

罗莱家纺 (002293.SZ)

估值不高，一季报有望成为股价上涨催化剂

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010001

收入超预期—受益于 Q4 提价及渠道扩张

公司 10 年实现营业收入 18.19 亿元，同比增长 58.81%，略高于市场预期。渠道扩张及 Q4 提价带来收入超预期。迫于棉花等原材料的上涨压力，公司对 10 年冬季新品进行了提价（幅度略低于 20%），提价所带来的影响更多体现于 Q4。因此公司 Q4 营业收入高达 6.73 亿元，占全年收入的 37%，使得公司全年收入创新高。10 年公司门店数量 2085 家，净增 275 家。未来公司每年新增门店的数量仍将超过 300 家。

业绩略低于预期—毛利率及净利率均有所下滑

为了配合产品推广及渠道建设广告投入的增加及除罗莱主品牌外的代理品牌转嫁原料涨价能力较弱，是公司业绩增长略低于预期的主要原因。10 年销售毛利率为 37.8%，较 09 年下滑 1.3 个百分点，公司提价效应仅体现于 Q4，因此全年产品平均提价幅度低于原料成本的上涨。10 年销售费用高达 3.42 亿元（Q4 单季度计提 1.56 亿元），同比增长 70.25%，销售费用率亦由 09 年的 17.55% 上升至 18.82%。其中人工工资费用 1.05 亿元，同比增长 72%（主要为工资水平的提高）；广告费用 0.68 亿元，同比增长 150%（主要为广告及宣传费用）。

估值不高，一季报高增长有望成为股价上涨催化剂

公司针对 10 年冬品及 11 年春夏产品的提价，有望覆盖原料成本的增加，同时随着公司品牌效应的增强，毛利率的继续回升可以预期。预计 11 年、12 年 EPS 为 2.13 元、3.04 元，目前股价 63.69 元，11 年 PE 仅为 30X，股价经过前期调整已基本到位，一季报高增长的市场预期将成为家纺行业股价止跌上涨的催化剂，维持买入评级，目标价 80 元。

风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1145.31	1818.81	2456.34	3412.00	4557.00
增长率(%)	26.88%	58.81%	35.05%	38.91%	33.56%
EBITDA(百万元)	191.86	277.04	395.11	568.86	776.72
净利润(百万元)	144.47	209.71	298.73	426.71	581.04
增长率(%)	31.35%	45.15%	42.45%	42.84%	36.17%
每股收益(元)	1.03	1.49	2.13	3.04	4.14
市盈率	39.89	48.78	29.93	20.95	15.39
市净率	4.34	7.08	5.12	4.12	3.25
EV/EBITDA	24.48	33.11	19.33	12.89	8.87

数据来源: 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)	63.69
目标价格(元)	80.00
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	-4.94%	-14.18%	45.48%
沪深 300	0.06%	3.06%	-3.95%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

140.36/35.10

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%

财务比率

ROE	14.51%
ROA	15.43%
资产负债率	22.98%
每股净资产(元)	10.30
2010 年报数据	

年报要点

公司10年实现营业收入18.19亿元，同比增长58.81%；实现净利润2.10亿元，同比增长43.14%，EPS1.49元。每10股拟派现金红利14.20元（含税）。

收入超预期—受益于Q4提价及渠道扩张

渠道扩张及Q4提价带来收入超预期。迫于棉花等原材料的上涨压力，公司对10年冬季新品进行了提价（幅度略低于20%），提价所带来的影响更多体现于Q4。因此公司Q4营业收入高达6.73亿元，占全年收入的37%，使得公司全年收入创新高。

10年公司门店数量2085家，净增275家。未来公司每年新增门店的数量仍将超过300家。

其他品牌收入占比提升，多品牌战略效果初显。罗莱主品牌收入增速低于其他品牌，其他品牌收入占比由09年的16.44%上升至10年的18.51%，多品牌战略效应逐步增强。但由于其他品牌的定位相对低端且处于开拓期，因此其他品牌的高扩张带来毛利率降至33.74%（同比下滑2.36个百分点）。

