

分析师： 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040005

联系人： 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

公司增长迅速，业绩略超预期

事件描述

罗莱家纺 2011 年中报公告：公司实现营业收入 100,324.61 万元，比上年同期增长 51.59%，利润总额 18,771.74 万元，比上年增长 65.53%，归属于母公司股东的净利润 16,243.55 万元，比上年增长 73.84%，每股收益 1.16 元，比上年增长 73.13%。公司业绩略超预期。

我们认为：

- 1、公司较快增长，且多品牌优势逐步体现；
- 2、公司在快速发展的基础上，不断夯实基础，以保持可持续发展；
- 3、预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 26.6 亿元、38.63 亿元，每股收益分别为 2.62 元、4.03 元，目前对应 PE 分别为 34、22 倍，虽然估值不低，但家纺行业的快速发展、行业发展空间较大以及公司的龙头地位，我们继续维持“推荐”评级。

事件评论

第一，公司销售增长迅速，重点区域销售增速明显

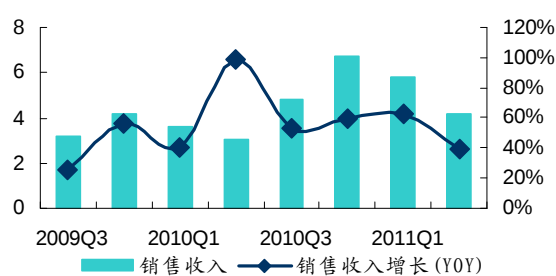
报告期内公司营业收入同比增长51.59%，第二季度公司销售增速为39%。收入增长贡献主要来自于：公司终端产品价格提升、公司继续强化渠道建设（渠道网点数不断扩张）、加大研发投入，产品美誉度、知名度进一步得到提升。金融危机后，公司各报告期销售收入增速明显；各季度销售增速较平稳。公司除罗莱主品牌外，其他品牌贡献收入越来越大，由2007年的10%，至报告期末的20.6%，其他品牌增速明显，报告期内更高达84%的增速。公司多品牌优势逐步显现。

图 1: 罗莱家纺各报告期销售 (亿元) 及同比增长



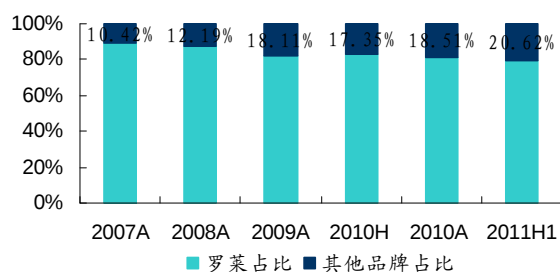
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 2: 罗莱家纺各季度销售(亿元)及同比增长



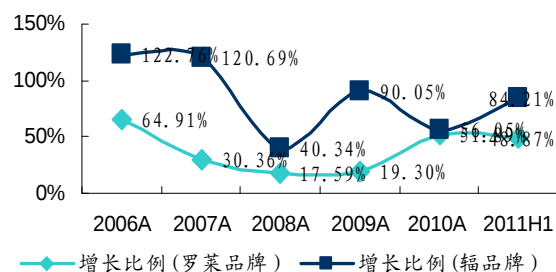
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 3: 罗莱家纺各品牌销售占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

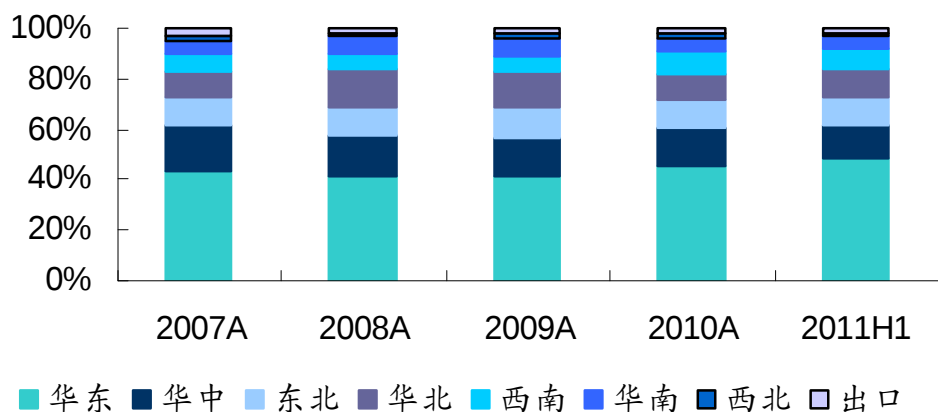
图 4: 罗莱家纺各品牌销售增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

公司销售区域占比保持较稳定的比例, 公司在中国消费水平较强的华东区域具有绝对优势, 且华东区域销售增长较快, 增速达 62%。

图 5: 罗莱家纺分区域销售占比 (%)

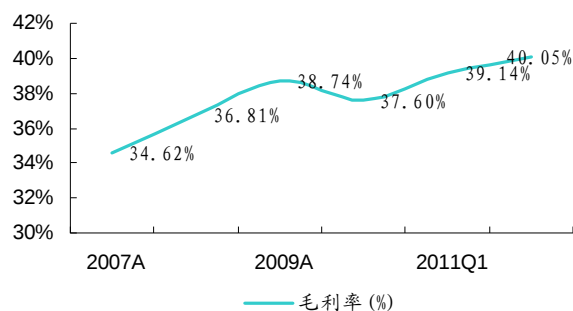


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二、公司毛利率稳步提升，多品牌优势逐渐显现

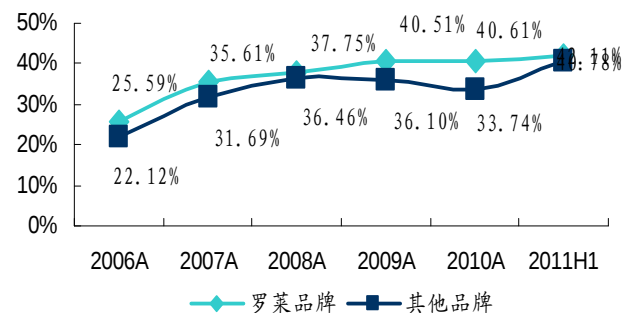
公司毛利率不断提升，主要是报告期内销售收入增长，产品终端价格提升，产品平均成本处于较低位。毛利率得以提升，特别是公司其他品牌毛利率提升较大，提升4.3个百分点。

