

罗莱家纺：多品牌运营先锋

报告关键点：

- 多品牌拓宽渠道层次
- 弱势区域扩张迅速，跑马圈地初现端倪
- 上调评级至“买入-A”

报告摘要：

- 多品牌拓宽渠道层次：**我们坚持前期观点，人们家居环境的改善和生活品质的提高促使我国家纺消费步入快速成长期，依靠跑马圈地实现规模的快速扩张，既能充分享受行业的快速成长，又能提高市场占有率，拉开与竞争对手的差距。罗莱自有+代理的多品牌运营模式成功推动公司规模和市场影响力的快速提升。去年在行业内率先推出电子商务品牌“LOVO”，目前开始推出大众品牌“优家”和二三线市场品牌“帝馨”，多品牌拓宽渠道层次，成为行业多品牌运营先锋。
- 弱势区域拓展迅速，跑马圈地初现端倪：**在加强品牌运营的同时，公司弱势区域的市场拓展也十分迅速。公司主导市场是华东市场，占收入的比重在40%以上，今年中报，华东市场实现了73.27%的增长；同时，弱势销售区域如西南、西北、东北市场拓展十分迅速，中报营业收入同比分别增长了129.22%、68.20%、63.49%，市场份额较快增长。而竞争对手富安娜、梦洁家纺传统强势区域华南市场、华中市场由于竞争较为激烈，中报营业收入同比仅增长了15.16%和34.96%。弱势区域的开拓将成为推动公司销售增长的重要推动力，跑马圈地初现端倪。
- 上调公司评级至“买入-A”：**罗莱多品牌+多渠道运营模式加速市场扩展步伐，品牌运营策略契合行业快速成长的背景，未来3-5年依然是公司规模快速扩张期，我们上调公司2010-2012年EPS至1.51元、2.17元、2.75元，目前股价（2010年12月5日）对应的动态PE分别为48.3倍、33.6倍和22.6倍，上调公司投资评级至“买入-A”，上调公司12月目标价至90元。
- 风险提示：**多品牌+多渠道运营模式很大程度上是挑战管理层的品牌整合和运营能力，若运营不善，则影响公司整个品牌发展，目前公司团队品牌运营进展顺利，我们需要密切跟踪品牌运营状况。

评级：

买入-A

上次评级：中性-A

目标价格：

90.00 元

 期限：12 个月 上次预测：45.00 元
 现价：72.99 元
 (2010.12.3)

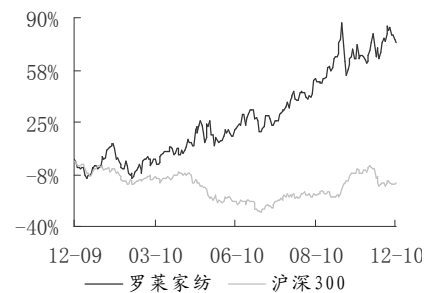
报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	10,245.10
流通市值(百万元)	2,561.95
总股本(百万股)	140.36
流通股本(百万股)	35.10
12 个月最高/最低	36.85/80.00 元
十大流通股股东(%)	43.89%
股东户数	3,952

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.02	7.90	87.92
绝对收益	4.72	16.05	74.60

研究员

赵梅玲

行业分析师

 021-68765110
 证书编号

 zhaoml@essence.com.cn
 S1450209090278

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	902.7	1,145.3	1,609.8	2,173.3	2,825.3
Growth(%)	19.5%	26.9%	40.6%	35.0%	30.0%
净利润	110.1	144.5	212.0	304.6	385.7
Growth(%)	29.3%	31.3%	46.8%	43.6%	26.6%
毛利率(%)	37.1%	39.1%	39.1%	40.2%	40.2%
净利润率(%)	12.2%	12.6%	13.2%	14.0%	13.7%
每股收益(元)	0.78	1.03	1.51	2.17	2.75
每股净资产(元)	2.15	9.49	10.71	12.47	14.69
市盈率	93.1	70.9	48.3	33.6	26.6
市净率	34.0	7.7	6.8	5.9	5.0
净资产收益率(%)	36.8%	11.0%	14.2%	17.6%	18.9%
ROIC(%)	59.7%	65.1%	77.6%	76.7%	81.9%
EV/EBITDA	52.4	46.7	32.9	22.3	17.2
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%