图1：公司主要收入及增长率比较

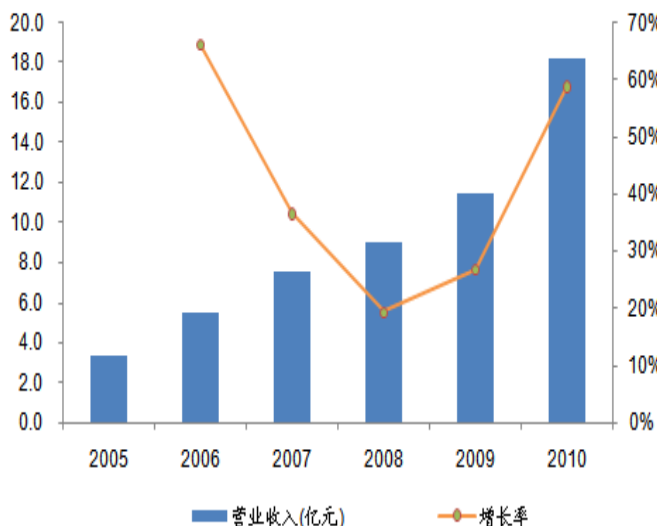
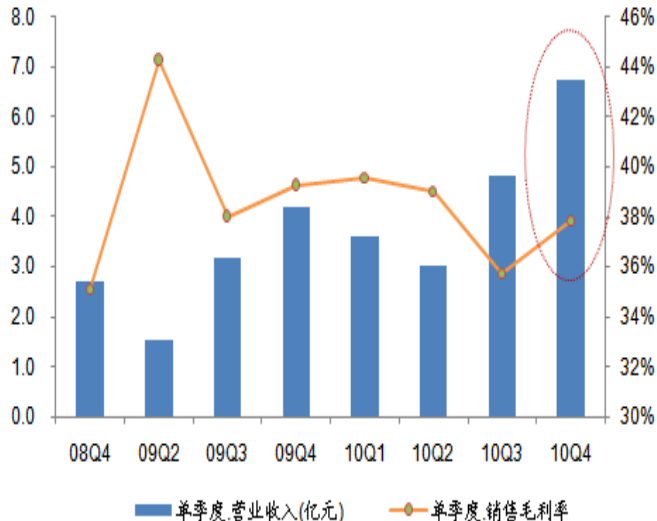
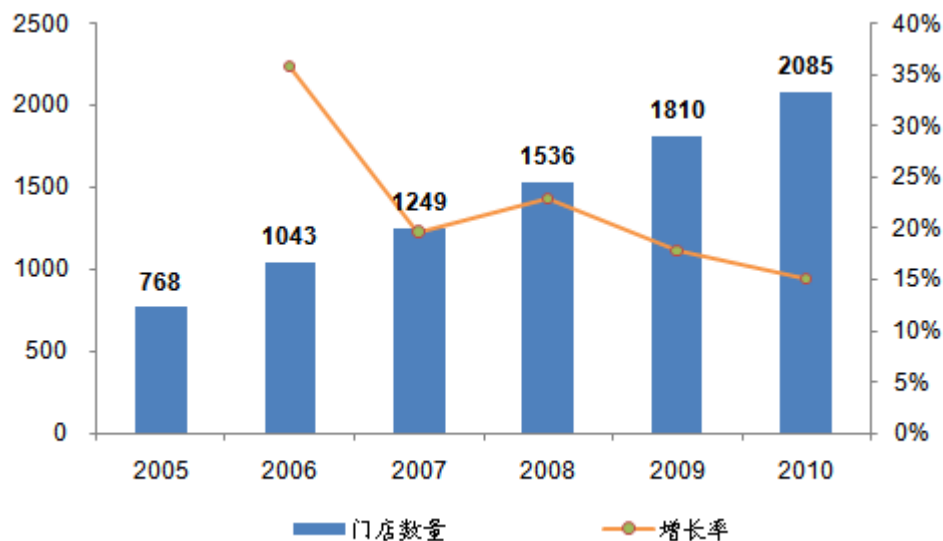


