

## 强烈推荐-A (维持)

## 罗莱家纺 002293.SZ

目标估值: 85.59 元

当前股价: 69.40 元

2011 年 4 月 19 日

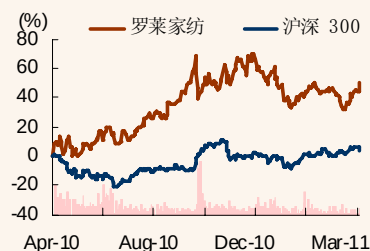
## 税收优惠提升业绩 多品牌+多渠道打造规模优势

### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2999     |
| 总股本(万股)    | 14036    |
| 已上市流通股(万股) | 3510     |
| 总市值(亿元)    | 97       |
| 流通市值(亿元)   | 24       |
| 每股净资产(MRQ) | 10.3     |
| ROE(TTM)   | 14.0     |
| 资产负债率      | 23.0%    |
| 主要股东       | 上海罗莱投资控股 |
| 主要股东持股比例   | 39.2%    |

### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 2  | 3  | 47  |
| 相对表现 | -3 | 2  | 47  |



### 相关报告

- 1、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/30
- 2、《罗莱家纺—收入与利润增长超预期，各品牌增长趋势喜人》2010/8/17
- 3、《罗莱家纺—收入增长大超预期 多品牌建设与费用摊销拉低利润表现》2011/2/23
- 4、《罗莱家纺—规模增长超预期 着重打造渠道质量》2011/4/5

### 王薇

0755-82960477  
wang\_w@cmschina.com.cn  
S1090511040023

公司公告被认定为高新技术企业，增加 10 年净利润约 3057.9 万元，10 年 EPS 增加为 1.71 元/股，有效降低公司的 PE 水平。加之预计家纺龙头公司一季度销售业绩都非常理想，有望推动龙头公司的季报行情，建议积极关注。而公司在抢占市场的时代，规模增长的最优异表现充分体现了龙头风范，预计未来更成功的多品牌组合、以及有效率的加盟业务发展将使得公司持续实现快速的成长。

- **获得高新技术企业的优惠税率，有效降低 PE 水平。**公司近日收到《高新技术企业证书》，自获得高新技术企业认定当年起三年内（即 2010 年、2011 年、2012 年）享受 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠政策，优惠期为 2010 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日。由此公司 10 年的合并报表净利润增加约 305790 万元，从而使得 10 年 EPS 增加为 1.71 元。所得税优惠有效降低了公司目前的 PE 水平，使得估值更具安全边际。
- **我们一直强调家纺行业是我们近年最看好的服饰细分子行业之一，优异的季报表现有望推动龙头公司的季报行情。**主要原因有三点：一是行业由于细分风格较少，最终格局的集中度较服装明显要高，而行业目前的集中度还非常低，提升趋势明显；二是行业具备品牌运营综合能力的企业非常少，具备龙头地位的几大品牌较第二梯队的品牌已经明显表现出品牌、渠道、研发等各方面的综合优势，伴随上市效应与渠道快速拓展，差距有望进一步拉大；三是家纺公司由于各国生活习惯差异等原因，跨国知名品牌不多，使得国内品牌无需像服装品牌一样，面对过多的国际竞争压力，发展空间无疑更广。伴随罗莱税收优惠的刺激，以及三家龙头公司普遍优异的季报成绩，有望推动龙头公司的季报行情，建议积极关注。
- **公司目前在规模上，在三家龙头公司中还是有明显的优势，10 年也表现出较高的经营质量。**10 年在保持外延适度扩张的同时，更加注重内生效率的提升，而多层次品牌维度的丰富，打破了目前行业竞争趋同的发展局限，差异化竞争优势明显。
- **风险因素：**1) 受宏观经济调控影响，房地产市场长期低迷拖累家纺产品销售的风险；2) 原材料价格波动的风险；3) 费用控制低于预期。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1145 | 1819 | 2544  | 3496  | 4660  |
| 同比增长      | 27%  | 59%  | 40%   | 37%   | 33%   |
| 营业利润(百万元) | 189  | 272  | 409   | 578   | 796   |
| 同比增长      | 38%  | 44%  | 50%   | 41%   | 38%   |
| 净利润(百万元)  | 144  | 240  | 343   | 491   | 592   |
| 同比增长      | 31%  | 66%  | 43%   | 43%   | 21%   |
| 每股收益(元)   | 1.03 | 1.71 | 2.45  | 3.50  | 4.22  |
| PE        | 67.4 | 40.6 | 28.4  | 19.9  | 16.5  |
| PB        | 7.3  | 6.7  | 5.6   | 4.5   | 3.7   |

