

收入增长强劲 费用或影响盈利增速


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	纺织服装
目标价	99 元
报告发布日期	2011 年 2 月 24 日 星期五

施红梅 纺织服装行业首席分析师
63325888×6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860200010014

事件：公司公布 2010 年业绩快报

我们的观点：

- **公司公布业绩快报，收入小幅高于我们预期，盈利小幅低于我们预期，我们判断最重要的影响因素可能还是期间费用。**公司业绩快报预计 2010 年营业收入和盈利分别为 18188 万元和 20971 万元，同比分别增长 59%和 45%（按 09 年已公布年报数字），每股收益为 1.49 元。与我们原先的预期相比，营业收入高出 3.6%，盈利低 5%左右，我们判断造成收入差异的最重要原因是主品牌罗莱增速超过我们原先预期，而造成盈利略低于我们预期的原因很可能来自期间费用。
- 按照公司公布的业绩快报，分拆单季度数据，可以发现 2010 年第四季度营业收入和盈利分别增长 60%和 53%左右，而前三季度收入和盈利分别增长 42%。我们认为造成 2010 年公司盈利增速低于收入增速的主要原因除了期间费用增加比较快以外，综合毛利率同比略有下降也有一定影响（2010 年下半年原料价格的快速上涨对公司这样以订货制为主要经营模式的企业而言会造成短期毛利率的波动，在 2010 年第三季度有一定体现）。但随着对通胀预期的进一步明朗，公司新产品价格的上调将在很大程度上覆盖成本的上升，我们预计公司 2011 年开始的综合毛利率将基本保持稳定。
- **我们看好公司基本面的逻辑没有发生改变：**我们看好公司，除了鉴于国内家纺行业的快速成长前景和公司目前行业第一的地位之外，也看好其加盟强势在充分契合了行业中短期发展特征后的优势发挥，更重要的原因是看好公司在行业竞争中富有前瞻性的战略眼光以及步步领先的战术，这是公司与其他同行的重要差别也是决定公司有望持续保持行业领先地位的最重要基石。国内家纺行业正处于快速成长期，主动性更新需求将最终成为行业消费的主流，而更为标准化的产品属性也将推动行业集中度不断提高。像公司这样的龙头企业未来将充分分享到行业快速增长和市场份额提高带来的双重增长效应，其市场龙头的地位有望进一步强化。**从 2010 年业绩快报也基本可以判断，在目前销售的绝对额已经是行业第一而且 2009 年销售增速在三家公司中也是最高的情况下，公司 2010 年的销售增速估计还是三家龙头企业最高的，这一点也说明了公司的行业竞争力。**
- 根据本次业绩快报的情况，我们小幅调整了对 2010——2012 年的预测，将每股收益由原先的 1.56 元、2.31 元和 3.31 元下调为 1.49 元、2.20 元和 3.16 元，三年盈利复合增长率 45%。
- 需要指出的是，我们在近期刚推出的报告《静水深流——罗莱家纺深度报告》中提及的可能的政策利好依然存在，如果落实，粗略计算相应的对 2010——2012 年盈利预测将调整为 1.70 元、2.44 元和 3.51 元（三年盈利的复合增长率 50%）。当然最终政策利好能否落实仍存在不确定性，因此本报告的预测没有包含此因素。对公司我们将保持后续跟踪。
- 对应目前股价和调整后的盈利预测，公司 2011 年和 2012 年的动态估值分别为 31 倍和 22 倍，而公司近三年盈利的复合增长率预计在 45%左右，我们维持对公司的“买入”评级。目标价 99 元。
- **风险因素：**国内紧缩政策加剧对自住型房产交易量影响带来的可能消费冲击。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析（罗莱家纺（002293））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1420	1397	1673	2199	营业收入	1145	1819	2654	3754
现金	1067	882	892	1098	营业成本	697	1125	1638	2318
应收账款	66	88	133	191	营业税金及附加	4	15	21	30
其它应收款	6	10	15	20	营业费用	201	327	470	653
预付账款	17	28	41	58	管理费用	55	91	127	173
存货	260	386	587	824	财务费用	-1	-19	-15	-13
其他	3	4	5	8	资产减值损失	-0	8	10	14
非流动资产	128	410	545	593	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	79	282	414	487	营业利润	189	272	402	579
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	8	12	16	21
其他	36	116	118	94	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1547	1807	2218	2792	利润总额	197	283	417	599
流动负债	208	255	354	479	所得税	51	71	104	150
短期借款	0	0	0	0	净利润	154	212	313	449
应付账款	95	144	212	301	少数股东损益	2	3	4	6
其他	113	112	141	178	归属母公司净利润	144	210	309	443
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	192	272	426	620
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	1.49	2.20	3.16
其他	0	0	0	0					
负债合计	208	255	354	479	主要财务比率				
少数股东权益	4	7	11	17	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	140	140	140	140	成长能力				
资本公积	909	909	909	909	营业收入	24.4%	58.8%	45.9%	41.4%
留存收益	286	495	804	1247	营业利润	34.6%	43.5%	47.7%	44.1%
归属母公司股东权益	1335	1545	1853	2297	归属于母公司净利润	28.1%	45.2%	47.1%	43.7%
负债和股东权益	1547	1807	2218	2792	获利能力				
					毛利率	39.1%	38.2%	38.3%	38.3%
					净利率	12.6%	11.5%	11.6%	11.8%
					ROE	10.8%	13.6%	16.7%	19.3%
现金流量表									
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	13.4%	14.1%	15.9%	17.2%
经营活动现金流	134	96	166	293	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	154	212	313	449	流动比率	6.83	5.47	4.73	4.59
折旧摊销	4	19	39	53	速动比率	5.55	3.93	3.04	2.84
财务费用	-1	-19	-15	-13	营运能力				
投资损失	0	0	0	0	总资产周转率	1.14	1.08	1.32	1.50
营运资金变动	-20	-119	-175	-204	应收账款周转率	21	22	23	22
其它	-2	3	4	7	应付账款周转率	8.43	9.44	9.21	9.03
投资活动现金流	-33	-300	-170	-100	每股指标 (元)				
资本支出	26	300	170	100	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.49	2.20	3.16
长期投资	-0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.69	1.18	2.09
其他	-7	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.51	11.00	13.20	16.36
筹资活动现金流	887	19	15	13	估值比率				
短期借款	0	0	0	0	P/E	66.48	45.80	31.13	21.66
长期借款	0	0	0	0	P/B	7.19	6.22	5.18	4.18
普通股增加	35	0	0	0	EV/EBITDA	44	31	20	14
资本公积增加	873	0	0	0					
其他	-21	19	15	13					
现金净增加额	988	-185	11	206					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2010年三季报，我司持有罗莱家纺（002293.SZ）股票1900050股；

截止本报告发布之日，本公司仍持有罗莱家纺（002293.SZ）达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn