

2010年9月14日

中国家纺行业

行业成长性突出

A 增持

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

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

过去十年我国家纺行业总产值年均增速接近 20%。随着居民生活水平提升和城市化进程加速,我们认为消费群体扩大和持续消费升级背景下家纺行业将保持较快发展,行业领先企业将获得市场总量扩大以及份额提升的双重机遇。我们给予行业**增持**评级。

支撑评级的要点

- 通过加快纵深发展以及开发空白市场实现网点规模扩大将是罗莱、富安娜和梦洁未来三年发展重心。我们预计 09-12 年行业领先企业平均净利润复合增长率将达到 38%,成长性突出。
- 考虑到在资金实力、品牌影响力、运营管理以及设计研发等综合实力的优势,我们认为领先企业份额将逐步提升,家纺行业市场集中度会不断提高。
- 目前三家家纺上市企业一半以上收入来自加盟渠道贡献,对加盟渠道的管控能力将直接影响到家纺企业未来发展稳定性和成长后劲。我们对比分析认为在信用期的规定上,梦洁较为宽松;罗莱的退换货条款最为严格。
- 行业优势企业能够通过定价策略调整、增加新品上市力度以及产品结构优化传导成本上涨压力。我们预计三家公司盈利能力将稳步提升。

评级的风险因素

- 房地产市场波动是家纺行业面临的重大风险。
- 如果短时间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充分消化成本上升。

首选买入

- 罗莱家纺。在高度分散的市场下,通过经销商快速拓展终端网点是扩大市场份额最为有效的途径。罗莱优秀的渠道管理能力和灵活的营销策略使得公司能够在与同业竞争中胜出。
- 梦洁家纺。梦洁将通过新品定价策略调整和产品结构优化带动毛利率稳步提升,2009-2012 年公司净利润复合增长率达 40%,业绩增速最快。

图表 1. 覆盖公司评级

公司	代码	评级	收盘价	目标价	上涨 (下跌) 空间
			(人民币)	(人民币)	(%)
罗莱家纺	002293.SZ	买入	64.19	72.60	13
富安娜	002327.SZ	买入	40.71	45.60	12
梦洁家纺	002397.SZ	买入	43.30	52.90	22

资料来源: 中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

目录

投资概要.....	3
我国家纺产品消费现状.....	6
消费者特征区域性研究.....	11
渠道为王.....	14
房地产之影响：日本的启示.....	20
通过特许加盟快速占领市场.....	23
提价以及结构优化拉动盈利改善.....	27
罗莱家纺.....	30
富安娜.....	36
梦洁家纺.....	43
附录一、产业集群化特征.....	50
附录二、三家公司主要指标对比.....	51

投资概要

居民收入提升以及家居文化普及给行业发展带来机遇

消费升级带来行业性投资机会

家纺用品在居民生活定位由强调功能实用性到个性化和生活品位的追求。居民生活质量的追求带动了家纺产品消费档次的提升，尤其是在欧美家居文化理念的渗透作用下，家居消费理念有了质的变化，时尚、个性、舒适、保健等多重功能的产品逐渐为市场接受。随着居民居住条件改善以及城市化进程加速，城市人口将不断增加，并带动家纺产品消费群体扩大。因此，我们认为消费群体扩大和持续消费升级将给家纺行业带来快速发展机遇。

床品消费占比不断提升，但比例仍然很低

我国家纺消费尚处于启蒙阶段

从城镇居民消费支出结构分析，1997年以来我国城镇居民床品支出占比逐步提高。与此形成对比的是，耐用消费品、服装和鞋类支出占比均呈现下降趋势。但是，2008年床上用品人均支出仍为62元，占人均消费支出的比例仅为0.55%。我们选取江苏、浙江、北京、河南和四川五个省（直辖市）为样本，对上述区域城镇居民家纺类产品消费支出情况进行比较分析。我们发现上述五个区域消费支出结构非常类似；但是对比不同收入群体床上用品支出情况，高收入群体床上用品类消费支出明显增加，更重要的是，床品支出在消费支出结构中占比也相应增加。