资料来源：招商证券

- **渠道：保持适度快速扩张，单店效率提升出色，且积极探索多业态门店形式的发展。**

在我国家纺行业快速发展的初级阶段，公司借助上市后的资金优势，迅速在外延渠道拓展方面显现出较强的实力。目前，公司在坚持提升直营门店运营效率的同时，正着重加强对加盟商的管理，不仅在渠道建设上予以扶持，还在管理思路的提升上提供便利，组织出国考察，更精细的管理将为公司未来的发展壮大打下坚实的基础。

在业态发展模式上，首先，公司在稳固一二线市场的同时，向县级城市下沉，并大力开发拓展难度较大的超市渠道；另外，公司还在业内率先启动新业态模式——网络销售。我们认为渠道业态模式多样化的发展趋势有利于公司网罗目标市场不同消费阶层，从而巩固家纺龙头优势地位。

在渠道扩张数量上，上述清晰的扩张策略及多样的业态发展模式均加快了公司渠道规模化的进程，并使公司门店数量持续位居行业第一。截止至 10 年底，公司净增门店 275 家，各种渠道门店合计 2085 家。总体看 10 年的外延扩张速度相对适中。

但内生效率提升显著，内生性增长的提升作为渠道可持续发展的动力，现已被公司更具针对性的分别在店面面积及督导力度上予以加强。以江苏省为例，公司通过对该目标市场的把握、研究，及时予以加盟商指导，将外延式扩张策略调整为提升内生性增长的发展思路。通过比对 2010 年销售收入潜在增速（预计 40%以上）及门店扩张速度（同比增长 20%左右）我们亦能够看出，2010 年公司老店同比增长较为出色，预计可比同店增速可达到 20%左右。未来 3-5 年内，随着公司信息化系统 SAP 顺利实现终端全覆盖，公司单店效率仍具备进一步提升的空间。

- **多品牌梯度建设覆盖全面，各品牌发展目标清晰。**

较同处国内第一梯队的家纺公司而言，多品牌梯度建设充分体现了公司高瞻远瞩的战略布局，我们认为公司由高端到低端市场的覆盖、由国内到国际品牌的协同、以及由实体渠道到网络渠道品牌的延伸均益于打破目前行业竞争趋同的发展局限，从而推动公司全方位的发展。

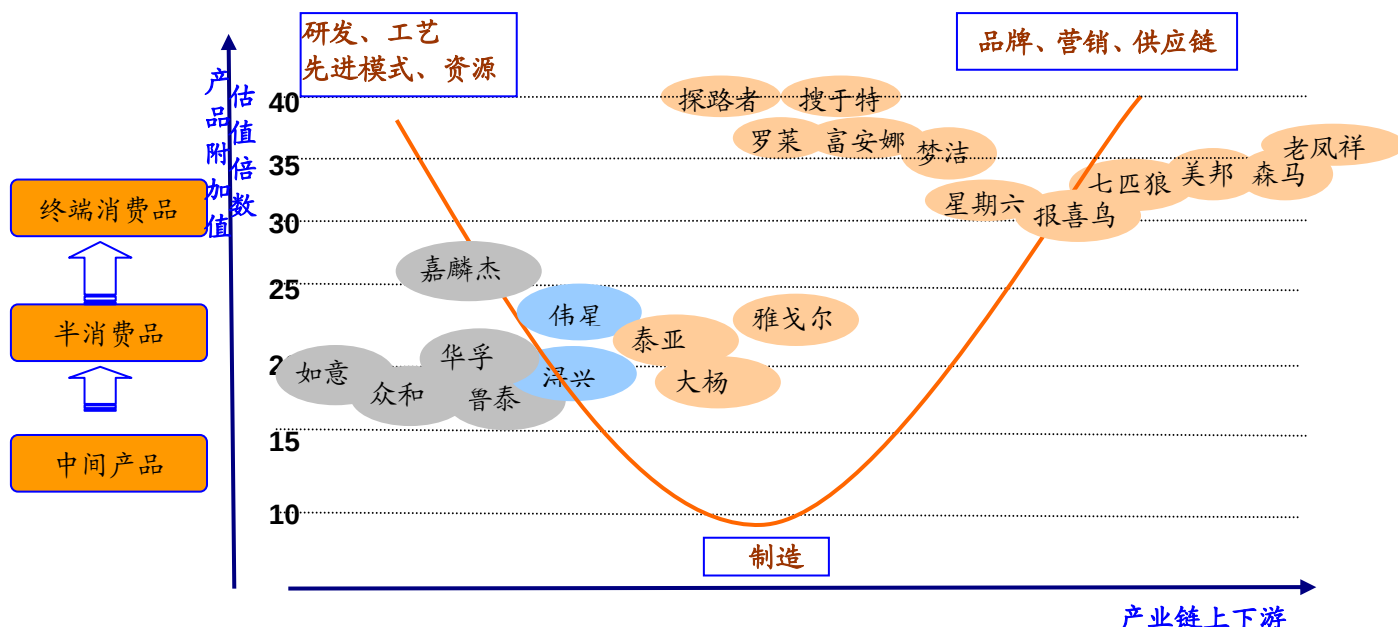
公司旗下各品牌发展思路较为明确，均有对应的具体细分目标市场，并设立了相应的业绩贡献目标。其中，公司主打的自有品牌“罗莱”及代理品牌“尚可玛”分别针对高端和中端市场，属于公司销售和利润兼顾的品牌；“雪瑞丹”品牌主要面向奢侈品消费群体，定位于为公司提升盈利的品牌；超市品牌“帝馨”及网销品牌“LOVO”等目前则主要是以销售量的提升拉动公司业绩，我们认为未来随着低端品牌及网销品牌逐步度过培育期，品牌效益彰显之时，公司的市场份额将遥遥领先，这将成为公司竞争的利器之一。

