

# 罗莱家纺(002293.sz)

## 提价及政府补贴助净利率上升 1.98 个百分点

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

## 提价及政府补贴助净利率上升 1.98 个百分点

上半年公司实现收入 10.03 亿元、净利润 1.62 亿元, 同比分别增长 51.59%、73.84%, EPS1.16 元, 略超市场预期。受益于产品提价及渠道扩张, 公司上半年综合毛利率达到 40.82%(主营业务毛利率为 41.84%), 同比上升 1.51 个百分点(主营毛利率上升 0.75 个百分点)。上半年公司期间费用率为 23.50%, 较去年同期增长了 0.52 个百分点。非经常性损益(含政府补贴 0.125 亿元)为 0.21 亿元(对于 EPS 贡献为 0.13 元), 提升净利率约 2.31 个百分点, 因此上半年公司净利率为 16.19%, 同比上升了 1.98 个百分点。

## 多品牌战略发力, 华东区域优势进一步增强

罗莱主品牌收入增速为 48.87%, 收入占比降至 79.38%(同比下降了 3.27 个百分点)。雪瑞丹毛利率同比增长了 5.06 个百分点, 收入占比已达到 4.83%。而除罗莱、雪瑞丹、尚玛可、迪斯尼之外的品牌收入增速高达 388%, 收入占比达到 7.66%(同比增长了 5.23 个百分点)。

华东区域 62.20% 收入增幅为各区域之首, 其收入占比亦提升至 48.06%, 同比增加了 2.13 个百分点, 除华北外的其他区域市场收入占比均小幅下滑, 公司优势区域的领先优势进一步增强。

## 盈利预测

国内家纺行业仍处于跑马圈地、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。上调 11 年、12 年 EPS 分别为 2.63 元(原为 2.47 元)、3.74 元(原为 3.54 元)。目前股价对应 11 年、12 年 PE 为 33.8X、23.8X, 估值优势不明显, 但家纺行业及公司的高成长性较为确定, 时间换空间的中长期价值显著, 维持“买入”评级。

## 风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险; 原料及人工成本上升的影响。

## 预测及评估

|             | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 1145.31 | 1818.81 | 2636.34 | 3701.00 | 5023.00 |
| 增长率(%)      | 26.88%  | 58.81%  | 44.95%  | 40.38%  | 35.72%  |
| EBITDA(百万元) | 191.86  | 277.04  | 406.11  | 595.41  | 841.66  |
| 净利润(百万元)    | 144.47  | 240.86  | 369.61  | 525.24  | 739.43  |
| 增长率(%)      | 31.35%  | 66.71%  | 53.46%  | 42.11%  | 40.78%  |
| 每股收益(元)     | 1.03    | 1.72    | 2.63    | 3.74    | 5.27    |
| 市盈率         | 39.89   | 42.47   | 33.80   | 23.78   | 16.89   |
| 市净率         | 4.34    | 7.08    | 6.88    | 5.34    | 4.06    |
| EV/EBITDA   | 24.48   | 33.11   | 27.40   | 18.03   | 12.05   |

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) | 89.00  |
| 目标价格(元) | 112.00 |
| 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   | 5.58%  | 21.93% | 51.30% |
| 沪深 300 | -6.74% | -6.72% | 2.18%  |

