



持有

9% ↓

目标价格: 人民币11.25

原目标价格: 人民币21.39

002397.CH

价格: 人民币12.37

目标价格基础: 15倍13年市盈率

板块评级: 增持

梦洁家纺

终端未见回暖, 业绩低于预期

梦洁家纺1-9月实现营业收入8.1亿元, 同比下滑0.6%; 实现归属母公司净利润4,607万元, 同比下滑28.7%, 每股收益为0.30元。公司预计全年业绩增速为-50%-0%, 业绩低于预期。我们下调公司2012-14年每股盈利预测至0.59、0.72和0.88元, 基于15倍2013年市盈率, 我们将目标价由21.39元下调至11.25元, 由于公司股价已经历大幅下跌, 我们维持对公司持有的评级。

支撑评级的要点

- 公司前3季度实现营业收入8.1亿元, 同比下滑0.6%; 实现归属母公司净利润4,607万元, 同比下滑28.7%。其中3季度录得亏损27万元, 公司业绩拐点尚未出现。
- 截至9月底, 公司净增门店约250家, 低于我们预期, 主要是终端盈利下滑导致关门数量较多。我们预计公司完成全年500家的开店计划应有较大压力。
- 员工成本的上升仍是公司业绩的主要压力, 其中管理人员工资上涨推动前3季度销售和管理费用同比增加11.3%和37.5%, 是导致公司业绩增速低于收入的主要原因。从现金流口径看, 1-9月支付员工现金工资同比增长95.7%。

评级面临的主要风险

- 零售终端大幅回暖导致渠道存货去化高于预期。

估值

- 随地产调控的持续和终端零售的持续下滑, 家纺行业亦面临较大压力。从公司业绩上看, 由于采用较同业更为激进的开店和补贴政策, 公司受终端不振的压力更为明显。我们下调公司2012-14年每股盈利预测至0.59、0.75和0.88元, 基于15倍2013年市盈率, 我们将目标价由21.39元下调至11.25元, 由于公司股价已经历大幅下跌, 我们维持对公司持有的评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	855	1,252	1,254	1,429	1,636
变动(%)	36	46	0	14	15
净利润(人民币 百万)	92	112	89	113	132
全面摊薄每股收益(人民币)	0.607	0.740	0.586	0.750	0.876
变动(%)	3.5	21.9	(20.8)	28.0	16.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.897	1.140	1.425
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.934	1.198	1.501
调整幅度(%)	-	-	(37.2)	(37.4)	(41.6)
核心每股收益(人民币)	0.610	0.777	0.594	0.750	0.876
变动(%)	48.0	27.3	(23.5)	26.2	16.9
全面摊薄市盈率(倍)	20.1	16.5	20.8	16.3	13.9
核心市盈率(倍)	20.0	15.7	20.5	16.3	13.9
每股现金流量(人民币)	(0.58)	0.59	1.31	0.87	0.94
价格/每股现金流量(倍)	(21.1)	20.7	9.3	14.1	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	9.2	10.6	8.6	7.4
每股股息(人民币)	0.551	0.400	0.293	0.375	0.438
股息率(%)	4.5	3.3	2.4	3.1	3.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(50)	0	(29)	(58)
相对新华富时A50指数	(48)	(3)	(25)	(46)

发行股数(百万)	151
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	1,870
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
姜天武	38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年10月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 纺织品及服装

