

龙头地位稳固 收入净利大幅增长 ——年报点评

罗莱家纺
002293

2010年公司营业收入同比增长 58.81%，净利润同比增长 43.14%，每股收益 1.49元符合预期。从历史上看，2010年收入和净利润增速是近三年来最高；从同行业看，收入增速远超富安娜、梦洁家纺；分品牌看，收入中罗莱品牌仍然占比 80%以上，但是其他品牌占比有所提升；分地区看，强势如华东地区保持高增速，渠道较少的西南、西北地区增速均超 100%，而只有在另一家纺品牌富安娜的强势区域华南地区，收入增速低于 10%。从渠道看，门店数增加 15%，净增 275个，总数增至 2085，单店效益有较大提升。

净利润增速低于收入主要是因为原材料及劳动力成本上升。毛利率略下降 0.44%，主要是因为 2010年原材料成本上涨 5%左右，而公司产品 10年平均售价仅增加 3%-4%。销售费用大幅提高主要是因为销售队伍的扩大和工资水平的提高，其次因为年底公司统一支出了 11年广告费用，导致广告费同比大增 150%。

公司运营情况健康，现金流同比小幅下降。应收装款周转率下降 1.2次，主要是因为直营和超市的增加；存货周转率提高 0.25次，主要因为产销量增加，属于正常范畴。同时公司存货积压一直控制在 2%以内，在业内领先。

2011年公司计划销售 23.57亿元，同比增长 29.63%；计划净利润 2.81亿元，增长 32.72%。公司整体运营偏重研发和营销。研发和营销人员在公司内部地位最高。研发费用占比在 3%以上，并且每年都有所增加。未来依然专注家纺领域，加强研发、营销，以加盟为主，直营为辅，快速扩张，同时适时进行行业内兼并收购。

我们认为公司有极强的超额完成计划可能。公司自上市以来就不断超预期，这既由于管理层谨慎的态度、公司良好的运营管理和发展模式易于推开的因素，也由于公司计划和绩效考核体制因素。公司营收计划主要用于内部绩效考核，由总计划向下层层分解。通常情况下，上一级销售部门为了保证任务的完成，会大幅加大向下分解的总量。并且公司鼓励超额完成任务，给予较高的奖金激励，也造成了超计划的现象成为一般情况。

我们目前保守预计 2011年公司收入及净利润增速均在 40%以上，未来三年公司净利润增速在 35%以上，并会紧密跟踪公司情况，根据全年订货情况进行调整。随着收入增加、住房改善、中西部消费加速和消费升级，

维持

增持

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630511010020

联系信息：

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：丰婧

联系信息：

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

enjoyinggiving@hotmail.com

日期

分析：2011年 4月 6日

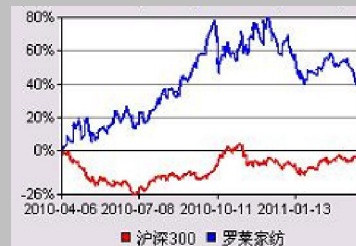
调研：有

价格

当前市价：62.8元

半年目标：74.9-85.6元

股价表现



预计家纺行业将保持 15%以上的高增速，而公司作为行业龙头不仅享受行业高增长还将在行业集中度提高过程中进一步扩大自己市场份额，从而带动收入快速成长。但是由于原材料及人工上涨和中低端品牌推广会导致成本上升，但是公司在 2010 年底提价 15%-20%，预计 2011 年毛利会略有上升，2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.14 元、3.02 元，考虑到公司盈利稳定且经常超预期，对应 11 年 35-40 倍市盈率，目标价 74.9-85.6 元，给予增持评级。

盈利预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	181881.46	269184.56	382242.08	523671.65
增长率	58.8%	48.0%	42.0%	37.0%
营业利润 (万元)	27240.50	40476.51	57024.06	78302.11
增长率	43.8%	48.6%	40.9%	37.3%
净利润 (万元)	20970.53	30054.32	42341.08	58140.31
增长率	45.2%	43.3%	40.9%	37.3%
每股净资产 (元)	10.30	12.44	15.45	19.60
每股收益 (元)	1.49	2.14	3.02	4.14

资料来源：东海证券研究所

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	105719	105719	105719	125911	营业收入	181881	269187	382247	523672
应收款项	12036	17700	25134	34433	增长率	58.8%	48.0%	42.0%	37.0%
存货净额	45855	65115	91201	123465	营业成本	113128	165010	231256	313156
其他流动资产	2514	5384	7645	10473	营业成本 / 营业收入	62.2%	61.3%	60.5%	59.8%
流动资产合计	166124	193915	229695	294281	营业税金及附加	363	808	1147	1571
固定资产	13046	17460	20348	22897	销售费用	34228	51683	76448	108400
无形资产及其他	3787	3535	3282	3030	销售费用 / 营业收入	18.8%	19.2%	20.0%	20.7%
投资性房地产	4712	4712	4712	4712	管理费用	7662	11037	16054	22518
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用 / 营业收入	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%
资产总计	187665	219624	258041	324920	财务费用	(1901)		312	(275)
短期借款及交易性金融负债	0	20034	5160	0	投资收益	0	0	0	0
					资产减值及公允价值				
应付款项	29196	24695	35222	48534	变动	(1160)	0	0	0
其他流动负债	13939	0	0	0	其他收入	(0)	(0)	0	0
流动负债合计	43135	44735	40382	48534	营业利润	27241	40477	57024	78302
长期借款及应付债券	0	0	0	0	营业外净收支	43.8%	48.8%	40.9%	37.3%
其他长期负债	0	0	0	0	利润总额	1079	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0	增长率	2831%	4047%	5702%	78302%
负债合计	43135	44735	40382	48534	所得税费用	43.8%	42.9%	40.9%	37.3%
少数股东权益	0	303	730	1316	少数股东损益	7137	10115	14256	19576
股东权益	144534	174588	216925	275065	归属于母公司净利润	212	303	427	586
负债和股东权益总计	187665	219624	258041	324920	增长率	2097%	3005%	4234%	58140%
关键财务与估值指标					现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.45	2.14	3.02	4.45	经营活动现金流	17300	(15561)	19446	30268
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(3455)	(4473)	(4571)	(4917)
每股净资产	10.30	12.44	15.45	10.30	投资活动现金流	(3455)	(4473)	(4571)	(4917)
FCE	12%	11%	11%	12%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	15%	17%	20%	15%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	39%	40%	38%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	15%	14%	其它融资现金流	(14820)	20034	(14875)	(5160)
收入增长	14%	16%	16%	14%	融资活动现金流	(14820)	20034	(14875)	(5160)
净利润增长	59%	48%	42%	59%	现金净变动	(969)	0	0	20191
资产负债率	45%	43%	41%	45%	货币资金的期初余额	106688	105719	105719	105719
P/E	48.8	29.7	21.1	48.8	货币资金的期末余额	105719	105719	105719	125911
P/B	7.1	5.1	4.1	7.1	企业自由现金流	16755	(19907)	15105	25145
EV/EBITDA	39.0	22.8	15.5	39.0	权益自由现金流	1935	0	0	20191

作者简介

张先萍：消费品行业研究员，3年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%— 20%之间 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%— 10%之间 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%— 15%之间 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%— 5%之间 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%— 15%之间 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660