## 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 |        |

## 业绩超预期

上半年公司实现收入10.03亿元，实现净利润1.62亿元，同比分别增长51.59%、73.84%，每股收益1.16元，略超市场预期。

## 提价及政府补贴助净利率上升1.98个百分点

受益于产品提价及渠道扩张，公司上半年综合毛利率达到40.82%（主营业务毛利率为41.84%），同比上升1.51个百分点（主营毛利率上升0.75个百分点）。

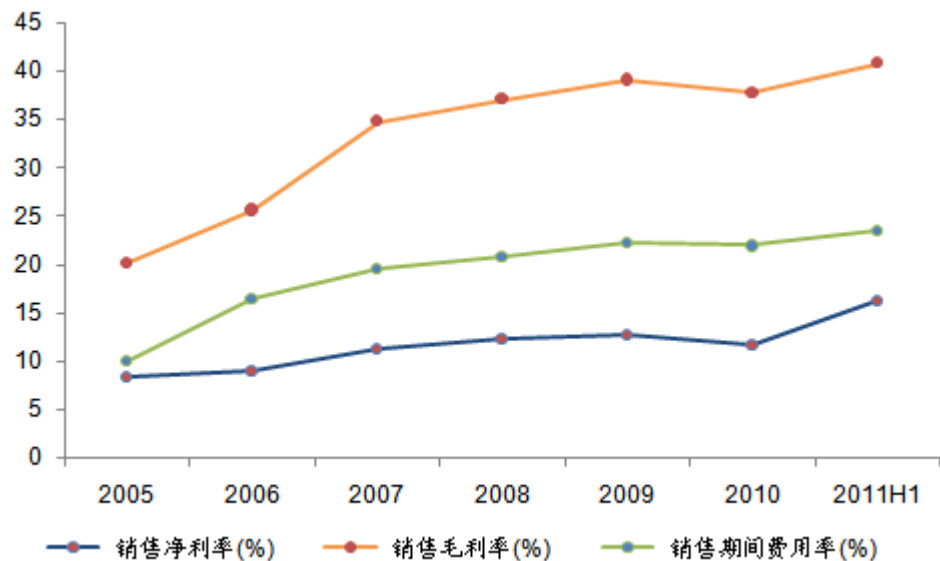
上半年公司期间费用率为23.50%，较去年同期增长了0.52个百分点。非经常性损益（含政府补贴0.125亿元）为0.21亿元（对于EPS贡献为0.13元），提升净利率约2.31个百分点，因此上半年公司净利率为16.19%，同比上升了1.98个百分点。

表1：盈利能力指标比较

|         | 2011 H1 | 2010H1 | 变动     |
|---------|---------|--------|--------|
| 销售净利率   | 16.19%  | 14.21% | 1.98%  |
| 销售毛利率   | 40.82%  | 39.31% | 1.51%  |
| 期间费用率   | 23.50%  | 22.98% | 0.52%  |
| ——销售费用率 | 18.95%  | 18.73% | 0.22%  |
| ——管理费用率 | 5.28%   | 4.76%  | 0.51%  |
| ——财务费用率 | -0.73%  | -0.51% | -0.22% |

数据来源：广发证券发展研究中心

图1：公司毛利率、净利率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

上半年套件类产品收入占比下滑4.02个百分点，毛利率同比提升1.17个百分点；被芯类产品收入增速为72%，收入占比提升了3.46个百分点，枕芯类产品毛利率同比增长了2.69个百分点。

表2：主要产品收入、毛利率比较（2011H1）

|       | 收入增长率   | 收入占比变动 | 毛利率变动  | 收入占比    | 毛利率    |
|-------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 标准套件类 | 41.95%  | -4.02% | 1.17%  | 43.81%  | 44.69% |
| 被芯类   | 72.07%  | 3.46%  | 0.37%  | 34.92%  | 44.05% |
| 枕芯类   | 31.90%  | -1.26% | 2.69%  | 7.21%   | 37.84% |
| 夏令用品类 | 123.55% | 1.75%  | -0.15% | 5.71%   | 28.15% |
| 饰品其他类 | 56.40%  | 0.07%  | 1.10%  | 8.35%   | 30.43% |
| 合计    | 55.00%  |        | 0.76%  | 100.00% | 41.84% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 多品牌战略发力，华东区域优势进一步增强

罗莱主品牌收入增速为48.87%，收入占比降至79.38%（同比下降了3.27个百分点）。雪瑞丹毛利率同比增长了5.06个百分点，收入占比已达到4.83%。而除罗莱、雪瑞丹、尚玛可、迪斯尼之外的品牌收入增速高达388%，收入占比达到7.66%（同比增长了5.23个百分点）。

