

梦洁家纺

002397

孔军 S0960200010037

021-62178407
kongjun@cjis.cn

以“爱在家庭”为主题打造文化家纺

公司为国内床上用品品牌企业。公司业务随着国内经济的发展，特别是伴随着居民住房条件、生活条件改善等需求的增长，在国内具有较大的发展空间。根据目前二级市场床上用品品牌上市公司的市场定位，公司合理股价应在 57.00—63.00 元，但由于公司盘小，因此预计首日开盘价会在 68.00—75.00 元。

投资要点：

发行价：**51 元/股**
二级市场合理价格：**57.00-63.00**
上市首日开盘价格：**68.00-75.00**

基本资料

发行前总股本(万) 4700
本次发行股数(万) 1600
发行后总股本(万) 6300

股价表现

(%) 1M 3M 6M

- **公司主营床上用品，主要品牌为“梦洁”，实行多品牌战略，以“爱在家庭”为主题打造文化品牌。**公司现拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌的床上用品。“梦洁”为公司核心品牌，通过品牌的多元化，针对不同消费群体战略，扩大市场占有率。公司品牌文化为“爱在家庭”，通过文化内涵打造国内床上用品品牌。
- **公司主要销售区域为华中，虽然目前加盟渠道销售比例大，但未来将重点发展直营。**华中是公司销售的核心区域（09 年销售占比为 53%），华东、华北区域属于公司销售次核心区，销售占比均都超过 10%，其他地区（华北、东北、西北）销售占比均低于 10%。预计未来一段时间，公司这一销售格局基本保持不变。公司渠道销售收入结构中加盟连锁销售额占公司总销售额的 75%以上，虽然目前公司加盟渠道收入占比大，但是近年来公司加强直营销售力度，直销收入占比从 07 年的 22%提高到目前的 24%以上。随着公司募集资金到位，直营销售渠道建设，预计未来公司直营销售收入将成为公司的主要收入来源渠道。
- **国内家纺市场具有较大的发展空间。**在发达国家中，家用纺织品消费与服装用纺织品、产业用纺织品已经形成了“三分天下”，其中美国和日本，家用纺织品比例更高达 40%左右，超过服装成为第一大消费领域。我国这个比例大约在 23%左右，因此在国内，家纺市场的还是具有较大的发展空间。
- **公司在行业中具有较强的竞争优势，国内家纺龙头各自有各自的品牌特点。**就床上用品竞争力来讲，目前基本形成：华东罗莱、华中梦洁、华南富安娜的品牌优势，这与这些品牌这些年重点销售区域有关。我们认为无论罗莱、富安娜还是梦洁，他们都具有各自的优势和特点，罗莱以代理国外品牌著称，富安娜走的是艺术家纺道路，而梦洁则以“爱在家庭”打造文化家纺。因此未来国内家纺市场都会给这几家公司以较大的发展空间。公司在行业中均有较强的竞争优势，为未来进一步拓展全国市场奠定了良好的基础。
- **销售渠道扩张保证公司增长。**公司未来的规划是以直营为主，预计公司直营销售渠道未来二年的增长均在 2 位数以上，10、11、12 年直营店增长预计分别 19%、29%和 27%。随着公司销售渠道的扩张，公司销售收入将保持较高的增长。
- **募集资金项目将能尽快使公司业绩上一个台阶。**直营连锁营销网络建设项目的实施，公司的渠道结构将得到明显优化，将使公司直营网络新增销售收入预计将达到 2.5 亿元左右，将使公司直营销售收入提高约 67%。新增产能项目能够缓解公司产能缺口，提高生产能力 50%左右，充分满足公司开拓市场的需求。
- **公司盈利预测及二级市场估值。**我们预测公司 10-12 年 EPS 为 1.51、1.88、2.31 元。二级市场合理股价应该在 57.00—63.00 元，但由于公司盘小，而且发行价格为 51 元/股，因此预计首日开盘价会在 68.00—75.00 元。

主要财务指标

相关报告

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	631	818	1086	1444
同比(%)	2%	30%	33%	33%
归属母公司净利润(百万元)	89	95	118	145
同比(%)	76%	7%	24%	23%
毛利率(%)	36.3%	34.9%	33.8%	32.6%
ROE(%)	42.2%	31.2%	27.9%	25.6%
每股收益(元)	1.41	1.51	1.88	2.31
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0	0	0	0