图2：公司单季度收入及毛利率比较



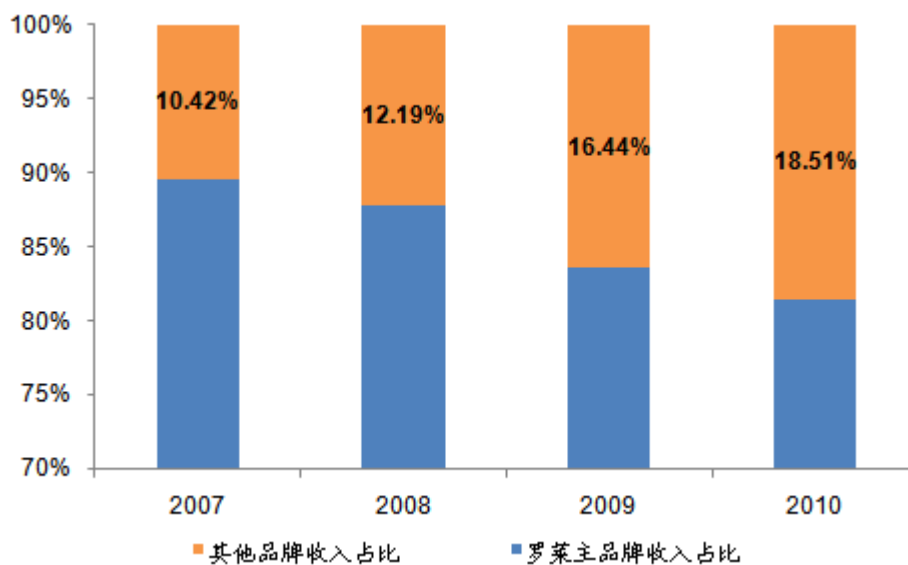
数据来源：广发证券发展研究中心

图3：公司门店数量比较



数据来源：广发证券发展研究中心

图4：公司旗下各品牌收入占比



数据来源：广发证券发展研究中心

业绩略低于预期—毛利率及净利率均有所下滑

为了配合产品推广及渠道建设广告投入的增加及除罗莱主品牌外的代理品牌转嫁原料涨价能力较弱，是公司业绩增长略低于预期的主要原因。

10年销售毛利率为37.8%，较09年下滑1.3个百分点，毛利率的下滑主要是原料价格上涨所致。公司提价效应仅体现于Q4，因此全年产品平均提价幅度低于原料成本的上涨。