表3：主要品牌收入、毛利率比较（2011H1）

|     | 收入增长率   | 收入占比变动 | 毛利率变动 | 收入占比    | 毛利率    |
|-----|---------|--------|-------|---------|--------|
| 罗莱  | 48.87%  | -3.27% | 0.06% | 79.38%  | 42.11% |
| 雪瑞丹 | 49.02%  | -0.19% | 5.06% | 4.83%   | 50.03% |
| 尚玛可 | 38.96%  | -0.52% | 8.47% | 4.53%   | 35.33% |
| 迪斯尼 | 15.21%  | -1.24% | 0.40% | 3.60%   | 41.41% |
| 其他  | 388.30% | 5.23%  | 7.93% | 7.66%   | 37.87% |
| 合计  | 55.00%  |        | 0.75% | 100.00% | 41.84% |

数据来源：广发证券发展研究中心

华东区域62.20%收入增幅为各区域之首，其收入占比亦提升至48.06%，同比增加了2.13个百分点，除华北外的其他区域市场收入占比均小幅下滑，公司优势区域的领先优势进一步增强。

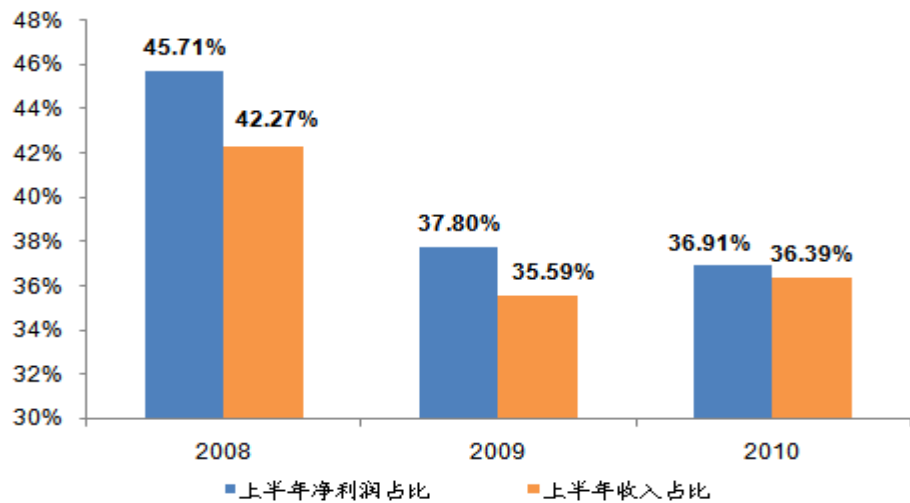
表4：罗莱家纺主要销售区域比较（2011H1）

|    | 收入（亿元） | 收入增长率  | 收入占比变动 | 收入占比    |
|----|--------|--------|--------|---------|
| 华东 | 4.70   | 62.20% | 2.13%  | 48.06%  |
| 华中 | 1.35   | 47.26% | -0.72% | 13.78%  |
| 东北 | 1.10   | 47.33% | -0.59% | 11.28%  |
| 华北 | 1.04   | 55.34% | 0.02%  | 10.61%  |
| 西南 | 0.78   | 53.02% | -0.10% | 7.93%   |
| 华南 | 0.50   | 48.95% | -0.21% | 5.14%   |
| 西北 | 0.13   | 47.78% | -0.07% | 1.34%   |
| 香港 | 0.13   | 28.70% | -0.28% | 1.35%   |
| 出口 | 0.05   | 12.62% | -0.19% | 0.50%   |
| 合计 | 9.78   | 55.00% |        | 100.00% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 盈利预测

图1：上半年收入、净利润占全年比例



数据来源：广发证券发展研究中心

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。上调11年、12年EPS分别为2.63元（原为2.47元）、3.74元（原为3.54元）。目前股价对应11年、12年PE为33.8X、23.8X，估值优势不明显，但家纺行业及公司的高成长性较为确定，时间换空间的中长期价值显著，维持“买入”评级。