- **对家纺行业销售受房地产影响的想法：**今年以来，家纺行业的龙头公司走势较弱，我们认为主要原因在于市场对房地产销售的担忧压制了对其盈利快速增长的预期与估值水平。我们对此的观点一直是，国内的品牌家纺行业还非常年轻，正处于品牌化的初期，品牌化进程是主流趋势，同时国内渠道拓展的空白点仍较多，此外第一梯队公司相对于行业其他公司的优势也在提升，将带来市场占有率的提高。这三点综合的结果将会使得房地产销售对家

纺产品的购买减少起到较大的抵消作用,我们认为龙头公司仍具备持续的快速增长的能力。

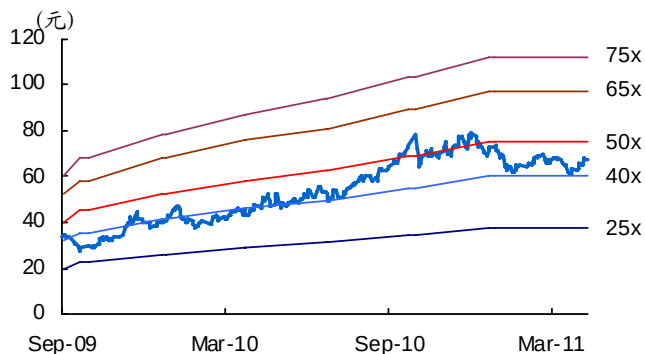
- **盈利预测与投资建议:** 公司在家纺行业的龙头公司中,在市场开拓规模上占有最大的优势。在行业快速增长的背景下,我们认为公司“多渠道+多品牌”的运作模式可以持续带来规模的高速发展。未来更成功的多品牌运作,以及更精细化的渠道管理,将使得公司的利润高速增长更有保证。根据税收优惠调整,预计 11-13 年的 EPS 分别为 2.45、3.50 和 4.22 元/股,目前估值为 11 年的 28 倍 PE,税收优惠加强了估值的安全边际。鉴于国内家纺龙头公司所处的良好发展阶段,以及公司领先的规模优势,公司的中长期投资价值良好,维持“强烈推荐”的投资评级。3-6 个月目标价给予 11 年 35 倍估值,价格中枢为 85.59 元,一年目标价给予 12 年 30 倍,价格中枢为 104.87 元。
- **风险因素:** 1) 受宏观经济调控影响,房地产市场长期低迷拖累家纺产品销售的风险; 2) 原材料价格波动的风险; 3) 费用控制低于预期。