一、公司分析：国内床上用品龙头企业之一

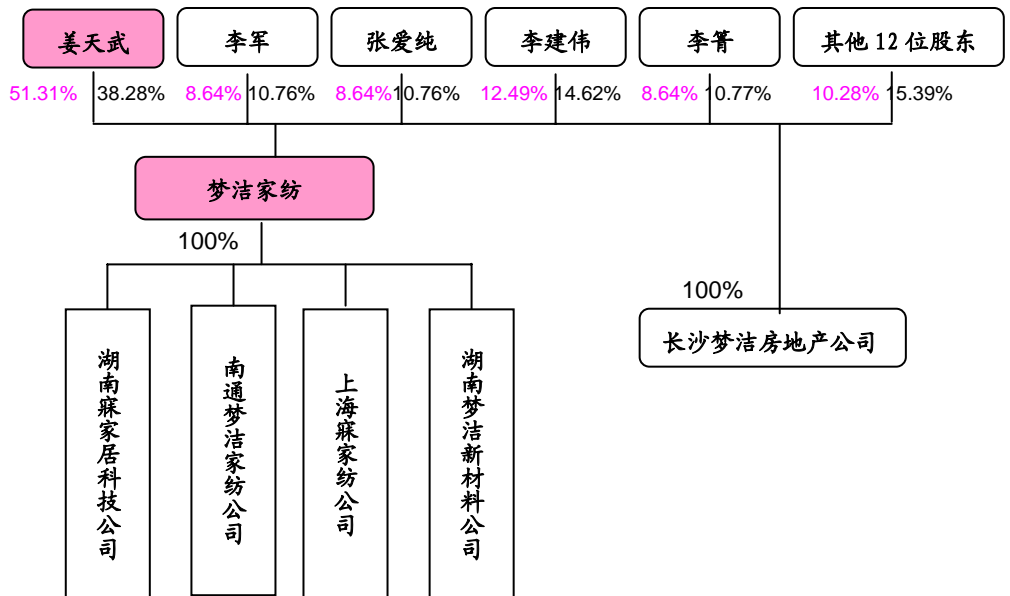
公司是致力于床上用品系列产品的研发、设计、生产和销售的龙头企业之一。公司集先进的研发设计中心、现代化的生产基地、健全的销售服务体系和高效的物流配送体系于一体，具有强大综合实力。目前公司产品涵盖绗绣套件、绣花套件、被芯、毛毯、床垫、及其它家居饰品等共八大类，2,600 多个品种，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌，三个品牌的设计风格和目标消费群各不相同，具体如下。

品牌	梦洁	寐	梦洁宝贝
目标市场	中高端消费群	高端消费群	儿童消费群
设计风格	以中式艺术、欧式古典巴洛克、梦洁婚庆红等为主题概念，并结合 F 理念、M 理念进行产品整体设计	专业开发高端纯天然材质，以黑、白、米、灰等中性色为主色系，坚持简约，追求精致、细节完美	以天然环保材质为主，将儿童成长分为四个年龄段，根据不同年龄段儿童的成长特点和生理需求进行专门设计
品牌理念	温馨、经典	环保、尊贵	健康、快乐
09 年销售比重	81.69%	16.31%	2.00%

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

1.1、公司实际控制人为姜天武，主要股东股份承诺锁定三年

公司控股股东为姜天武先生。姜天武持有公司 2411.54 万股股份，占本次发行后公司总股本 38.28%，为公司第一大股东。公司股权关系图如下。



资料来源：公司招股书

公司控股股东姜天武及一致行动人伍伟女士承诺：自公司股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理其本次发行前持有的公司股份，也不由公司回购该部分股份。

持有公司本次发行前 5% 以上股份的股东李建伟、张爱纯、李军、李菁分别承诺：自公司股票上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理其本次发行前持有的公司股份，也不由公司回购该部分股份。

除上述股东外的公司其他 11 位股东分别承诺：自公司股票上市之日起 12 个月内，不转让或者委托他人管理本次发行前已持有的公司股份，也不由公司回购该部分股份。

1.2、公司实行多品牌战略，主打品牌为“梦洁”，主要品种为套件类和被芯类产品

目前公司产品拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌。三个品牌具有不同的设计风格和目标消费群。

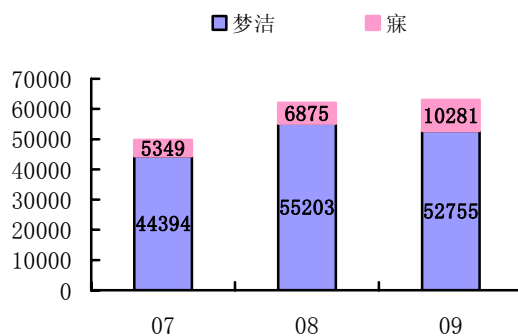
公司主打品牌“梦洁”创立于 1990 年，设计风格以中式艺术、欧式古典为主，定位于中高端消费群体。“梦洁”作为公司核心品牌，02 年来“梦洁”品牌被评为“中国驰名商标”、“中国名牌”、“国家免检产品”等称号，“梦洁牌”床上用品荣获 2006 年度影响中国民众消费的品牌。

2003 年公司又推出高端家纺品牌——寐牌。“寐牌”以高材质、高品位、高质量的产品为主打，无论产品质量、品牌形象都能与国际品牌相媲美，面市 6 年来，寐牌已发展独立市场网络终端近百家，并作为自主品牌出口英国、德国、西班牙等国际市场。

