定看好纺织服装零售企业的未来发展前景，一直认为这些企业具有明显的短中长期投资价值。对于优秀的纺织服装零售企业建议采取买入并持有建议，研究和投资的关键是充分理解企业管理层的经营管理能力。我们相信公司管理层能够实现业绩的持续稳定快速增长。目前股价对应 10 年 39.4 倍 PE，考虑到公司未来持续快速增长，并没有高估，维持买入评级不变。

图表1：盈利预测

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营							
销售收入（百万元）	50.87	92.33	141.09	182.61	246.52	320.48	416.62
增长率（YOY）		81.50%	52.81%	29.43%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	48.15%	53.62%	52.68%	54.35%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本（百万元）	26.38	42.82	66.76	83.36	110.94	144.22	187.48
增长率（YOY）		62.35%	55.91%	24.86%	33.08%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	24.49	49.51	74.33	99.25	135.59	176.26	229.14
增长率（YOY）		102.12%	50.13%	33.53%	36.61%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	9.21%	12.22%	15.45%	16.27%	15.87%	15.43%	14.98%
占主营业务利润比重	17.30%	18.83%	21.67%	22.23%	21.68%	21.11%	20.54%
加盟							
销售收入（百万元）	483.60	631.55	736.48	913.24	1,278.54	1,726.02	2,330.13
增长率（YOY）		30.59%	16.61%	24.00%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	23.35%	33.13%	34.76%	36.91%	37.50%	37.50%	37.50%
销售成本（百万元）	370.68	422.32	480.48	576.16	799.09	1,078.76	1,456.33
增长率（YOY）		13.93%	13.77%	19.91%	38.69%	35.00%	35.00%
毛利（百万元）	112.92	209.23	256.00	337.08	479.45	647.26	873.80
增长率（YOY）		85.29%	22.35%	31.67%	42.24%	35.00%	35.00%
占总销售额比重	87.53%	83.61%	80.66%	81.36%	82.33%	83.09%	83.80%
占主营业务利润比重	79.74%	79.57%	74.63%	75.48%	76.67%	77.53%	78.34%
出口							
销售收入（百万元）	18.02	31.48	35.50	26.62	27.95	30.75	33.82
增长率（YOY）		74.69%	12.77%	-25.01%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.25%	13.41%	35.79%	38.43%	37.00%	37.00%	37.00%
销售成本（百万元）	13.83	27.26	22.79	16.39	17.61	19.37	21.31
增长率（YOY）		97.09%	-16.38%	-28.10%	7.44%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	4.19	4.22	12.71	10.23	10.34	11.38	12.51
增长率（YOY）		0.76%	200.97%	-19.48%	1.09%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	3.26%	4.17%	3.89%	2.37%	1.80%	1.48%	1.22%
占主营业务利润比重	2.96%	1.61%	3.70%	2.29%	1.65%	1.36%	1.12%
销售总收入（百万元）	552.49	755.36	913.07	1122.47	1553.01	2077.25	2780.58
销售总成本（百万元）	410.89	492.40	570.04	675.91	927.63	1242.35	1665.12
毛利（百万元）	141.60	262.96	343.03	446.56	625.38	834.90	1115.46
平均毛利率	25.63%	34.81%	37.57%	39.78%	40.27%	40.19%	40.12%

来源：国金证券研究所（公司中报没有披露分销售渠道的毛利率）

图表2：报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	755	903	1,145	1,553	2,077	2,781
增长率		19.5%	26.9%	35.6%	33.8%	33.9%
主营业务成本	-492	-568	-697	-928	-1,242	-1,665
% 销售收入	65.2%	62.9%	60.9%	59.7%	59.8%	59.9%
毛利	263	335	448	625	835	1,115
% 销售收入	34.8%	37.1%	39.1%	40.3%	40.2%	40.1%
营业税金及附加	-1	-2	-4	-6	-8	-11
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-106	-136	-201	-272	-359	-473
% 销售收入	14.0%	15.1%	17.6%	17.5%	17.3%	17.0%
管理费用	-40	-51	-55	-78	-104	-139
% 销售收入	5.3%	5.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	116	146	188	270	363	493
% 销售收入	15.3%	16.1%	16.4%	17.4%	17.5%	17.7%
财务费用	-2	-1	1	7	7	8
% 销售收入	0.3%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-2	-7	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	138	189	277	371	501
营业利润率	14.8%	15.2%	16.5%	17.8%	17.9%	18.0%
营业外收支	0	0	7	5	5	5
税前利润	111	137	197	282	376	506
利润率	14.7%	15.2%	17.2%	18.1%	18.1%	18.2%
所得税	-26	-26	-43	-65	-90	-127
所得税率	23.4%	19.1%	22.1%	23.0%	24.0%	25.0%
净利润	85	111	154	217	286	380
少数股东损益	0	1	2	3	4	5
归属于母公司的净利润	85	110	152	214	282	375
净利率	11.3%	12.2%	13.3%	13.8%	13.6%	13.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	85	111	154	217	286	380
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	13	3	10	17	24
非经营收益	3	-1	-3	2	-5	-5
营运资金变动	-51	-15	-20	-19	-55	-75
经营活动现金净流	44	108	134	209	242	324
资本开支	-20	-32	-26	-123	-114	-105
投资	-5	4	-9	-1	0	0
其他	0	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-28	-33	-124	-114	-105
股权募资	20	0	917	0	0	0
债权募资	-23	-5	0	0	0	1
其他	-25	-44	-30	0	-18	-18
筹资活动现金净流	-28	-49	887	0	-18	-17
现金净流量	-8	32	988	84	110	202