10年销售净利率为11.65%，较09年下滑1.1个百分点。期间费用率的下降主要是财务费用率的减少（超募资金利息），但销售费用率的增长值得关注。

图5：公司毛利率及净利率比较

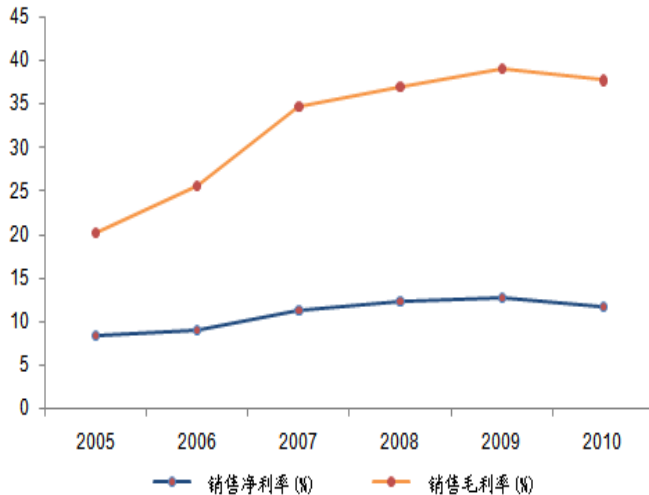
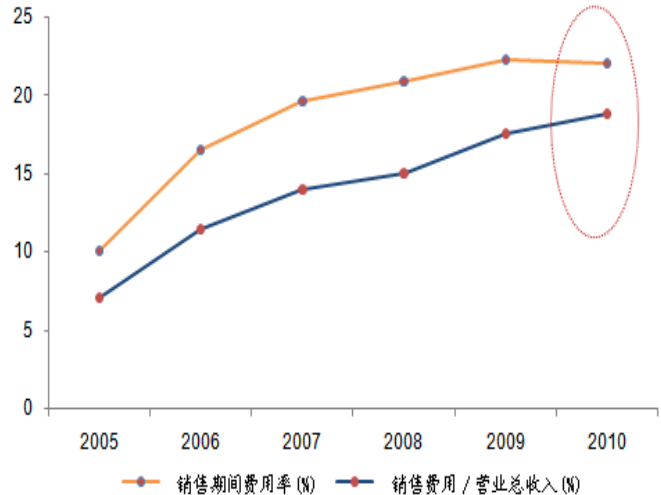
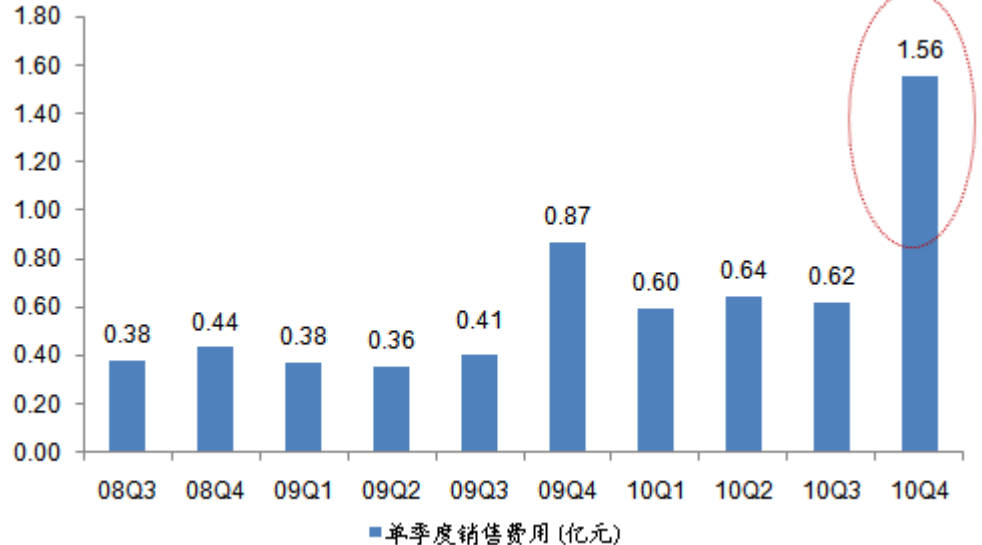


图6：公司期间费用率及销售费用率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

图7：公司单季度销售费用比较



数据来源：广发证券发展研究中心

10年销售费用高达3.42亿（Q4单季度计提1.56亿元），同比增长70.25%，销售费用率亦由09年的17.55%上升至18.82%。其中人工工资费用1.05亿元，同比增长72%（主要为工资水平的提高）；广告费用0.68亿元，同比增长150%（主要为广告及宣传费用）。

10年管理费用同比增长41%，主要由于人员数量及薪资水平的提高。（人员数量同比增长45%），费用增长幅度低于收入增速，因此管理费用率由09年的4.76%下降至4.21%。

估值不高，一季报高增长成为股价上涨催化剂

国内家纺行业刚步入成长期，企业间的竞争仍处于跑马圈地、抢占终端市场阶段，公司是家纺行业渠道战略的领先者，在渠道布局上已取得先入优势。受益于行业高发展，公司有望成为未来家纺行业的领军者。