领先企业份额将持续扩大

Euromonitor 数据显示，2005年中国前五大家具及家居用品企业零售份额仅为4.9%。我们研究的三家企业在业已形成的规模渠道和品牌资源支持下，借助上市机遇，将在2-3年时间内快速扩张网点（年均新增400-500家），引进先进设备并扩充产能（标准套件和芯被类产能平均较08年底提升一倍），提升研发能力，并在信息管理系统、物流体系、人才培养等方面大力投入。这将有助于其控制产品质量和开发周期、提升运营效率和营销策略的贯彻执行。考虑到在资金实力、品牌影响力、运营管理以及设计研发等综合实力的优势，我们认为领先企业份额将逐步提升，家纺行业市场集中度会不断提高。

大力拓展终端渠道仍将是罗莱、富安娜和梦洁未来三年发展重心

渠道资源的争夺以及多品牌营销

大力拓展终端渠道仍将是罗莱、富安娜和梦洁未来三年发展重心，其主要策略为加快纵深发展以及开发空白市场。领先家纺企业将通过加快纵深发展以及开发空白市场实现网点规模扩大。在高度分散的市场情况下，通过特许加盟制度快速拓展终端网点是占领市场最为有效的途径。由于较早启动特许加盟经营策略，罗莱业已建立了行业第一的零售网络，目前在零售终端数目上较富安娜和梦洁处于绝对优势地位。在行业高速发展背景下，多品牌发展是行之有效的营销策略。主要家纺企业均构建了多层次品牌矩阵。

三家公司均以全国网络布局为战略目标，从目前的覆盖情况来看，仍有广阔的发展空间。截至09年6月30日，罗莱拥有的1,723个网点也仅仅覆盖了约540个城市。根据罗莱公司网站分地区渠道覆盖情况的统计也印证了我们的观点。公司将全国31个省（直辖市）划分为2,351个片区（按照地级市、县及市辖区分割），其中72%的片区（1,667个）仍为空白区域。

差异化分析

罗莱是行业首选标的

尽管经营模式非常接近，从品牌、渠道策略、产能、扩张速度等方面分析，三家家纺上市企业各有不同的特点。我们认为罗莱家纺在渠道策略、整体网点规模以及布局、多层次品牌组合方面享有优势。此外公司营销策略灵活，依托南通纺织品产业集群资源禀赋，综合实力最为突出，是我们的行业首选标的。

在三家公司中，梦洁的产能扩张计划最先到位，公司产能不足导致缺货的问题将得到有效解决。目前梦洁综合毛利率较其他两家落后2-4个百分点。我们认为梦洁将通过新品定价策略调整以及产品结构优化带动毛利率稳步提升。

富安娜直营网络规模最大，并且全部直营网点已经实现联网，在信息化管理以及对终端市场控制力形成优势。公司将实施更广泛的股权激励计划，覆盖范围扩大到中层管理人员和设计团队。此外，未来三年富安娜网点扩张速度快于罗莱和梦洁。

图表 2. 三家公司优势分析

	多层次品牌矩阵	产能	网点扩张	员工持股
三家对比	均构建核心品牌+副品牌的组合；罗莱自有品牌、代理（授权）品牌差异化定位和多渠道开发较为突出	募投计划落实后三家公司核心产品产能均将提升1倍。梦洁产能扩张计划已经完成	未来三年年均新增400-500家网点，富安娜增速最快，2009-2012年网点数复合增长率31%	梦洁和富安娜均实现管理团队直接持股；富安娜股权激励计划将员工持股范围扩大到中层
领先公司	罗莱	梦洁	富安娜	富安娜

资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

从我国家纺行业发展阶段以及海外市场经验,家纺行业面临着广阔的空间。我们认为消费群体扩大和持续消费升级背景下家纺行业将保持较快发展,行业领先企业将获得市场总量扩大以及份额提升的双重机遇。我们预计三家家纺公司 09-12 年净利润平均复合增长率将达到 38%, 成长性突出。我们给予行业**增持**评级。

图表 3. 估值比较

上市公司	市值 (人民币 百万)	流通市值 (人民币 百万)	市盈率(倍)			每股收益复合 增长率 (%)	PEG	市净率 (倍)	净资产收 益率 (%)	企业价值/息税折 旧前利润(倍)
			2010E	2011E	2012E					
罗莱家纺	9,010	2,253	46	35	25	37.4	1.23	6.3	14.2	29.1
富安娜	5,451	1,376	46	36	27	35.3	1.34	5.0	11.0	26.2
梦洁家纺	4,092	1,039	46	32	24	39.7	1.16	3.9	14.2	26.7
平均			46	35	26	37.5	1.25	5.1	13.0	27.6