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*陈作佳为本报告重要贡献者

业绩低于预期

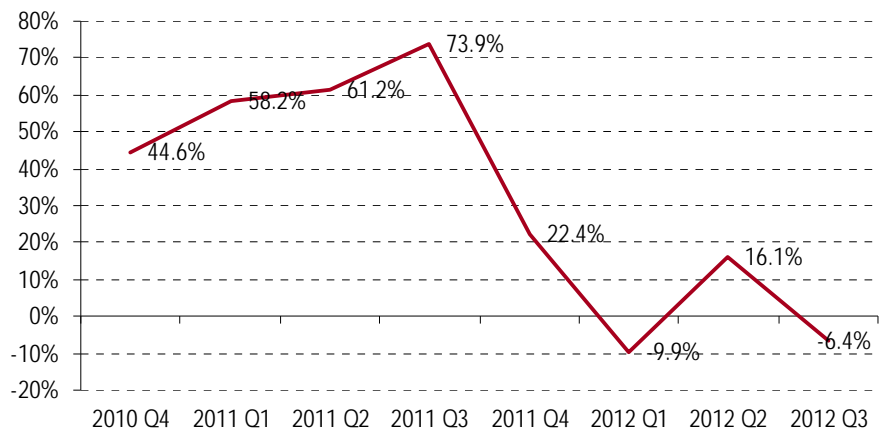
梦洁家纺 1-9 月实现营业收入 8.1 亿元，同比下滑 0.6%；实现归属母公司净利润 4,607 万元，同比下滑 28.7%，每股收益为 0.30 元。公司预计全年业绩增速为-50%-0%，业绩低于预期。

公司前 3 季度共计净增门店约 250 家，低于我们预期，主要是终端经营压力较大，关店数量较多所致。虽然 3-4 季度通常为行业开店的高峰，但我们认为公司完成全年 500 家的开店计划仍将面临一定压力。

分季度看，公司 3 季度实现营业收入 2.4 亿元，同比下滑 6.4%；实现业绩为亏损 27 万元，同比下滑 100.8%，公司业绩的拐点尚未出现。

就全年来看，由于 11 年 4 季度业绩基数相对较低，我们预计公司全年业绩下滑幅度将有望较前 3 季度有所缓和。

图表 1. 公司收入增速未能延续 2 季度的反弹趋势



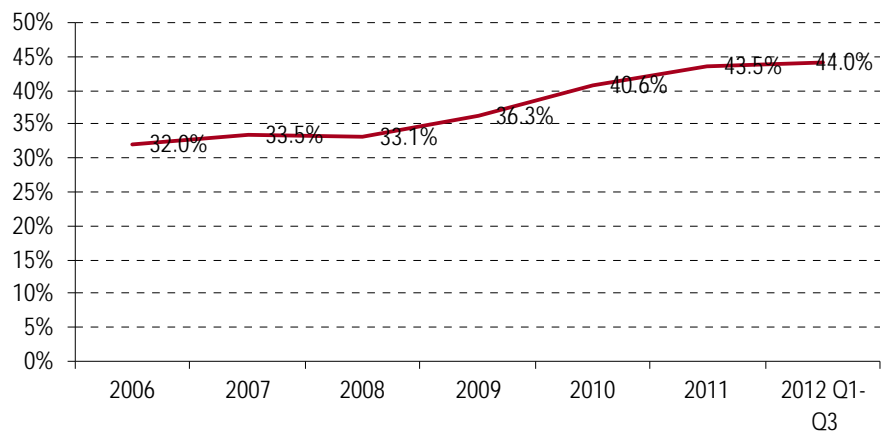
资料来源：公司数据、中银国际研究

毛利率微增，人工成本大幅上升推动费用率

毛利率方面，受益于产品的提价因素（2012 年春夏订货会仍有高单位数提价），公司前 3 季度毛利率同比微增 0.8 个百分点至 44.0%，随着冬季高单价产品占比提高，公司去年毛利率录得小幅提升将是大概率事件。