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	45	79	1,067	1,151	1,262	1,464
应收款项	32	46	75	80	107	143
存货	180	213	260	305	408	547
其他流动资产	18	19	17	24	32	42
流动资产	275	356	1,420	1,560	1,808	2,196
% 总资产	76.8%	77.8%	91.7%	86.7%	84.1%	83.7%
长期投资	5	0	0	1	0	0
固定资产	61	83	103	215	308	384
% 总资产	17.0%	18.1%	6.7%	11.9%	14.3%	14.6%
无形资产	13	13	17	22	32	41
非流动资产	83	102	128	240	341	427
% 总资产	23.2%	22.2%	8.3%	13.3%	15.9%	16.3%
资产总计	358	458	1,547	1,800	2,150	2,623
短期借款	5	0	0	0	0	0
应付款项	85	128	157	185	247	331
其他流动负债	35	29	51	77	97	124
流动负债	125	157	208	262	344	455
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	125	157	208	262	344	456
普通股股东权益	230	298	1,335	1,531	1,794	2,150
少数股东权益	3	3	4	7	11	16
负债股东权益合计	358	458	1,547	1,800	2,150	2,623

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.809	1.046	1.083	1.524	2.007	2.668
每股净资产	2.186	2.832	9.511	10.905	12.781	15.319
每股经营现金净流	0.419	1.029	0.956	1.487	1.727	2.311
每股股利	0.000	0.000	0.700	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	37.00%	36.93%	11.38%	13.97%	15.70%	17.42%
总资产收益率	23.78%	24.01%	9.82%	11.88%	13.10%	14.28%
投入资本收益率	37.18%	39.10%	10.95%	13.50%	15.30%	17.04%
增长率						
主营业务收入增长率	36.72%	19.50%	26.88%	35.60%	33.76%	33.86%
EBIT增长率	123.52%	25.84%	29.22%	43.39%	34.71%	35.57%
净利润增长率	71.95%	29.27%	38.07%	40.72%	31.70%	32.98%
总资产增长率	19.36%	28.06%	237.52%	16.33%	19.43%	21.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	13.6	16.7	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	122.9	126.1	123.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	37.5	40.7	43.3	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	29.4	33.2	25.2	42.2	46.2	44.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.20%	-26.05%	-79.65%	-74.86%	-69.87%	-67.50%
EBIT利息保障倍数	47.2	105.9	-184.4	-39.2	-48.5	-58.5
资产负债率	34.83%	34.27%	13.43%	14.55%	16.02%	17.38%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	2	11
买入	0	0	2	2	12
持有	0	0	0	1	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.67	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-07	减持	26.76	N/A
2 2010-03-29	买入	43.80	N/A

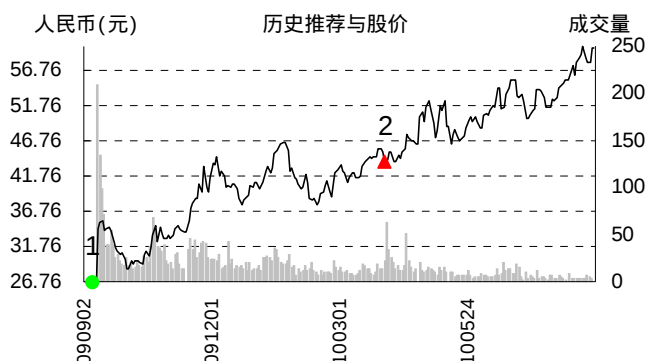
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室