## 风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险；原料及人工成本上升的影响。

资产负债表

单位：百万元

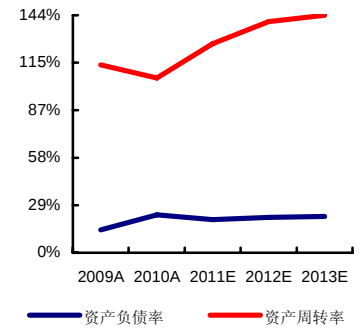
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,420 | 1,661 | 2,047 | 2,713 | 3,641 |
| 货币资金           | 1,067 | 1,057 | 1,363 | 1,757 | 2,354 |
| 应收及预付          | 92    | 145   | 179   | 252   | 342   |
| 存货             | 260   | 459   | 506   | 704   | 945   |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 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     |
| <b>资产总计</b>    | 1,548 | 1,877 | 2,275 | 2,993 | 3,967 |
| <b>流动负债</b>    | 215   | 431   | 456   | 643   | 870   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 209   | 425   | 456   | 643   | 870   |
| 其他流动负债         | 6     | 7     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应负债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 215   | 431   | 456   | 643   | 870   |
| 股本             | 140   | 140   | 140   | 140   | 140   |
| 资本公积           | 909   | 907   | 907   | 907   | 907   |
| 留存收益           | 278   | 398   | 768   | 1,293 | 2,033 |
| 归属母公司股东权益      | 1,328 | 1,445 | 1,815 | 2,341 | 3,080 |
| 少数股东权益         | 4     | 0     | 4     | 9     | 17    |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,548 | 1,877 | 2,275 | 2,993 | 3,967 |

利润表

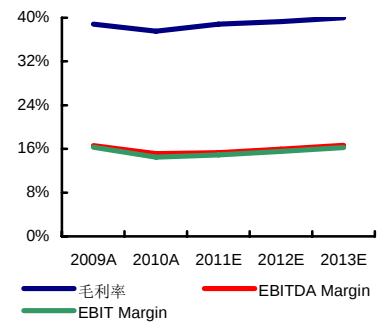
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1145  | 1819  | 2636  | 3701  | 5023  |
| 营业成本            | 697   | 1131  | 1606  | 2235  | 2999  |
| 营业税金及附加         | 4     | 4     | 6     | 8     | 11    |
| 销售费用            | 201   | 342   | 498   | 699   | 949   |
| 管理费用            | 55    | 77    | 132   | 178   | 241   |
| 财务费用            | -1    | -19   | -23   | -32   | -44   |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 189   | 272   | 418   | 612   | 867   |
| 营业外收入           | 8     | 12    |       |       |       |
| 营业外支出           | 1     | 1     |       |       |       |
| <b>利润总额</b>     | 197   | 283   | 439   | 624   | 879   |
| 所得税             | 51    | 40    | 66    | 94    | 132   |
| <b>净利润</b>      | 146   | 243   | 373   | 531   | 747   |
| 少数股东损益          | 2     | 2     | 4     | 5     | 7     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 144   | 241   | 370   | 525   | 739   |
| EBITDA          | 192   | 277   | 406   | 595   | 842   |
| EPS (元)         | 1.03  | 1.72  | 2.63  | 3.74  | 5.27  |