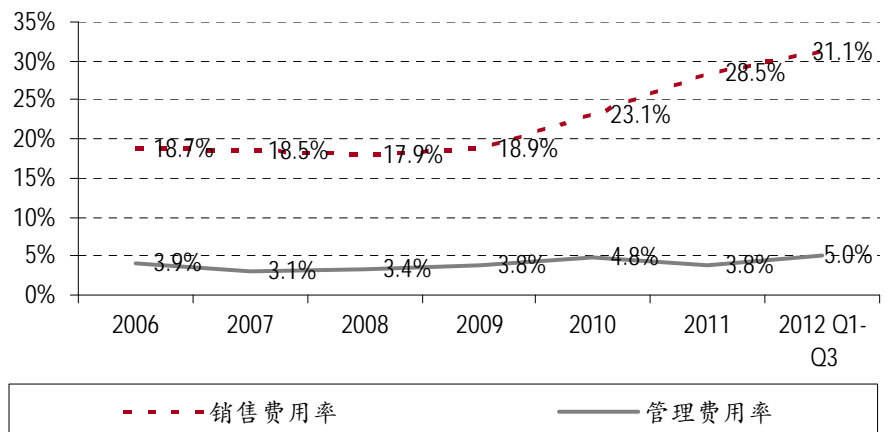
人工成本的上涨是公司业绩增速低于收入的主要原因。以现金口径计，今年前 3 季度公司支付员工薪资 7,898 万元，同比增长 95.7%，推动销售及管理费用率同比上升 3.3 和 1.4 个百分点。相比同业，公司采用更为激进的开店策略和补贴政策，故而在门店和收入增速未能如期提高的背景下，人工和折旧等固定成本对公司业绩的压力也将更大。

图表 2. 公司毛利率水平略有上升



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 3. 公司期间费用率压力加大



资料来源：公司数据、中银国际研究

下调盈利预测，维持持有评级

随地产调控的持续和终端零售的持续下滑，家纺行业亦面临较大压力。从公司业绩上看，由于采用较同业更为激进的开店和补贴政策，公司受终端不振的压力更为明显。我们下调公司 2012-14 年每股盈利预测至 0.59、0.72 和 0.87 元，基于 15 倍 2013 年市盈率，我们将目标价由 21.39 元下调至 10.80 元，由于公司股价已经历大幅下跌，我们维持对公司**持有**的评级。

图表 4. 梦洁家纺业绩摘要

(人民币, 百万)	11年 1-3 季度	12年 1-3 季度	同比变动 (%)	11年 第 3 季度	12年 第 3 季度	同比变动 (%)
营业收入	811	806	(0.6)	257	240	(6.4)
营业成本	461	452	(2.0)	140	136	(2.9)
毛利润	350	355	1.3	117	105	(10.6)
营业税及附加	5	6	7.7	1	2	28.7
销售费用	225	251	11.3	67	88	32.3
管理费用	29	40	37.5	10	14	45.1
息税前利润	90	58	(35.8)	39	1	(98.2)
财务费用	(1)	2	(266.6)	0	1	982.8
资产减值	6	4	(45.8)	0	0	(229.0)
营业外收入	2	2	12.0	1	0	(84.8)
营业外支出	2	0	(87.2)	0	0	1.0
利润总额	85	55	(35.6)	40	0	(101.2)
所得税	21	10	(54.5)	8	0	(93.7)
净利润	64	45	(29.3)	32	(1)	(103.0)
少数股东权益	(1)	(1)	7.1	0	(1)	69.8
归属上市公司股东净利润	65	46	(28.7)	33	0	(100.8)