图 1: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



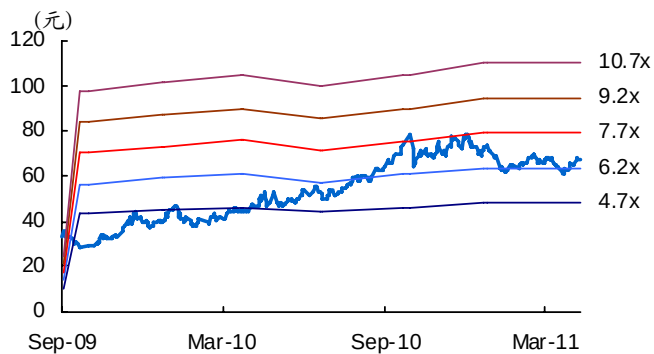
资料来源: 招商证券

图 2: 罗莱家纺历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 罗莱家纺历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

## 参考报告:

(在文章末尾可以附上对该公司的其它重要报告标题,并指出其主要的创新之处)

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第二卷):时尚产业图谱,品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱,将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类,借助我们构建的完整品牌评价系统,清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《纺织服饰行业 09 年投资策略(服饰品牌研究第三卷):时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发,对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司,总结出危机中的品牌公司分化表现,并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱,归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

3、《罗莱家纺—业绩基本符合预期 单季销售增长喜人》2009/10/22

4、《服饰品牌研究第四卷:迎风起舞:结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱,并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图,深刻剖析了各品牌企业的价值。

5、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/30

6、《罗莱家纺—业绩超预期 收入与利润高速增长》2010/4/26

7、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略(服饰品牌研究第五卷)-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端,从价值链的角度切入,将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心,并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键,从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

8、《罗莱家纺—收入与利润增长超预期,各品牌增长趋势喜人》2010/8/17

9、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会,详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点,并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

10、《纺织服饰行业 2010 年四季度投资策略-品牌制造冰火两重天 品牌行业布局的黄金时期》2010/10/17

11、《纺织服饰行业 2011 年投资策略(服饰品牌研究第六卷)-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手,精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况,并详细的进行剖析,阐述各细分领域未来的发展路径;提出结合竞争阶段与发展策略选择公司,并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