公司针对10年冬品及11年春夏产品的提价，有望覆盖原料成本的增加，同时随着公司品牌效应的增强，毛利率的继续回升可以预期。

预计11年、12年EPS为2.13元、3.04元，目前股价63.69元，11年PE仅为30X，股价经过前期调整已基本到位，一季报高增长的市场预期将成为家纺行业股价止跌上涨的催化剂，维持买入评级，目标价80元。

风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险。

资产负债表

单位：百万元

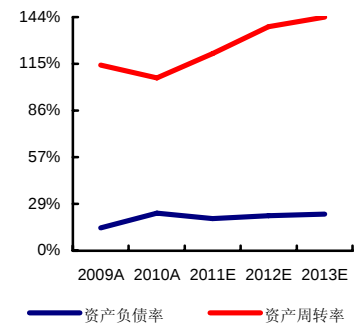
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,420	1,661	1,949	2,498	3,240
货币资金	1,067	1,057	1,302	1,604	2,052
应收及预付	92	145	167	233	311
存货	260	459	480	660	876
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	128	215	228	280	326
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	79	84	114	140	163
在建工程	24	46	71	96	121
无形资产	17	45	43	43	43
其他长期资产	8	40	0	0	0
资产总计	1,548	1,877	2,177	2,777	3,566
流动负债	215	431	430	599	800
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	209	425	430	599	800
其他流动负债	6	7	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	215	431	430	599	800
股本	140	140	140	140	140
资本公积	909	907	907	907	907
留存收益	278	398	697	1,124	1,705
归属母公司股东权益	1,328	1,445	1,744	2,171	2,752
少数股东权益	4	0	3	7	13
负债和股东权益	1,548	1,877	2,177	2,777	3,566

利润表

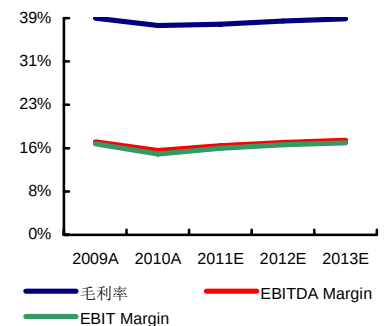
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1145	1819	2456	3412	4557
营业成本	697	1131	1523	2095	2780
营业税金及附加	4	4	5	8	10
销售费用	201	342	442	614	820
管理费用	55	77	102	142	189
财务费用	-1	-19	-11	-14	-18
资产减值损失	0	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	189	272	395	568	776
营业外收入	8	12			
营业外支出	1	1			
利润总额	197	283	402	575	783
所得税	51	71	101	144	196
净利润	146	212	302	431	587
少数股东损益	2	2	3	4	6
归属母公司净利润	144	210	299	427	581
EBITDA	192	277	395	569	777
EPS (元)	1.03	1.49	2.13	3.04	4.14

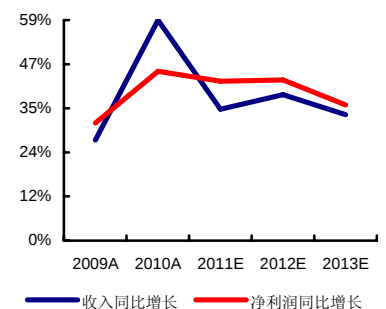
资产负债率趋势



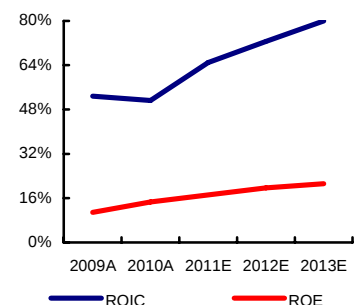
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

