2010 年 10 月 20 日

梦洁家纺

单季度毛利率创历史新高

梦洁家纺 2010 年前三季度销售收入同比增长 29.6%至 4.95 亿人民币，公司实现净利润 4,539 万元，同比提高 40.2%。由于募投项目梦洁工业园购置国产设备，公司 3 季度所得税减免约 320 万元。如果剔除国产设备所得税抵扣影响，3 季度公司净利润同比增长 21.8%。

买入

A

002397.SZ – 人民币 42.56

目标价格: 人民币 52.90

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110252

股价相对指数表现

资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	-	4	9	-
相对新华富时 A50 指数 (%)	-	(17)	(11)	-

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	95
流通股 (%)	25
流通股市值 (人民币 百万)	1,010.8
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	62
净负债比率 (%) (2010E)	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

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 3 季度公司毛利率达到历史最高的 48.6%，较去年同期和今年上半年分别提高了 6%和 10%，趋势符合判断但幅度超出了我们的预期。我们认为公司将继续通过定价策略和渠道建设的调整提升盈利能力，利润率进一步提升值得期待。
- 三季度是家纺企业开店高峰。我们推算前三季度公司新增网点超过 300 个 (去年全年新增 138 个)，渠道建设进展符合预期。
- 分季度分析，梦洁 3 季度收入和净利润增速较 1 季度和 2 季度明显放缓，低基数效应影响逐步减弱。

评级面临的主要风险

- 直营渠道快速扩张导致费用激增超出预期。
- 如果短期内棉花以及填充物等原材料价格大幅上涨，家纺企业可能无法通过价格调整完全转移成本上升的压力。

估值

- 基于摊薄后的 9,450 万股本计算，我们预测 2010-2012 年公司每股收益为 0.944、1.365 和 1.806 元。剔除非经常性损益影响，净利润复合增长率达 40%。维持**买入**评级和目标价格 52.90 元。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	622	631	849	1,129	1,424
变动 (%)	*24*	*2*	*35*	*33*	*26*
净利润 (人民币 百万)	50	89	89	129	171
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.547	0.714	0.944	1.365	1.806
变动 (%)	*11.9*	*30.7*	*32.2*	*44.6*	*32.3*
全面摊薄市盈率 (倍)	75.0	57.4	43.4	30.0	22.7
核心市盈率 (倍)	75.0	57.4	43.4	30.0	22.7
每股现金流量 (人民币)	0.85	0.76	1.63	1.76	2.27
价格/每股现金流量 (倍)	48.0	54.2	25.1	23.3	18.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.2	45.9	24.0	16.5	12.1
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.800	0.410	0.542
股息率 (%)	0.0	0.0	2.0	1.0	1.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有(HOLD) 则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

调整后单季度净利润增长 22%

梦洁家纺 2010 年前三季度销售收入同比增长 29.6%至 4.95 亿人民币，公司实现净利润 4,539 万元，同比提高 40.2%。分季度分析，梦洁 3 季度收入和净利润分别同比增长 20%和 55%，增速较 1 季度 (收入 32%、净利润 135%) 和 2 季度 (收入 37%、净利润 67%) 明显放缓，低基数效应影响逐步减弱。由于募投项目梦洁工业园购置国产设备，公司 3 季度所得税减免约 320 万元，因此 3 季度仅缴纳所得税 10.8 万元，而去年同期所得税为 158.5 万元。如果剔除国产设备所得税抵扣影响，3 季度公司净利润同比增长 21.8%。

图表 2. 业绩摘要

(人民币，百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变动(%)	2009 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比变动(%)
营业收入	122.9	147.7	20.2	381.9	495.1	29.6
营业成本	(70.2)	(75.9)	8.1	(242.0)	(289.9)	19.8
营业税金及附加	(0.6)	(0.4)	(25.2)	(3.1)	(2.2)	(30.2)
销售费用	(29.8)	(46.7)	56.5	(83.4)	(124.8)	49.7
管理费用	(6.5)	(8.7)	33.2	(16.2)	(22.3)	38.2
经营利润	15.8	16.0	1.4	37.3	55.9	49.9
财务费用	(1.9)	1.4	(173.4)	(5.0)	(1.3)	(73.2)
资产减值损失	(1.1)	(0.6)	(47.9)	(1.6)	(3.4)	114.1
非经常性损益	0.0	0.4	-	7.6	0.4	(94.9)
税前利润	12.8	17.3	35.4	38.3	51.6	34.6
所得税	(1.6)	(0.1)	(93.2)	(5.7)	(5.8)	1.5
税后利润	11.2	17.2	53.6	32.6	45.8	40.4
少数股东损益	(0.2)	(0.1)	(12.5)	(0.2)	(0.4)	71.4
净利润	11.0	17.0	54.6	32.4	45.4	40.2
经常性净利	11.0	16.6	50.9	26.0	45.0	72.9
主要比率(%)						
毛利率	42.9	48.6		36.6	41.4	
经营利润率	12.9	10.9		9.8	11.3	
净利率	9.0	11.5		8.5	9.2	
经常性净利率	9.0	11.2		6.8	9.1	
销售和管理费用率	29.6	37.5		26.1	29.7	
有效税率	12.4	0.6		14.9	11.3	