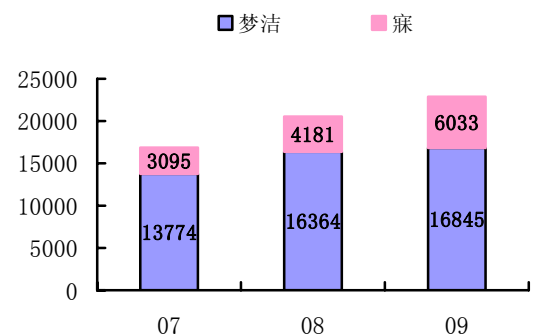
2006 年公司又推出“梦洁宝贝”儿童家纺品牌，该品牌系“梦洁”的字母品牌。以环保、快乐为主题，关爱儿童健康成长，推广 3 年以来，已发展 100 多家“梦洁宝贝”专卖店、专柜。

公司主营业务收入、利润主要来源于梦洁牌产品（包括梦洁子品牌“梦洁宝贝”），07、08、09 年收入占比分别为 88.68%、88.92%和 83.69%，业务利润占比分别为 81.82%、79.65%和 73.63%。寐系列自产品推出后，得到了市场的认可，已经建立起了一定的市场基础，知名度和美誉度不断上升，销售收入占比由 07 年的 11.32%上升到 09 年的 16.31%，业务利润占比由 07 年的 18.39%上升到 09 年的 28.37%。如图表 1、2。

图表 1：公司业务收入构成（单位：万元）



图表 2：公司利润来源构成（单位：万元）



资料来源：公司招股书

从产品的类型来看，套件类和被芯类产品是公司的主要业务。该两类产品 07、08、09 年营业收入占比分别为：86.61%、90.17%和 90.28%，其它产品所占份额比较小。套件类和被芯类产品也是公司的经营优势所在。

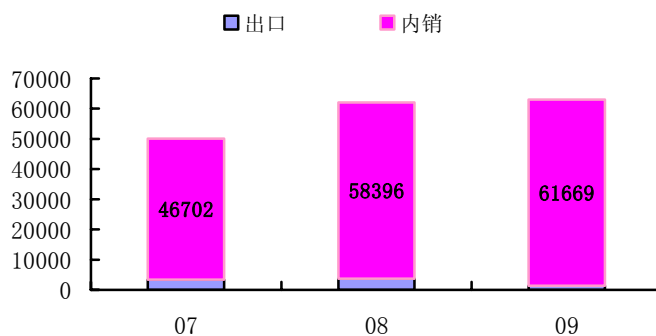
1.3 公司产品以内销为主，区域主要为华中，主要销售通过经销商

公司有部分产品出口，主要是以自主品牌“MENDALE（梦洁）”出口。出口渠道主要通过国内外大型家纺展销会（如广交会、法兰克福家纺展、纽约

家纺展等)发展国外经销商,经营梦洁在该区域的销售。贴牌出口比例较少,09年贴牌占出口收入的比例为32.20%。

公司产品主要还是内销,07、08、09年内销比例分别为93.29%、94.07%、97.83%。公司以内销为主的经营方式在未来几年里不会改变。

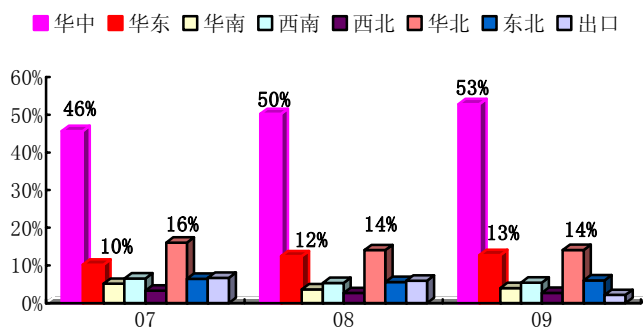
图表3 公司产品内、外销情况(单位:万元)



资料来源:公司招股书,中投证券研究所

华中是公司销售的核心区域,销售占比为50%以上;华东、华北区域属于公司销售次核心区,销售占比均都超过10%,其他地区(华北、东北、西北)销售占比均低于10%。预计未来一段时间,公司这一销售格局基本保持不变,如图表3。

图表4 公司产品销售区域构成比例



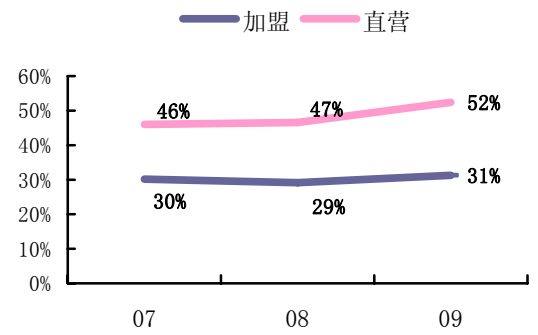
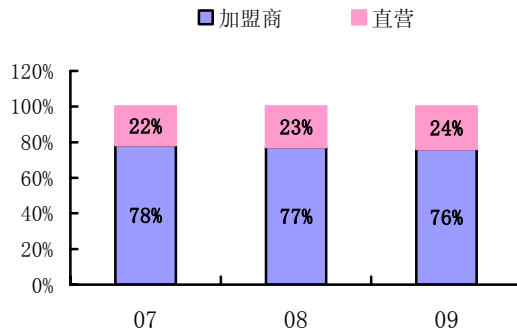
资料来源:公司招股书,中投证券研究所