图 6：罗莱家纺毛利率（%）变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：罗莱家纺分品牌毛利率（%）



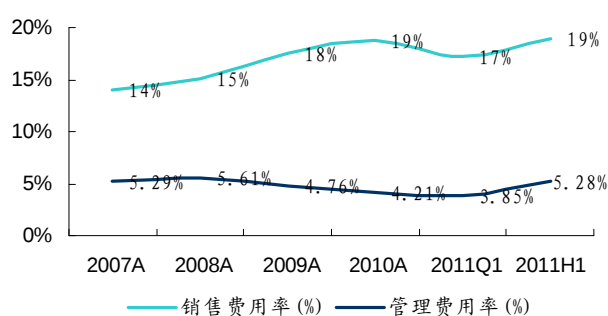
资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三、公司渠道扩张，费用增速明显；净利润得以提升

报告期内，公司期间费用率增速明显。销售费用同比上升53.38%，主要是公司销售规模扩大，销售人员增加以及为提高销售人员积极性，公司提高工资水平导致工资性费用大幅增加；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，比去年同期上升213.58%；管理费用同比上升67.91%，主要是报告期内公司扩大生产销售规模，加大研发投入，一是相对应的人力成本同比上升81.97%，二是相对应的研发费用同比上升87.18%；公司销售费用及管理费用增速均大于销售收入的增长，此费用为公司未来可持续发展做准备。

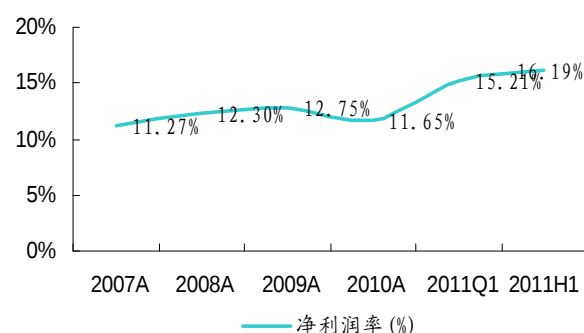
公司净利润同比增长73.84%，净利率提升至16.19%。主要缘于公司销售规模扩大、毛利率的提升。

图 6：罗莱家纺费用率（%）变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：罗莱家纺净利率（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第四、继续维持“推荐”评级

我国家纺行业处于较快发展的朝阳行业，公司在此行业中居于龙头地位，公司在不断拓展销售网点的同时，加强多品牌运营。同时，公司在扩张的同时，不断夯实基础，为可持续增长夯实基础。

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 26.6 亿元、38.63 亿元，每股收益分别为 2.62 元、4.03 元，目前对应 PE 分别为 34、22 倍，继续维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1819	2660	3863	5444	货币资金	1057	2059	2783	3832
营业成本	1131	1586	2268	3147	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	688	1074	1595	2297	应收账款	108	162	235	331
% 营业收入	37.8%	40.4%	41.3%	42.2%	存货	459	650	929	1289
营业税金及附加	4	5	8	11	预付账款	25	32	45	63
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	342	505	734	1034	流动资产合计	1661	2924	4023	5558
% 营业收入	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	77	133	193	272	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	-19	-6	-9	-12	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-1.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	271	287	310	342
资产减值损失	10	0	0	0	无形资产	38	37	37	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	40	0	0	0
营业利润	274	436	669	991	其他非流动资产	-134	-114	-94	-74
% 营业收入	15.0%	16.4%	17.3%	18.2%	资产总计	1877	3139	4286	5878
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	283	436	669	991	应付款项	292	377	539	748
% 营业收入	15.6%	16.4%	17.3%	18.2%	预收账款	45	67	97	136
所得税费用	71	65	100	149	应付职工薪酬	27	40	57	78
净利润	212	370	569	843	应交税费	35	20	30	44
归属于母公司所有者					其他流动负债	34	821	1179	1644
的净利润	209.7	368.3	565.2	837.8	流动负债合计	431	1324	1901	2650
少数股东损益	2	2	3	5	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.49	2.62	4.03	5.97	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	132	1048	778	1116	负债合计	431	1324	1901	2650
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1445	1814	2379	3217
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	0	2	6	10
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1445	1816	2384	3227
固定资产投资	-52	-47	-59	-74	负债及股东权益	1877	3139	4286	5878
其他	11	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-40	-52	-64	-79		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.494	2.624	4.027	5.969
股权融资	0	0	0	0	BVPS	10.30	12.92	16.95	22.92
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	59.57	33.92	22.10	14.91
筹资成本	98	6	9	12	PEG	1.02	0.58	0.38	0.25
其他	-198	0	0	0	PB	8.64	6.89	5.25	3.88
筹资活动现金流净额	-100	6	9	12	EV/EBITDA	43.42	22.63	13.94	8.47
现金净流量	-8	1002	724	1049	ROE	14.5%	20.3%	23.8%	26.0%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年多。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。