资料来源：公司数据，中银国际研究

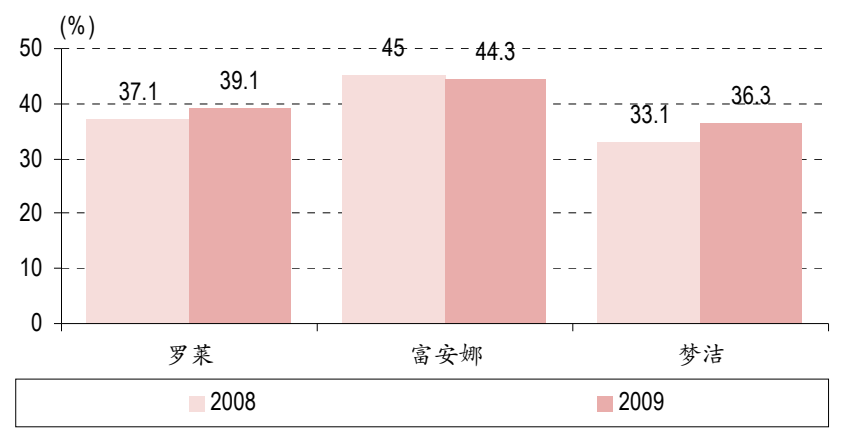
毛利率创历史新高

2010 年 3 季度公司毛利率达到历史最高的 48.6%，较去年同期和今年上半年分别提高了 6%和 10%，今年前三季度毛利率较去年同期提升 4.8 个百分点，幅度超出了我们的预期。我们判断主要原因是:1)公司对 2010 年新品定价策略进行调整，新品调拨价上浮 5-10%；2)产品结构优化 (高端品牌“寐”以及套件、被芯等高毛利产品贡献增加)。这一趋势符合我们在首次评级报告中所做的判断。

由于历史上采取相对保守的定价策略，梦洁直营和加盟业务毛利率均明显落后于**罗莱家纺** (002293.SZ/人民币 69.44, 买入)和**富安娜** (002327.SZ/人民币 40.83, 买入)，2009 年公司综合毛利率较富安娜和梦洁分别低 3.4%和 10%。我们认为公司将继续通过定价策略和渠道建设的调整提升盈利能力，利润率进一步提升值得期待。

另外，2010-2012 年公司将经历网络建设高速发展时期，我们预计每年新增网点 400 家左右。按照历史平均单店面积推算，相当于网点面积增加 31%、22%和 18%。渠道建设的重心是直营网点，特别是直营专卖店拓展。2010 年 6 月开始，公司直营网点建设计划已经逐步展开，网点拓展将侧重华东、西北、华北地区二三线城市，布点空白较多区域，包括天津、北京、济南等地新增专卖店。因此，我们认为直营业务销售收入占比增加也将有助于公司整体坪销和毛利率提升。

图表 3. 综合毛利率对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

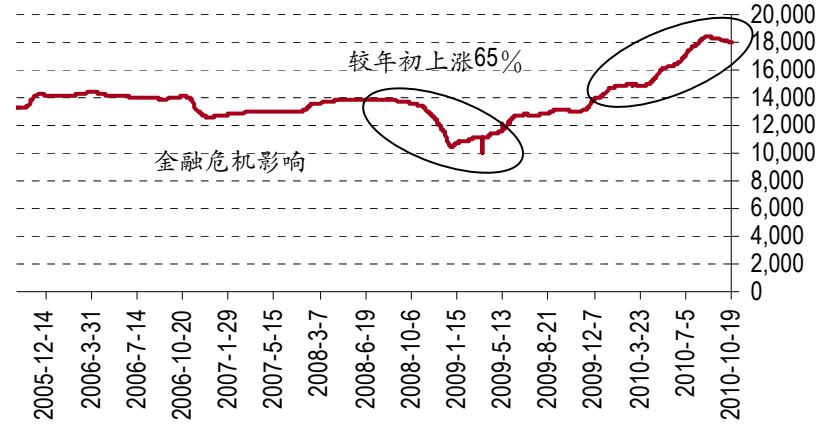
网络快速扩张导致费用攀升

3 季度是家纺行业开设门店的高峰期。我们看到梦洁今年三季度销售和管理费用率同比攀升 3.7 个百分点，达到 29.7%；同期销售和管理费用同比增加 52.3%。我们认为费用率攀升主要原因包括：1)新开门店数明显增加。我们推算前三季度公司新增网点超过 300 个，而去年全年仅新增 138 个；2)在三家家纺上市公司中，梦洁对单一市场依赖最大 (华中区占公司毛利的 55%)。网络布局更多进入新市场，尤其是直营渠道建设将导致公司销售和管理费用增加。