公司销售模式是以“加盟为主、直营为辅”。由于公司采取的是“加盟为主、直营为辅”的销售策略,因此公司渠道销售收入结构中加盟连锁销售额占公司总销售额的75%以上。09年加盟连锁销售额占公司总销售额比例为75%,如图表5、6。

虽然目前公司加盟渠道较多,收入占比大,但是近年来公司加强直营销售力度,直销收入占比逐年提高,占比从07年的22%提高到目前的24%以上。随着公司募集资金到位,直营销售渠道建设,预计未来公司直营销售收入将成为公司的主要收入来源渠道。

图表5: 公司加盟、直营业收入构成

图表6: 公司加盟、直营毛利率情况



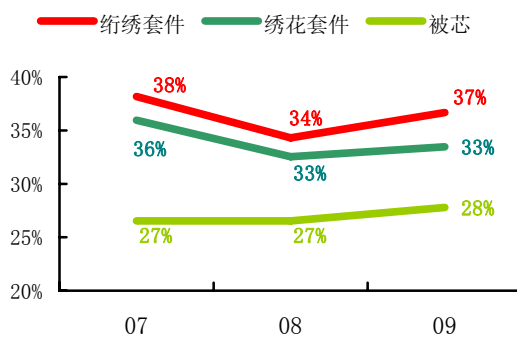
资料来源：公司招股书

1.4 公司产品“本+毛利的定价原则”保证公司的利润

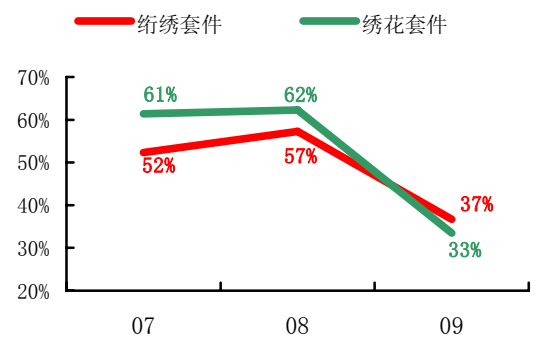
公司产品销售定价主要为经销商定价和直营店定价。对于加盟经销商，以出厂价提供产品（出厂价制定原则为成本加合理的毛利），同时提供一个市场销售参考价指导其销售。对于公司直营销售，一般以市场参考价进行销售。

公司成本+毛利的定价原则，在很大程度上锁定了公司毛利水平，使得公司产品毛利率水平稳定增长。如图表 7、8。

图表 7：公司“梦洁”系列主要产品毛利率



图表 8：公司“寐”系列主要产品毛利率

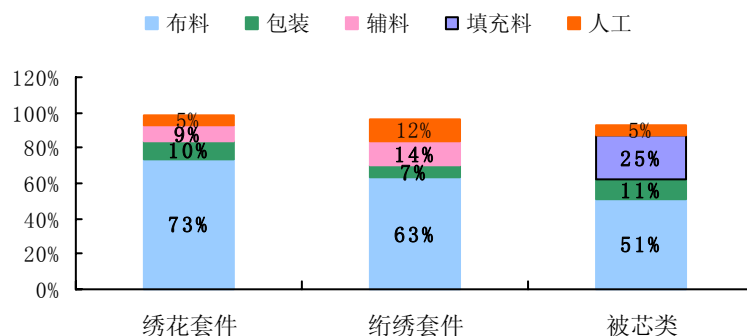


资料来源：公司招股书

1.5 上涨对公司将造成压力，公司将采取措施化解

公司主要原材料为面料，占公司主要产品成本的 50%以上，其中绣花套件中面料成本占 73%。原材料采购主要向进入公司名录的合格供应商采购，原材料供应充足，质量有保障。如图表 9。

图表 9：09 年公司主要产品成本结构



资料来源：公司招股书，中投证券研究所

最近三年，公司面料采购价格比较稳定，波动幅度不大，08年由于国际金融危机影响，面料价格出现下降，09年随着全球经济复苏，面料价格基本恢复到金融危机前的价格。如图表10。

图 10: 公司主要的原材料采购量、价格和金额变化情况

主要规格	2009年			2008年			2007年			
	数量	单价	金额	数量	单价	金额	数量	单价	金额	
面料	160CM 幅宽	947.78	8.19	7762.32	996.99	8.00	7975.92	855.17	8.05	6884.12
	250CM 幅宽	285.86	19.94	5700.05	243.90	19.80	4829.22	223.79	19.9	4453.42
	275CM 幅宽	171.94	30.54	5251.05	200.39	29.06	5823.33	337.61	28.50	9621.86
填充物	中空纤维	97.40	9.75	949.65	121.92	10.72	1306.98	98.46	15.25	1501.52
	热熔棉、喷胶棉	35.40	17.78	629.41	35.40	17.83	666.58	32.31	17.38	561.55