12、《罗莱家纺—收入增长大超预期 多品牌建设与费用摊销拉低利润表现》2011/2/23

13、《罗莱家纺—规模增长超预期 着重打造渠道质量》2011/4/5



## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009        | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1671        | 3319        | 2880        | 3482        | 4079        |
| 现金             | 255         | 716         | 1289        | 1346        | 1612        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           |             |             |             |             |             |
| 应收款项           | 29          | 37          | 47          | 62          | 72          |
| 其它应收款          | 319         | 491         | 591         | 777         | 900         |
| 存货             | 916         | 1799        | 707         | 923         | 1064        |
| 其他             | 153         | 276         | 245         | 373         | 431         |
| <b>非流动资产</b>   | 816         | 1174        | 1192        | 1198        | 1204        |
| 长期股权投资         | 170         | 125         | 125         | 125         | 125         |
| 固定资产           | 363         | 568         | 923         | 930         | 937         |
| 无形资产           | 71          | 143         | 144         | 143         | 142         |
| 其他             | 212         | 338         | 0           | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>    | <b>2487</b> | <b>4493</b> | <b>4072</b> | <b>4680</b> | <b>5282</b> |
| <b>流动负债</b>    | 830         | 1504        | 1065        | 1290        | 1437        |
| 短期借款           | 565         | 350         | 300         | 300         | 300         |
| 应付账款           | 88          | 326         | 283         | 369         | 426         |
| 预收账款           | 40          | 527         | 424         | 554         | 639         |
| 其他             | 137         | 301         | 58          | 67          | 73          |
| <b>长期负债</b>    | 278         | 357         | 70          | 40          | 10          |
| 长期借款           | 95          | 100         | 70          | 40          | 10          |
| 其他             | 183         | 257         | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1108</b> | <b>1861</b> | <b>1135</b> | <b>1330</b> | <b>1447</b> |
| 股本             | 109         | 1069        | 1069        | 1069        | 1069        |
| 资本公积金          | 143         | 40          | 0           | 0           | 0           |
| 留存收益           | 575         | 914         | 0           | 0           | 0           |
| 少数股东权益         | 59          | 69          | 74          | 81          | 89          |
| 母公司所有者权益       | 1319        | 2563        | 2863        | 3269        | 3746        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>2487</b> | <b>4493</b> | <b>4072</b> | <b>4680</b> | <b>5282</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009        | 2010       | 2011E      | 2012E     | 2013E      |
|----------------|-------------|------------|------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 86          | 95         | 1114       | 368       | 604        |
| 净利润            |             |            | 428        | 580       | 682        |
| 折旧摊销           |             |            | 76         | 94        | 94         |
| 财务费用           |             |            | 12         | 7         | 4          |
| 投资收益           |             |            | 0          | 0         | 0          |
| 营运资金变动         |             |            | 593        | (320)     | (184)      |
| 其它             |             |            | 5          | 7         | 8          |
| <b>投资活动现金流</b> | (100)       | (408)      | (97)       | (100)     | (100)      |
| 资本支出           |             |            | (100)      | (100)     | (100)      |
| 其他投资           |             |            | 3          | 0         | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (27)        | 745        | (443)      | (211)     | (238)      |
| 借款变动           |             |            | (50)       | (30)      | (30)       |
| 普通股增加          |             |            | 0          | 0         | 0          |
| 资本公积增加         |             |            | 0          | 0         | 0          |
| 股利分配           |             |            | (128)      | (174)     | (205)      |
| 其他             |             |            | (265)      | (7)       | (4)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(41)</b> | <b>433</b> | <b>573</b> | <b>57</b> | <b>266</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 1254 | 1844 | 2365  | 3109  | 3600  |
| 营业成本             | 714  | 1163 | 1414  | 1846  | 2129  |
| 营业税金及附加          | 1    | 3    | 5     | 6     | 7     |
| 营业费用             | 47   | 53   | 71    | 93    | 108   |
| 管理费用             | 212  | 273  | 355   | 466   | 540   |
| 财务费用             | 30   | 23   | 12    | 7     | 4     |
| 资产减值损失           | 0    | 10   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 6    | (0)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 6    | (0)  | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 255  | 319  | 509   | 690   | 812   |
| 营业外收入            | 1    | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出            | 2    | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 254  | 325  | 509   | 690   | 812   |
| 所得税              | 39   | 45   | 76    | 104   | 122   |
| <b>净利润</b>       | 216  | 280  | 433   | 587   | 690   |
| 少数股东损益           | 4    | 4    | 5     | 7     | 8     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 211  | 276  | 428   | 580   | 682   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.43 | 0.51 | 0.79  | 1.07  | 1.26  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 23%   | 47%   | 28%   | 31%   | 16%   |
| 营业利润           | 30%   | 25%   | 60%   | 36%   | 18%   |
| 净利润            | 24%   | 31%   | 55%   | 36%   | 18%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 19.8% | 17.3% | 21.5% | 22.2% | 22.6% |
| 净利率            | 16.9% | 15.0% | 18.1% | 18.7% | 19.0% |
| ROE            | 15.3% | 10.5% | 14.6% | 17.3% | 17.8% |
| ROIC           | 11.8% | 9.6%  | 13.5% | 16.1% | 16.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 33.4% | 33.5% | 26.2% | 27.6% | 27.2% |
| 净负债比率          | 27.6% | 10.9% | 9.1%  | 7.3%  | 5.9%  |
| 流动比率           | 2.0   | 2.2   | 2.7   | 2.7   | 2.8   |
| 速动比率           | 0.9   | 1.0   | 2.0   | 2.0   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.5   | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率          | 2.5   | 2.5   | 2.9   | 3.9   | 3.7   |
| 应收帐款周转率        | 4.4   | 4.6   | 4.4   | 4.5   | 4.3   |
| 应付帐款周转率        | 10.9  | 7.4   | 6.1   | 7.4   | 7.0   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.43  | 0.51  | 0.79  | 1.07  | 1.26  |
| 每股经营现金         | 0.18  | 0.18  | 2.06  | 0.68  | 1.12  |
| 每股净资产          | 2.81  | 4.87  | 5.43  | 6.20  | 7.09  |
| 每股股利           | 0.18  | 0.14  | 0.24  | 0.32  | 0.38  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 34.9  | 29.4  | 19.0  | 14.0  | 11.9  |
| PB             | 5.3   | 3.1   | 2.8   | 2.4   | 2.1   |
| EV/EBITDA      | 26.8  | 15.8  | 13.9  | 10.3  | 9.0   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

**王薇**，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。