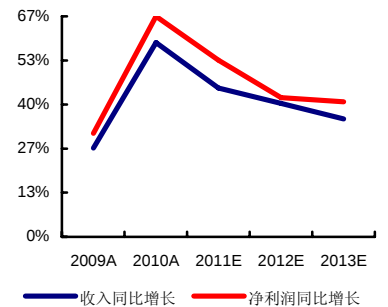
资产负债率趋势



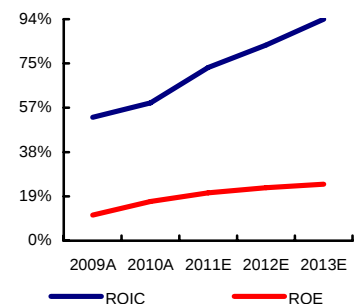
经营利润率趋势



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

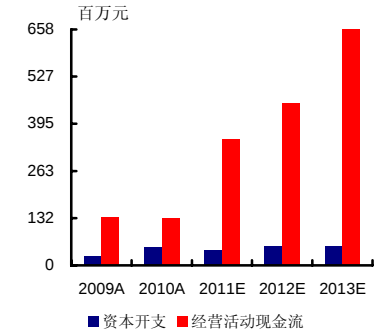
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 134   | 132   | 349   | 448   | 651   |
| 净利润            | 154   | 212   | 373   | 531   | 747   |
| 折旧摊销           | 4     | 12    | 11    | 15    | 19    |
| 营运资金变动         | -20   | -58   | -55   | -85   | -103  |
| 其它             | -3    | -33   | 19    | -12   | -12   |
| <b>投资活动现金流</b> | -33   | -40   | -43   | -55   | -54   |
| 资本支出           | -26   | -52   | -43   | -55   | -54   |
| 投资变动           | -9    | -9    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 2     | 20    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 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     |
| <b>现金净增加额</b>  | 988   | -9    | 306   | 394   | 597   |
| <b>期初现金余额</b>  | 79    | 1,067 | 1,057 | 1,363 | 1,757 |
| <b>期末现金余额</b>  | 1,066 | 1,058 | 1,363 | 1,757 | 2,354 |

主要财务比率

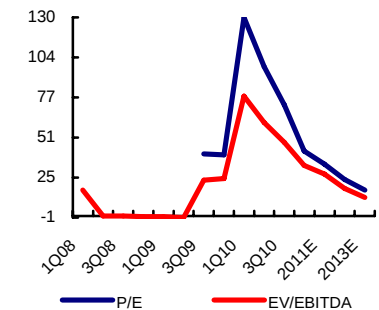
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 26.9%  | 58.8%  | 44.9%  | 40.4%  | 35.7%  |
| 营业利润            | 37.8%  | 43.8%  | 53.5%  | 46.4%  | 41.6%  |
| 归属于母公司净利润       | 31.3%  | 66.7%  | 53.5%  | 42.1%  | 40.8%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 39.1%  | 37.8%  | 39.1%  | 39.6%  | 40.3%  |
| 净利率             | 12.7%  | 13.4%  | 14.2%  | 14.3%  | 14.9%  |
| ROE             | 10.9%  | 16.7%  | 20.4%  | 22.4%  | 24.0%  |
| ROIC            | 52.6%  | 58.6%  | 73.6%  | 83.2%  | 94.2%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 13.9%  | 23.0%  | 20.1%  | 21.5%  | 21.9%  |
| 净负债比率           | -80.1% | -73.1% | -74.9% | -74.8% | -76.0% |
| 流动比率            | 6.59   | 3.85   | 4.49   | 4.22   | 4.18   |
| 速动比率            | 5.31   | 2.73   | 3.30   | 3.05   | 3.02   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.14   | 1.06   | 1.27   | 1.41   | 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   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.03   | 1.72   | 2.63   | 3.74   | 5.27   |
| 每股经营现金流         | 0.96   | 0.94   | 2.48   | 3.19   | 4.64   |
| 每股净资产           | 9.46   | 10.30  | 12.93  | 16.68  | 21.94  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 39.9   | 42.5   | 33.8   | 23.8   | 16.9   |
| P/B             | 4.3    | 7.1    | 6.9    | 5.3    | 4.1    |
| EV/EBITDA       | 24.5   | 33.1   | 27.4   | 18.0   | 12.0   |

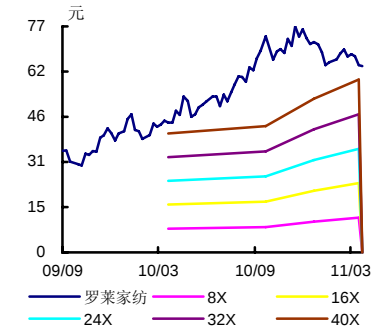
资本支出与经营活动现金流



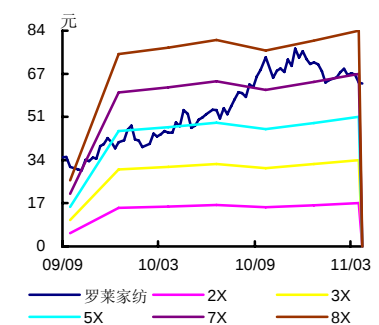
相对估值



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，3 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，020-87555888-8418。

## 相关研究报告

## 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<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>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。