注：面料数量单位为万米，价格单位为元/米；填充物数量单位为公斤，价格单位为元/公斤；金额单位为万元
资料来源：公司招股书，中投证券研究所

1.6、公司财务结构仍处可控之内、三项费用率稳定

公司流动比率和速动比率较低，主要原因在于：1、公司为建设梦洁工业园等重点工程，向银行贷款较多，导致流动负债大幅增加，流动比率和速动比率下降。2、速动比率下降是因为公司为加强市场建设，铺货量增加较大，存货比例增加。

虽然09年母公司资产负债率由于经营业绩大幅增长同比有所下降，但资产负债率仍较高，存在一定的债务风险。公司虽然负债率较高，但是还是在可控范围之内，随着募集资金到位，公司资产负债率将进一步下降，资本结构将会优化。

最近三年公司的息税折旧摊销前利润及利息保障倍数比较高，说明公司具有足够的盈利来偿还债务的利息。如图表11。

图 11 公司偿债能力情况

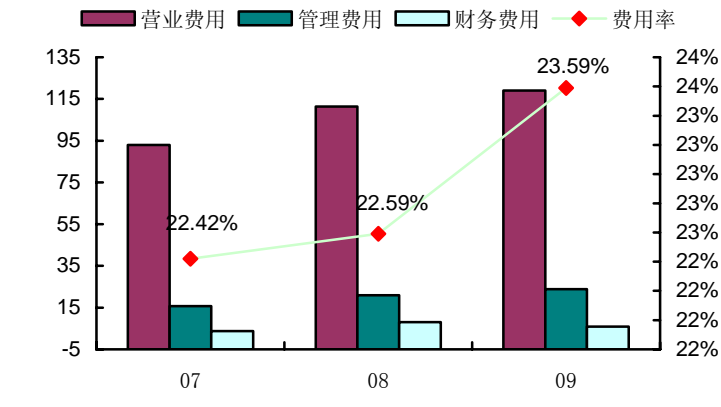
财务指标	09年	08年	07年
流动比率（倍）	0.93	0.90	0.94
速动比率（倍）	0.51	0.54	0.43
资产负债率（母公司）	70.86%	72.37%	68.45%

息税折旧摊销前利润(万元)	12456.02	7700.83	6225.42
利息保障倍数	17.72	8.46	14.45

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

公司期间费用主要随生产及销售规模的增长而增长。近年来公司三项费用率（注：三项费用率=（营业费用+管理费用+财务费用）/营业收入）基本稳定。由于公司目前正处于大力开拓市场的时期，网络终端建设方面投入较大，因此09年费用率较前几年偏高，这属于正常的，随着新开渠道终端的陆续正常经营，收入增加，销售费用率将下降。如图表12。

图表12 公司三项费用、费用率（单位：百万）



资料来源：公司招股书，中投证券研究所

二、行业分析：国内家纺市场具有较大的发展空间

在发达国家中，家用纺织品消费与服装用纺织品、产业用纺织品已经形成了“三分天下”，其中美国和日本，家用纺织品比例更高达40%左右，超过服装成为第一大消费领域，英、法等国的消费量也稳定在35-38%之间。我国这个比例大约在23%左右，因此在国内，家纺市场的还是具有较大的发胀空间。

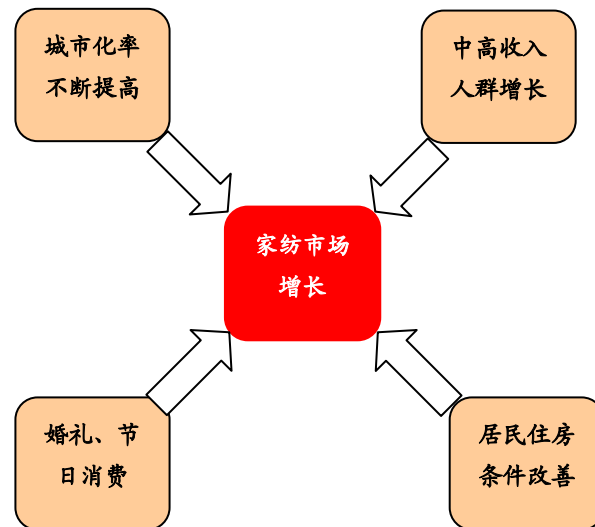
据纺织工业协会数据显示，2000年以来我国家纺行业以年增长20%以上的速度快速发展，07年我国家用纺织品行业的产值已达7900亿元。2008年家纺行业发展速度虽然有所放缓，但仍比2007年增长了11.5%。家纺行业是一个市场化竞争较为充分的行业。据统计，全国现有家纺企业2万多家，其中床上用品生产企业几千家，并且每年还在不断增长。

