



张凤展

021-53519888-1932



Bluesky9272003@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030001

多元扩张, 加速前行

■ 主要观点:

■ 销售收入大幅增长, 内生增长助力

报告期公司实现营业收入 181,881.46 万元, 比上年同期增长 58.81%, 利润总额 28,319.15 万元, 比上年增长 43.80%, 归属于母公司股东的净利润 20,970.53 万元, 比上年增长 43.14%, 每股收益 1.49 元, 比上年增长 16.41%。

公司 2010 年度销售收入同比增长 58.81%, 主要来自于两个方面, 一方面来自于单店销售收入的迅速恢复, 另一方面来自于门店的扩张。至 2010 年底各品牌门店 2085 个, 净增门店 275 个, 许多老店进行了改造, 不断提升店面形象, 另一方面加强队伍建设, 加大培训力度, 提升培训质量, 从而推动单店销售的快速增长, 经过拆分我们预计罗莱品牌的单店销售收入的增速达到 30% 左右。在未来门店扩展的规划上, 公司一方面仍将稳步新开门店, 但是开始将门店的质量放在首位, 而非单纯追求数量的增长, 该策略已经在 2010 年度得到较好的体现

2010 年, 罗莱品牌实现 14.24 亿的销售收入, 同比增长 51.87%。由于公司 2010 年年度销售收入中含有原材料销售收入 7059 万, 剔除这部分销售, 公司其他各品牌年度实现销售收入 17.48 亿, 同比增长 55.81%。

■ 主营业务毛利率略有下降, 主要原因为成本上涨

报告期公司主营业务毛利率为 39.34%, 同比减少 0.44 个百分点, 主要是报告期原材料价格有所上涨。从分产品类别可以看到公司大部分产品的毛利率均有所提升, 2010 年度毛利率下降的主要原因在于公司被类产品的毛利率大幅下降 7.41 个百分点, 这与今年羽绒类产品成本大幅上升有一定关系。

表 1: 主营业务毛利率变动情况

主要产品	2010	增减	2009 年度	2008 年度	增减	2007 年度
标准套件类	43.23%	0.06%	43.17%	41.12%	2.05%	38.26%
被	35.58%	-7.41%	42.99%	39.80%	3.19%	36.27%
枕	38.74%	12.13%	26.61%	24.09%	2.52%	20.94%
夏令用品类	34.28%	7.21%	27.07%	27.31%	-0.24%	24.37%
饰品其他类	33.46%	7.57%	25.89%	25.29%	0.60%	23.45%
合计	39.34%	-0.44%	39.78%	37.57%	2.21%	35.19%

数据来源: 公司公告, 上海证券

基本数据 (Y10)

报告日股价 (元)	62.8
12mth A 股价格区间 (元)	80/41
总股本 (百万股)	140
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (百万元)	2204
每股净资产 (元)	10.29
PBR (X)	6.1

主要股东 (Y10)

上海罗莱投资控股有限公司	39.18%
伟佳国际企业有限公司	17.81%
南通众邦投资管理有限公司	14.25%
北京本杰明投资顾问有限公司	2.81%

收入结构 (Y10)

罗莱	81%
其他	19%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ11-CT05

相关报告: 罗莱家纺 2010H 中报点评

首次报告日期: 2011-01-13

通过产品提价应对成本上涨

在原材料价格上涨的背景下,公司通过不断的推出新产品(2010年公司开发新产品300项;开发新材料,并在产品生产中广泛采用新型面料和新技术。全年完成新品开发175款,上市成功率75%)、提价等方式来缓和成本上涨压力,从公司各产品价格的波动中可以看出,各类产品均有不同幅度的价格上涨。价格上涨幅度较小的是产品品类较为单一的被类产品,价格上涨幅度在2.39%。2010年坯布价格上涨4.74%,填充料价格上涨5.94%。

表 2: 价格波动

主要产品	2010 年均价	变动	2009 年均价	2008 年均价	变动	2007 年均价
罗莱品牌						
其中: 标准套件类	346.95	3.93%	333.83	323.01	3.35%	317.5
被	208.66	2.39%	203.79	199.58	2.11%	200.21
枕	49.58	3.23%	48.03	46.73	2.78%	42.25
夏令用品类	63.39	17.37%	54.01	46.7	15.65%	52.34
其他饰品类	47.07	17.88%	39.93	34.39	16.11%	33.01
雪瑞丹品牌	427.78	3.62%	412.82	400.03	3.20%	394.2
尚玛可品牌	89.98	2.06%	88.16	86.58	1.82%	79.48

数据来源: 公司公告, 上海证券

整体费用结构合理, 销售费用增长较快

报告期内销售费用同比增长70.25%,销售费用率为18.82%,较上年增加了1.27个百分点。主要原因是:销售人员工资水平提高和销售人数增加,导致工资性费用大幅增加,本期工资性支出10459.67万元,同比增长71.83%;为进一步开拓市场,公司加大了宣传促销力度,导致本年广告费及业务宣传费大幅增加,本期支出6845.99万元,同比增长150.17%;此外,本年直营业务规模扩大尤其是外地直营市场增加,导致相关的运输费、装修费、租赁费等相应增加。