资料来源: 中银国际研究

我国家纺产品消费现状

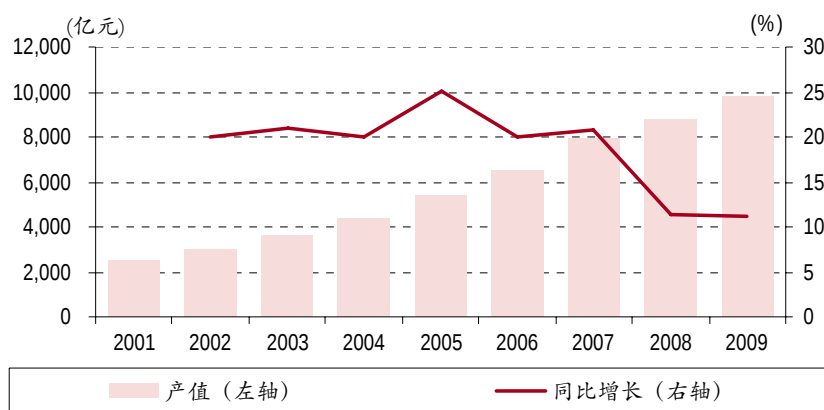
过去十年行业产值保持快速增长

市场规模庞大

产业用纺织品、服装用纺织品和家用纺织品是纺织行业三大组成部分。发达国家服装、家用纺织品、产业用纺织品三类消费(按照纤维消费量计)各占市场消费总量的 1/3 左右。中国纺织工业协会统计数据显示, 2009 年我国家纺行业总产值 9,780 亿元, 同比增长 11%。2001-2009 年行业总产值复合增长率达到 18.6%。但我国目前服装类纺织品纤维消费量约占总量的 65%, 家用纺织品消费量仅占约 23%。

2008 年我国城镇居民床上用品人均支出为 62 元, 仅相当于衣着消费支出的 7%, 在欧美发达国家, 衣着消费与家用纺织品消费支出基本持平。2007 年, 美国消费者大约购买了 10 亿条毛巾和 5.5 亿床单和枕头套, 相当于每个家庭购买至少 9 条毛巾和 5 条床单和枕套。从国内外家纺用品消费的现实差距以及未来发展趋势来看, 我国家纺行业有着巨大的发展空间。

图表 4. 我国家纺行业总产值及增速



资料来源: 中国纺织工业协会, 中银国际研究

家纺消费处于启蒙阶段

我国家居消费理念尚未普及

家纺用品在居民生活定位由强调功能实用性到个性化和生活品位的追求。计划经济时代，床上用品消费往往以单个床单、被套形式购买，家居用品和室内装饰品种类和款式也非常单一，仅仅满足家庭基本功能性需求。90年代以来，家纺行业在产品组合、渠道开发和经营模式上发生显著变化。梦洁、富安娜、罗莱等公司在这一时期相继成立或通过改制进入品牌发展快速通道。

图表 5. 我国家居用品发展历史

60—70 年代	家庭中少量家居装饰用品形式单一，政治意味浓厚
70—80 年代	家纺产品种类有所增加，但款式、搭配及购买渠道单一
90 年代至今	行业在产品线、渠道和经营模式上发生质变，家居产品作为必需品功能性弱化，装饰和舒适性作用得到极大扩展

资料来源：《家用纺织品营销》中国纺织出版社，中银国际研究

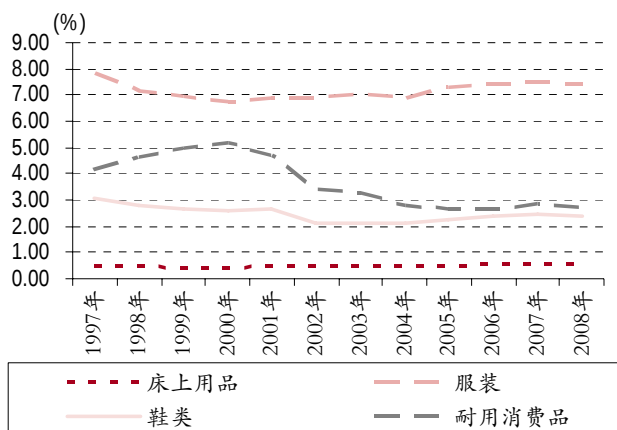
床品消费占比趋势向好，但仍低于 1%

床品消费在居民消费支出比例提高

2005 年以来城镇居民床上用品支出呈现加速增长态势，2005 年开始床品支出增速高于同期居民消费支出。05-08 年人均床上用品年均复合增长率达到 18%。从城镇居民消费支出结构分析，1997 年以来床品支出占比逐步提高。与此形成对比的是，耐用消费品、服装和鞋类支出占比均呈现下降趋势。