棉花价格近期大幅上涨

今年初以来坯布、成品面料、填充物等原材料价格有不同程度上涨。上游棉花价格更是屡创新高。以中国棉花 CC Index328 指数为例，9 月份以来该指数由月初的 18,002 元/吨上涨至 24,526 元/吨，涨幅达到惊人的 36%，较年初上涨 65%，指数也刷新十年来最高纪录。上游产品价格波动将对下游纺织行业产生直接影响。我们认为领先的家纺企业能够通过定价机制和产品结构优化传导成本上升压力。同时，原材料成本上升也会有助于行业整合。

图表 4. 中国棉花 CC Index328 指数



注：以全国 200 余家大中型纺织企业的棉花实际到厂价为计算基础，反映每日国内 328 级棉花到国内纺织企业的综合平均价格水平。该指数以各省纺纱量占全国纺纱量比例及各报价纺织企业的纺纱能力作为权重。

资料来源：全球纺织网，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	622	631	849	1,129	1,424
销售成本	(416)	(402)	(524)	(682)	(851)
经营费用	(128)	(144)	(192)	(257)	(322)
息税折旧前利润	78	85	133	190	251
折旧及摊销	(9)	(4)	(13)	(17)	(20)
经营利润 (息税前利润)	69	81	119	173	230
净利息收入/(费用)	(8)	(6)	0	1	(1)
其他收益/(损失)	(2)	31	0	0	0
税前利润	59	106	120	173	229
所得税	(9)	(17)	(30)	(43)	(57)
少数股东权益	0	0	(1)	(1)	(1)
净利润	50	89	89	129	171
核心净利润	52	68	89	129	171
每股收益(人民币)	0.534	0.938	0.944	1.365	1.806
核心每股收益(人民币)	0.547	0.714	0.944	1.365	1.806
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.800	0.410	0.542
收入增长(%)	24	2	35	33	26
息税前利润增长(%)	20	17	47	45	33
息税折旧前利润增长(%)	14	9	56	43	32
每股收益增长(%)	10	76	1	45	32
核心每股收益增长(%)	12	31	32	45	32

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	156	161	764	822	965
应收帐款	61	66	93	114	153
库存	147	187	217	296	387
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	364	413	1,075	1,233	1,505
固定资产	173	216	335	407	478
无形资产	34	26	26	25	25
其他长期资产	2	3	5	9	15
长期资产总计	209	245	366	441	518
总资产	573	658	1,441	1,673	2,022
应付帐款	198	229	285	380	486
短期债务	185	185	70	70	120
其他流动负债	21	30	38	47	58
流动负债总计	405	444	393	497	664
长期借款	5	0	0	0	0
其他长期负债	1	3	3	3	3
股本	47	47	95	95	95
储备	114	163	949	1,077	1,259
股东权益	161	210	1,043	1,171	1,354
少数股东权益	0	1	1	1	1
总负债及权益	573	658	1,441	1,673	2,022
每股帐面价值(人民币)	1.71	2.22	11.04	12.40	14.33
每股有形资产(人民币)	1.35	1.95	10.77	12.13	14.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.36	0.25	(7.35)	(7.95)	(8.94)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	59	106	120	173	229
折旧与摊销	9	4	13	17	20
净利息费用	8	6	0	(1)	1
运营资本变动	7	(19)	0	(1)	1
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(3)	(26)	22	(23)	(37)
经营活动产生的现金流	81	71	154	166	215
购买固定资产净值	59	38	96	75	75
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(118)	(60)	(272)	(145)	(145)
投资活动产生的现金流	(60)	(22)	(176)	(70)	(70)
净增权益	0	0	816	0	0
净增债务	84	0	(115)	0	50
支付股息	(26)	(44)	(76)	(39)	(51)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	58	(45)	626	(39)	(1)
现金变动	79	5	603	57	143
期初现金	77	156	161	764	822
公司自由现金流	21	50	(22)	96	145
权益自由现金流	105	49	(137)	96	195

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	12.5	13.5	15.6	16.8	17.6
息税前利润率(%)	11.1	12.8	14.1	15.3	16.2
税前利润率(%)	9.5	16.9	14.1	15.4	16.1
净利率(%)	8.1	14.0	10.5	11.4	12.0
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	2.7	2.5	2.3
利息覆盖率(倍)	7.6	11.9	32.7	46.1	37.8
净权益负债率(%)	21.3	11.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.5	2.2	1.9	1.7
估值					
市盈率 (倍)	76.8	43.7	43.4	30.0	22.7
核心业务市盈率 (倍)	75.0	57.4	43.4	30.0	22.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	96.8	74.0	56.0	38.8	29.3
市净率 (倍)	24.0	18.5	3.7	3.3	2.9
价格/现金流 (倍)	48.0	54.2	25.1	23.3	18.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.2	45.9	24.0	16.5	12.1
周转率					
存货周转天数	126.9	151.3	140.6	137.5	87.6
应收帐款周转天数	30.5	36.5	34.1	33.6	34.3
应付帐款周转天数	103.7	123.7	110.6	107.5	110.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	84.7	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	34.5	47.7	14.2	11.6	13.5
资产收益率 (%)	11.9	11.0	8.5	8.3	9.3
已运用资本收益率(%)	25.2	21.9	16.4	15.0	17.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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邀请，亦并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表; 在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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