另一项调查结果表明，中国家装消费达到3000亿元，这一数字仍以每年30%的比例增长，而其中，25%的家装消费开支则用于家用纺织品消费。中国政府4万亿人民币的经济刺激计划，其中有一部分资金将用于保障性安居工程，将对中国家纺市场需求产生拉动作用。

农村等新兴市场的需求将显著增加。目前，占中国人口总数56%的农村人口对于家用纺织品的消费只占消费总量的20%，随着农村改革，农村居民生活水平提高，以及城市化推进，农村人口对市场需求的不断增加将推动中国家用纺织品市场的长期发展。

目前国内床上用品市场呈现的基本竞争格局为：一是由于行业集中度低，从全行业来看国内市场缺乏绝对的行业领导者。二是行业产品结构不合理，低档产品产能过剩，且同质化现象严重，中高档产品供不应求，市场发展潜力极大；三是中高档产品市场格局相对稳定，企业数量较少；四是品牌、质量、营

销和服务等非价格竞争手段在中高档产品竞争中的作用愈发显现我国中、高端家纺市场需求扩大的主要推动因素如下图。



资料来源：中投证券研究所

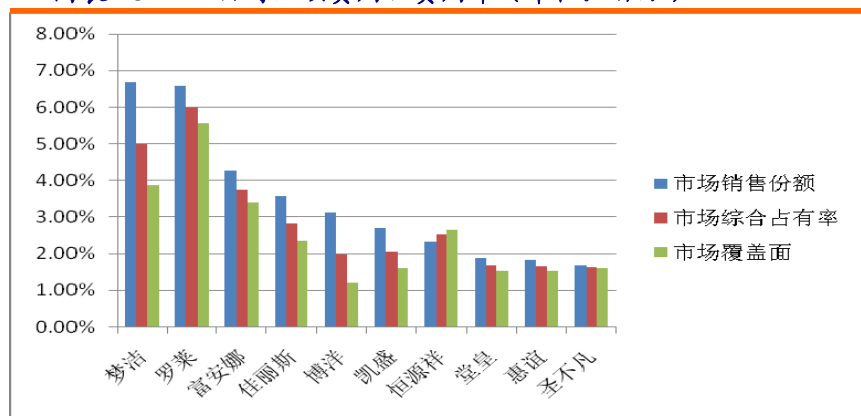
三、公司行业地位及竞争优势：

3.1、公司行业地位——属于床上用品龙头企业之一

公司自设立以来，一直专注于家纺行业，坚持“爱在家庭”的经营理念，不断加强对新技术、新产品的研究开发，大力拓展国内外市场，目前已发展成为国内床上用品生产企业中的龙头企业。

根据中国商业联合会与中华全国商业信息中心对全国大型零售企业商品销售调查统计显示：梦洁牌床上用品荣列“2004 年度同类产品市场综合占有率第一位”；2005 年在大型零售企业的市场销售份额为 7.25%，荣列行业排名第一名。根据中国行业企业信息发布中心调查结果：梦洁牌床上用品 2006 年、2007 年、2008 年连续三年荣获“年度全国市场同类产品销售第一名”，并获得“2006 影响中国民众消费的品牌”。

图表 13 公司三项费用、费用率（单位：百万）



资料来源：公司招股书

公司所处的床上用品行业目前国内有三家龙头企业，分别是：罗莱、富安娜、梦洁。这三家床上用品各有自己的风格，罗莱走的是代理品牌道路（代理国外品牌），富安娜走的是艺术家纺道路（欧式古典），梦洁走的是文化家纺道路（提倡“爱在家庭”文化）。在消费者千差万别的审美理念中，这几家床上用品龙头企业均会在市场中占有一席之地，她们将在国内中高档床上用品领域不断拓展各自的细分市场。

3.2 公司在行业中具有较强的竞争优势

➤ 品牌优势

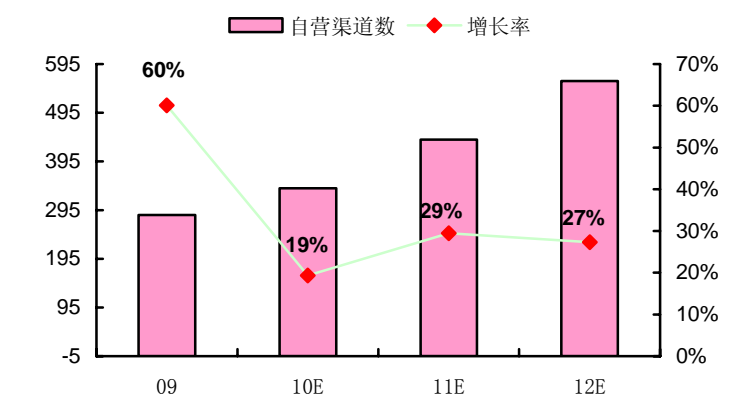
公司自创建“梦洁”品牌以来，坚持实施品牌战略并取得了显著成绩：2002年“梦洁”商标被认定为中国驰名商标；2002年“梦洁牌床上用品”被评为“中国名牌”产品，2005年再次蝉联“中国名牌”产品。2006年“梦洁床上用品”被评为“国家免检产品”，是床上用品行业中第一家同时获得以上三个称号的品牌。根据中国行业企业信息发布中心评选结果显示，“梦洁牌”床上用品荣获2006年度影响中国民众消费的品牌