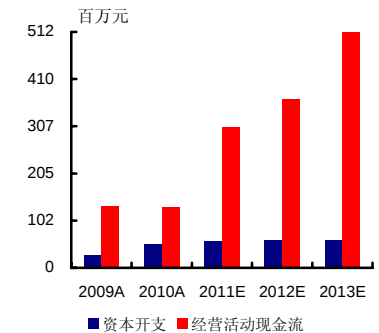
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	132	301	362	507
净利润	154	212	302	431	587
折旧摊销	4	12	11	15	19
营运资金变动	-20	-58	-44	-77	-92
其它	-3	-33	33	-7	-7
投资活动现金流	-33	-40	-56	-60	-59
资本支出	-26	-52	-56	-60	-59
投资变动	-9	-9	0	0	0
其他	2	20	0	0	0
筹资活动现金流	887	-100	0	0	0
银行借款	0	20	0	0	0
债券融资	0	-20	0	0	0
股权融资	917	0	0	0	0
其他	-30	-100	0	0	0
现金净增加额	988	-9	245	302	448
期初现金余额	79	1,067	1,057	1,302	1,604
期末现金余额	1,066	1,058	1,302	1,604	2,052

主要财务比率

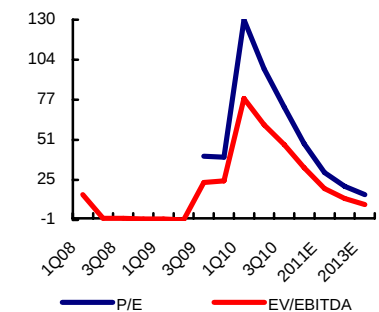
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	26.9%	58.8%	35.1%	38.9%	33.6%
营业利润	37.8%	43.8%	44.8%	43.9%	36.6%
归属于母公司净利润	31.3%	45.2%	42.5%	42.8%	36.2%
获利能力					
毛利率	39.1%	37.8%	38.0%	38.6%	39.0%
净利率	12.7%	11.6%	12.3%	12.6%	12.9%
ROE	10.9%	14.5%	17.1%	19.7%	21.1%
ROIC	52.6%	51.1%	64.7%	72.4%	79.7%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	23.0%	19.7%	21.6%	22.4%
净负债比率	-80.1%	-73.1%	-74.5%	-73.6%	-74.2%
流动比率	6.59	3.85	4.54	4.17	4.05
速动比率	5.31	2.73	3.34	2.99	2.88
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.06	1.21	1.38	1.44
应收账款周转率	21.79	21.93	22.12	22.12	22.12
存货周转率	2.95	3.15	3.17	3.17	3.17
每股指标 (元)					
每股收益	1.03	1.49	2.13	3.04	4.14
每股经营现金流	0.96	0.94	2.15	2.58	3.61
每股净资产	9.46	10.30	12.43	15.47	19.61
估值比率					
P/E	39.9	48.8	29.9	21.0	15.4
P/B	4.3	7.1	5.1	4.1	3.2
EV/EBITDA	24.5	33.1	19.3	12.9	8.9

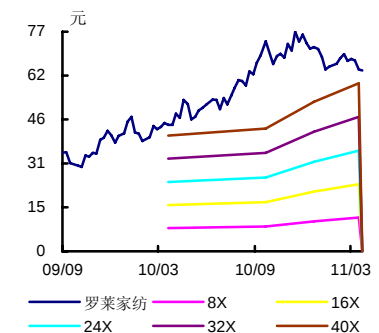
资本支出与经营活动现金流



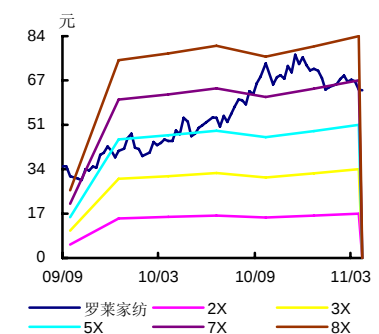
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，2 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

行业渠道战略的领先者，得渠道者得天下_公司深度研究报告

马涛

2011-01-31

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。

	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	深圳市民田路华融大厦 2501 室	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	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。