前期研究成果

 罗莱家纺：高现金分红回馈股东
 2010-04-12

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-5

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	902.7	1,145.3	1,609.8	2,173.3	2,825.3	成长性					
减: 营业成本	568.1	697.4	980.4	1,299.6	1,689.5	营业收入增长率	19.5%	26.9%	40.6%	35.0%	30.0%
营业税费	2.3	4.2	4.8	6.5	8.5	营业利润增长率	23.4%	37.7%	52.2%	43.5%	26.1%
销售费用	136.1	201.0	265.6	358.6	480.3	净利润增长率	29.3%	31.3%	46.8%	43.6%	26.6%
管理费用	50.6	54.5	80.5	108.7	141.3	EBITDA 增长率	22.0%	35.4%	41.3%	44.7%	26.2%
财务费用	1.4	-1.0	-16.0	-17.7	-20.7	EBIT 增长率	22.0%	35.7%	44.6%	45.4%	26.5%
资产减值损失	6.6	-0.3	6.0	3.7	4.5	NOPLAT 增长率	28.3%	29.0%	39.6%	45.5%	27.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.4%	17.0%	47.3%	19.0%	19.5%
投资和汇兑收益	-0.1	-	-	-	-	净资产增长率	29.2%	342.1%	12.9%	16.4%	17.8%
营业利润	137.6	189.5	288.4	414.0	522.0	利润率					
加: 营业外净收支	-0.4	7.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	37.1%	39.1%	39.1%	40.2%	40.2%
利润总额	137.2	196.9	289.4	413.0	523.0	营业利润率	15.2%	16.5%	17.9%	19.0%	18.5%
减: 所得税	26.2	50.9	75.3	105.3	133.4	净利率	12.2%	12.6%	13.2%	14.0%	13.7%
净利润	110.1	144.5	212.0	304.6	385.7	EBITDA/营业收入	16.1%	17.1%	17.2%	18.5%	17.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.4%	16.5%	16.9%	18.2%	17.7%
货币资金	78.5	1,066.9	1,129.8	1,303.2	1,526.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	25	18	13	11
应收帐款	45.3	72.5	101.4	131.0	170.3	流动营业资本周转天数	46	41	45	50	50
应收票据	0.6	2.2	22.1	29.8	38.7	流动资产周转天数	126	279	342	300	279
预付帐款	19.1	17.1	22.0	28.5	36.9	应收帐款周转天数	13	17	16	15	15
存货	212.9	260.4	364.8	483.5	628.6	存货周转天数	80	76	72	72	73
其他流动资产	-0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	总资产周转天数	163	315	370	319	293
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	82	76	72	70	64
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	36.8%	11.0%	14.2%	17.6%	18.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	24.2%	9.4%	12.2%	14.7%	15.5%
固定资产	82.2	78.9	80.1	82.6	82.8	ROIC	59.7%	65.1%	77.6%	76.7%	81.9%
在建工程	0.8	24.1	15.0	9.6	6.4	费用率					
无形资产	12.8	12.4	11.7	11.0	10.4	销售费用率	15.1%	17.6%	16.5%	16.5%	17.0%
其他非流动资产	6.2	12.5	12.6	13.0	13.2	管理费用率	5.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	458.4	1,547.5	1,759.9	2,092.6	2,513.8	财务费用率	0.2%	-0.1%	-1.0%	-0.8%	-0.7%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	20.8%	22.2%	20.5%	20.7%	21.3%
应付帐款	86.5	118.2	147.7	195.8	254.6	偿债能力					
应付票据	19.2	4.8	40.3	53.4	69.4	资产负债率	34.3%	13.9%	14.6%	16.4%	17.9%
其他流动负债	49.1	86.3	80.3	102.0	130.3	负债权益比	52.1%	16.2%	17.1%	19.6%	21.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.27	6.59	6.40	5.77	5.35
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.87	5.36	4.93	4.32	3.91
负债总额	157.1	215.3	256.5	342.3	448.6	利息保障倍数	101.01	-184.72	-17.06	-22.32	-24.19
少数股东权益	3.3	4.5	6.4	9.2	12.7	分红指标					
股本	105.3	140.4	140.4	140.4	140.4	DPS(元)	-	0.15	0.30	0.43	0.55
留存收益	192.8	1,187.4	1,357.0	1,600.7	1,909.3	分红比率	0.0%	14.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	301.3	1,332.2	1,503.8	1,750.2	2,062.3	股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	111.0	153.5	212.0	304.6	385.7	EPS(元)	0.78	1.03	1.51	2.17	2.75
加: 折旧和摊销	6.7	3.7	5.1	5.4	5.6	BVPS(元)	2.15	9.49	10.71	12.47	14.69
资产减值准备	6.6	-0.3	6.0	3.7	4.5	PE(X)	93.1	70.9	48.3	33.6	26.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	34.0	7.7	6.8	5.9	5.0
财务费用	2.1	1.1	-1.6	-16.0	-17.7	P/FCF	145.6	96.1	103.4	44.3	34.9
投资收益	-0.0	-	-	-	-	P/S	11.3	8.9	6.4	4.7	3.6
少数股东损益	1.0	1.5	2.1	3.1	3.9	EV/EBITDA	52.4	46.7	32.9	22.3	17.2
营运资金的变动	-17.9	-18.2	-97.3	-80.4	-99.9	CAGR(%)	40.5%	38.7%	35.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	108.3	134.2	112.0	218.5	279.0	PEG	2.3	1.8	1.4	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-27.7	-33.5	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	6.0	6.5	7.8	7.7	8.2
融资活动产生现金流量	-48.8	887.2	-16.4	-43.2	-56.4	REP	5.7	5.4	3.1	2.6	2.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034