2006年公司又推出“梦洁宝贝”儿童家纺品牌，以环保、快乐为主题，关爱儿童健康成长，推广3年以来，已发展100多家“梦洁宝贝”专卖店、专柜。准确的市场定位给“梦洁宝贝”提供了巨大的市场空间。

➤ 营销网络优势

公司自2000年以来累计投入终端建设费近亿元，在北京、上海、沈阳、深圳、天津、济南设立了6个办事处，在全国32个省市建立了852家专卖店，810家专柜，共计1,662个销售终端，卖场总面积达13万平方米，全国终端导购员近5,500人，销售终端网络数量及面积居全国同类床上用品行业首位。目前公司在全国销售前300名大型零售商场中都设有梦洁专柜（店中店），且位置好，面积大、形象佳。根据公司募集资金项目，我们预测公司未来自营渠道增长情况，如下图表14。

图表 14 公司自营渠道未来增长情况（单位：个）



资料来源：公司招股书，中投证券研究所

国际市场方面，公司与56家外商建立了业务关系，产品出口美国、欧盟、东南亚等46个国家和地区。在英国、美国、澳大利亚、日本等20多个国家和地区注册了“MENDALE”商标

➤ 研发优势

公司建立了较为完善的研发平台，有专业设计人员 71 人，建立了涵盖床上用品设计全过程的花型设计、绣花打版、款式设计等专业设计部门，拥有完全自主设计的研发能力。公司配备了国内外先进的花型设计软件、绣花制版软件、制图软件，配置了完备的打样试制设备。

公司与法国巴黎、德国法兰克福、意大利米兰等世界前沿时尚城市保持密切联系，从 2000 年开始与有着 60 多年历史的意大利面料制造商 Martineli Ginetto 和 GIUSEPPE BRIGNOLI& FIGLI SPA 两家公司合作开发高档真丝和埃及长绒棉产品。2005 年公司与德国伊贝纳贝曼纺织集团合作开发 4D 特型毯类，该公司成为公司国外 OEM 厂商。公司每年定期组织 50 余名设计师出国考察，参加展会，及时捕捉国际消费潮流。

公司在国内多次开创家纺产品设计先河：第一家将传统湘绣工艺应用于家纺产品；第一家将转移印花面料和装饰面料应用于家纺产品；第一家自主推出高端家纺品牌；第一家推出绗绣套件产品；第一家推出手工棉线绣产品；第一家推出专业儿童家纺品牌；第一家系统推出 M、F 设计理念；第一家推出自由组合天然材质保健产品系列

四、募集资金项目分析

图表 15：募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	建设周期
1	新增年产 30 万套寝饰套件及 80 万条芯被类生产线	17810	36 个月
2	梦洁直营市场终端网络建设	18493	24 个月
合计		36303	

资料来源：公司招股书

新增年产 30 万套寝饰套件及 80 万条芯被类生线：项目的建设，能够缓解公司产能缺口，提高生产能力 50%左右，充分满足公司开拓市场的需求。项目拟在长沙高新技术产业开发区内新建的梦洁工业园内实施，由于工程建设期较长，预计公司将更具市场需求逐步建设，满足生产需要。

直营连锁营销网络建设项目：建设项目包括：：（1）在北京、上海、沈阳、天津、长沙等 5 个城市商业地带购置商铺 2500 平方米，**开设 5 家大型专卖店**，投资 12950 万元。（2）在上海等城市**租赁新开专卖店 30 个**，投资 1350 万元。（3）在北京等城市大型百货商场**新开专柜 60 个**，投资 900 万元。（4）整改装修原有专柜 100 个，投资 1000 万元。（5）直营市场终端网络运营流动资金投入 2,293 万元。主要用于新增人员工资及其他销售费用周转。**这些项目的实施，将进一步加强公司的销售渠道，使公司的销售更上一个台阶。**

五、盈利预测与公司估值

➤ 5.1 盈利预测假设

- 1、本预测根据公司现有经营状况，若公司今后有重大的基本面变化，以调整数据为准。
- 2、本预测不考虑公司送配股而引起股本变化。

图表 16 梦洁家纺盈利预测假设表 (单位: 百万元)