资料来源:公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	855	1,252	1,254	1,429	1,636
销售成本	(508)	(696)	(694)	(785)	(896)
经营费用	(221)	(390)	(421)	(476)	(550)
息税折旧前利润	127	167	139	168	191
折旧及摊销	(22)	(27)	(35)	(36)	(36)
经营利润(息税前利润)	105	140	104	132	155
净利息收入/(费用)	0	2	2	2	3
其他收益/(损失)	(1)	(7)	(1)	0	0
税前利润	105	135	105	135	157
所得税	(13)	(24)	(16)	(20)	(24)
少数股东权益	0	1	(1)	(1)	(1)
净利润	92	112	89	113	132
核心净利润	92	117	90	113	132
每股收益(人民币)	0.607	0.740	0.586	0.750	0.876
核心每股收益(人民币)	0.610	0.777	0.594	0.750	0.876
每股股息(人民币)	0.551	0.400	0.293	0.375	0.438
收入增长(%)	36	46	0	14	15
息税前利润增长(%)	30	33	(26)	27	17
息税折旧前利润增长(%)	37	32	(17)	21	13
每股收益增长(%)	4	22	(21)	28	17
核心每股收益增长(%)	48	27	(24)	26	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	855	1,252	1,254	1,429	1,636
折旧与摊销	(508)	(696)	(694)	(785)	(896)
净利息费用	(221)	(390)	(421)	(476)	(550)
运营资本变动	127	167	139	168	191
税金	(22)	(27)	(35)	(36)	(36)
其他经营现金流	105	140	104	132	155
经营活动产生的现金流	0	2	2	2	3
购买固定资产净值	(1)	(7)	(1)	0	0
投资减少/增加	105	135	105	135	157
其他投资现金流	(13)	(24)	(16)	(20)	(24)
投资活动产生的现金流	0	1	(1)	(1)	(1)
净增权益	92	112	89	113	132
净增债务	92	117	90	113	132
支付股息	0.607	0.740	0.586	0.750	0.876
其他融资现金流	0.610	0.777	0.594	0.750	0.876
融资活动产生的现金流	0.551	0.400	0.293	0.375	0.438
现金变动	36	46	0	14	15
期初现金	30	33	(26)	27	17
公司自由现金流	37	32	(17)	21	13
权益自由现金流	4	22	(21)	28	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	474	426	373	393	433
应收帐款	54	122	82	90	101
库存	365	384	383	433	494
其他流动资产	79	110	65	73	84
流动资产总计	973	1,042	902	989	1,112
固定资产	351	474	537	556	558
无形资产	28	36	30	29	28
其他长期资产	13	12	8	7	6
长期资产总计	392	523	575	593	593
总资产	1,365	1,565	1,476	1,581	1,704
应付帐款	191	188	208	235	269
短期债务	33	120	0	0	0
其他流动负债	112	167	134	156	179
流动负债总计	336	475	343	391	448
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	1	0	0	0
股本	95	151	151	151	151
储备	930	938	982	1,039	1,105
股东权益	1,025	1,089	1,133	1,190	1,256
少数股东权益	1	0	0	0	0
总负债及权益	1,365	1,565	1,476	1,581	1,704
每股帐面价值(人民币)	10.84	7.20	7.50	7.87	8.31
每股有形资产(人民币)	10.54	6.96	7.30	7.68	8.12
每股净负债(现金)	(4.66)	(2.02)	(2.46)	(2.60)	(2.86)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.8	13.3	11.1	11.8	11.7
息税前利润率	12.3	11.2	8.3	9.3	9.5
税前利润率	12.3	10.8	8.4	9.4	9.6
净利率(%)	10.7	8.9	7.1	7.9	8.1
流动性(倍)					
流动比率	2.9	2.2	2.6	2.5	2.5
利息覆盖倍数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.8	1.4	1.5	1.4	1.4
估值(倍)					
市盈率	20.1	16.5	20.8	16.3	13.9
核心业务市盈率	20.0	15.7	20.5	16.3	13.9
目标价对应核心业务市盈率	18.4	14.5	18.9	15.0	12.8
市净率	1.1	1.7	1.6	1.5	1.5
价格/现金流	(21.1)	20.7	9.3	14.1	12.9
企业价值/息税折旧前利润	5.6	9.2	10.6	8.6	7.4
周转率					
存货周转天数	198.4	196.5	201.5	189.7	188.9
应收帐款周转天数	18.5	25.7	29.6	21.9	21.3
应付帐款周转天数	68.8	55.2	57.6	56.7	56.2
回报率(%)					
股息支付率	56.7	54.1	50.0	50.0	50.0
净资产收益率	14.9	10.6	8.0	9.8	10.8
资产收益率	9.1	7.9	5.8	7.4	8.0
已运用资本收益率	14.4	12.5	9.1	11.6	12.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371