管理费用同比增长40.52%,管理费用率为4.21%,同比下降0.55个百分点。管理费用增长的主要原因本年提高管理人员工资水平导致工资性费用增加;管理费用率整体下降在于规模化优势的显现。

新品牌已经实现盈利

在2009年后,公司针对中低收入人群以及电子商务推出了帝馨、优家和电子商务品牌LOVO。其中值得关注的是超市品牌优家,优家瞄准的是满足大众消费需求的具有高品牌价值、低产品价格的高性价比家纺产品,销售渠道,主要在超市。

从年报中可以看到,上海茵特品牌管理有限公司开拓大卖场渠道销售力度加大,报告期内实现了扭亏为盈,2010年度已经实现净利润56万元;上海罗孚电子商务有限公司的净利润也达到了265万元。我们预计,未来伴随着对品牌投入的加大已经品牌知名度的扩大,这两家子公司将会贡献更多的利润。

■ 投资建议：

公司未来收入和盈利增长仍然来自于渠道的外延式扩张和同店销售的增长。主品牌罗莱的快速增长仍是销售增长的最重要来源，其他品牌如帝馨、LOVO 的快速增长也将为公司提供新的盈利增长点，从而能使公司收入增长保持在一个较快且稳健的水平之上。

2011-2013 年公司每股收益分别为 2.29、2.93 和 3.72 元。维持“跑赢大市”投资评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1819	2369	3087	3966
年增长率（%）	58.8%	30.3%	30.3%	28.5%
归属于母公司的净利润	210	321	412	523
年增长率（%）	43.1%	53.1%	28.2%	27.0%
每股收益（元）	1.49	2.29	2.93	3.72
PER（X）	42.63	27.84	21.71	17.10

注：总股本为 140 百万股计算

盈利预测：

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1661	2257	2383	3268	营业收入	1819	2369	3087	3966
现金	1057	1422	1543	1983	营业成本	1131	1444	1881	2412
应收账款	99	110	124	155	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	9	13	17	21	营业费用	342	450	586	753
预付账款	25	36	45	58	管理费用	77	107	139	178
存货	459	676	654	1052	财务费用	-19	-16	-13	-5
其他流动资产	12	0	0	0	资产减值损失	12	7	7	8
非流动资产	215	286	377	463	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	84	200	298	386	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	38	38	38	38	营业利润	272	373	480	612
其他非流动资					营业外收入	12	9	10	10
产	93	48	40	39	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1877	2543	2760	3731	利润总额	283	381	489	621
流动负债	431	773	767	1458	所得税	71	57	73	93
短期借款	0	400	291	878	净利润	212	324	415	528
应付账款	269	217	282	362	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	163	157	194	218	归属母公司净利润	210	321	412	523
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	265	364	480	625
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.49	2.29	2.93	3.72
其他非流动负	0	0	0	0					

债				
负债合计	431	773	767	1458
少数股东权益	0	3	7	11
股本	140	140	140	140
资本公积	907	907	907	907
留存收益	398	719	939	1214
归属母公司股东权益	1445	1767	1986	2262
负债和股东权益	1877	2543	2760	3731

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	132	48	510	194	
净利润	212	324	415	528	
折旧摊销	12	7	13	19	
财务费用	-19	-16	-13	-5	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-58	-290	98	-348	
其他经营现金					
流	-14	23	-3	1	
投资活动现金流	-40	-100	-100	-100	
资本支出	52	100	100	100	
长期投资	-9	0	0	0	
其他投资现金					
流	3	0	0	0	
筹资活动现金流	-100	416	-289	346	
短期借款	0	400	-109	588	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	-0	0	0	
资本公积增加	-2	0	0	0	
其他筹资现金					
流	-98	16	-179	-242	
现金净增加额	-9	364	122	439	

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	58.8%	30.3%	30.3%	28.5%
营业利润	43.8%	37.0%	28.6%	27.5%
归属于母公司净利润	43.1%	53.1%	28.2%	27.0%
获利能力				
毛利率(%)	37.8%	39.1%	39.1%	39.2%
净利率(%)	11.5%	13.6%	13.3%	13.2%
ROE(%)	14.5%	18.2%	20.7%	23.1%
ROIC(%)	53.5%	41.2%	54.8%	44.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.0%	30.4%	27.8%	39.1%
净负债比率(%)	0.00%	51.73%	37.91%	60.25%
流动比率	3.85	2.92	3.11	2.24
速动比率	2.76	2.04	2.25	1.51
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.07	1.16	1.22
应收账款周转率	21	22	25	27
应付账款周转率	6.23	5.95	7.54	7.49
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.49	2.29	2.93	3.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.34	3.64	1.38
每股净资产(最新摊薄)	10.30	12.59	14.15	16.11
估值比率				
P/E	42.63	27.84	21.71	17.10
P/B	6.19	5.06	4.50	3.95
EV/EBITDA	30	22	16	13

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。