	2010E	2011E	2012E
营业收入	817.65	1,086.12	1,444.33
梦洁系列	684.00	912.37	1,218.46
绉绣套件	116.38	157.12	212.11
绣花套件	204.53	276.11	372.75
被芯	289.55	390.89	527.70
毛毯	20.89	25.07	30.08
床垫	37.51	45.01	54.02
其他	15.13	18.16	21.79
寐系列	133.65	173.75	225.87
被芯	45.93	59.71	77.62
套件	87.72	114.04	148.25
毛利率			
梦洁系列			
绉绣套件	35.21%	34.16%	33.13%
绣花套件	32.14%	31.18%	30.24%
被芯	26.67%	25.87%	25.09%
毛毯	29.27%	28.39%	27.54%
床垫	39.14%	37.97%	36.83%
其他	32.24%	31.27%	30.33%
寐系列			
被芯	54.88%	53.24%	51.64%
套件	57.99%	56.25%	54.56%

资料来源: 公司招股书, 中投证券研究所

➤ 5.2 盈利预测结果

图表 17 梦洁家纺盈利预测结果 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	631	818	1086	1444
营业成本	402	532	719	973
营业税金及附加	5	6	8	11
营业费用	119	152	203	269
管理费用	24	30	40	53
财务费用	6	3	-3	-7
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	73	95	118	145
营业外收入	34	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	106	95	118	145
所得税	17	0	0	0
净利润	89	95	118	145

少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	95	118	145
EBITDA	91	107	126	150
EPS (元)	1.89	1.51	1.88	2.31

资料来源：公司招股书，中投证券研究所

➤ 5.3 二级市场定价

根据对梦洁家纺公司主要业务的分析，目前在 A 股二级市场上同类上市公司有：罗莱家纺、富安娜，并且在家纺市场地位上这三家统属品牌家纺龙头企业，因此我们认为梦洁家纺公司的二级市场定位在很大程度上取决于罗莱家纺和富安娜公司的二级市场定位。

由于梦洁家纺、富安娜、罗莱家纺市场地位相近，而且未来的成长性基本一致，我们认为可以根据罗莱家纺和富安娜公司 2010 年的 EPS 来给富安娜公司进行二级市场定位。

图表 18 估值比较表

	总股本(万)	实际流通股(万)	收盘价(4.27)	EPS(10年)	P/E(10年)
罗莱家纺	14036	3510	53.30	1.40	38.07
富安娜	10300	2600	40.93	0.95	43.08
梦洁家纺	6300	1600		1.51	
梦洁家纺	合理价格	57.00—63.00 元			
梦洁家纺	预计开盘价	68.00—75.00 元			

资料来源：中投证券研究所

根据以上分析和目前的二级市场环境，公司股票二级市场上合理价位应为 57.00—63.00 元（按 2010 年业绩，市盈率 38—42 倍左右）。但是由于公司盘小（发行 1600 万），估计开盘价会在 68.00—75.00 元。

六、风险因素

公司销售网点的扩张和单店收入是公司利润的重要来源，国内居民消费水平以及房地产市场的增长将决定公司未来的增长。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	413	474	602	878	营业收入	631	818	1086	1444
现金	161	159	167	297	营业成本	402	532	719	973
应收账款	32	45	60	80	营业税金及附加	5	6	8	11
其它应收款	19	23	32	42	营业费用	119	152	203	269
预付账款	14	18	25	33	管理费用	24	30	40	53
存货	187	227	316	424	财务费用	6	3	-3	-7
其他	0	1	1	2	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	245	248	227	218	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	134	166	176	175	营业利润	73	95	118	145
无形资产	26	26	26	26	营业外收入	34	0	0	0
其他	85	55	25	17	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	658	722	829	1096	利润总额	106	95	118	145
流动负债	444	416	405	526	所得税	17	0	0	0
短期借款	185	78	0	0	净利润	89	95	118	145
应付账款	131	172	234	316	少数股东损益	0	0	0	0
其他	128	165	171	210	归属母公司净利润	89	95	118	145
非流动负债	4	0	0	0	EBITDA	91	107	126	150
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.89	1.51	1.88	2.31
其他	3	-0	-0	-0					
负债合计	448	416	405	526	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	47	63	63	63	成长能力				
资本公积	3	-13	-13	-13	营业收入	1.5%	29.6%	32.8%	33.0%
留存收益	160	255	373	519	营业利润	19.8%	30.1%	24.5%	22.9%
归属母公司股东权益	210	305	423	569	归属于母公司净利润	75.7%	7.3%	24.5%	22.9%
负债和股东权益	658	722	829	1096	获利能力				
					毛利率	36.3%	34.9%	33.8%	32.6%
					净利率	14.0%	11.6%	10.9%	10.1%
					ROE	42.2%	31.2%	27.9%	25.6%
					ROIC	27.5%	46.6%	45.9%	51.9%
					偿债能力				
					资产负债率	68.0%	57.6%	48.9%	48.0%
					净负债比率	43.11	18.89%	0.07%	0.05%
					流动比率	0.93	1.14	1.49	1.67
					速动比率	0.51	0.59	0.71	0.86
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	1.19	1.40	1.50
					应收账款周转率	18	20	21	21
					应付账款周转率	3.04	3.50	3.54	3.54
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.41	1.51	1.88	2.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.84	1.33	1.95
					每股净资产(最新摊薄)	3.33	4.84	6.72	9.03
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0	0	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434