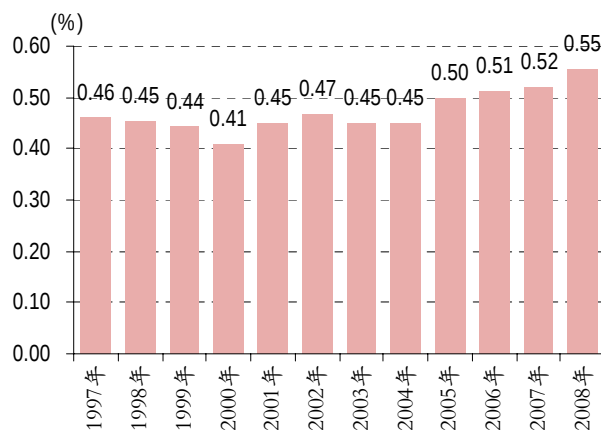
从各品类占支出比例来看，1997 年床上用品占人均消费支出的比例仅为 0.46%，到 2008 年该比例提升到 0.55%，但仍远远落后于服装（7.46%）和鞋类支出（2.41%）占比。

图表 6. 1997-2008 年居民人均消费支出中部分品类占比分析



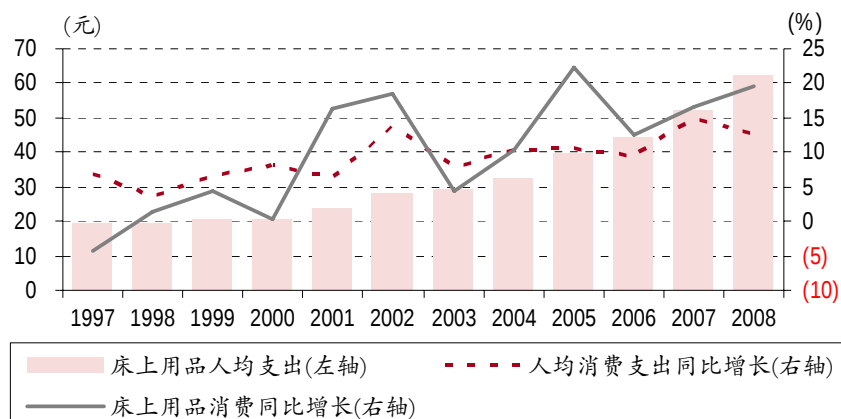
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 1997-2008 年床上用品占消费支出比例



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 1997-2008 年床上用品人均支出



资料来源：国家统计局，中银国际研究

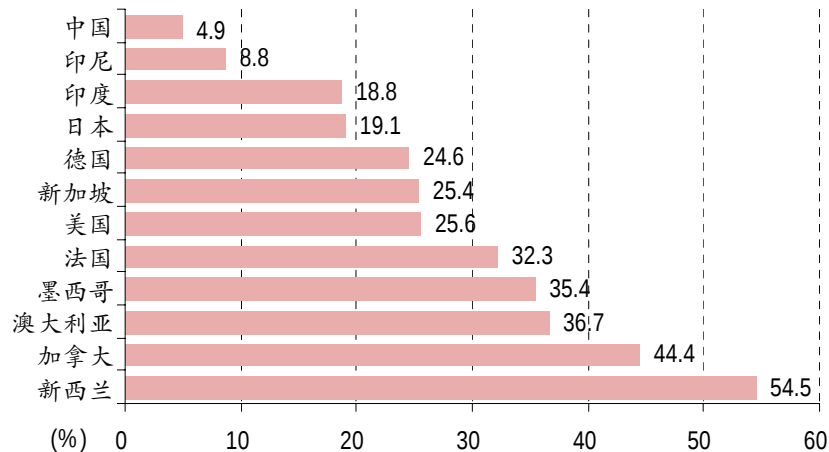
领先企业份额偏低，市场高度分散

行业五强份额仅为 4.9%

纺织行业是典型的劳动密集型行业。我国纺织出口加工产业历史悠久，家用纺织品行业技术壁垒较低，因此整体来来看行业中竞争者众多，中低端市场尤为明显。目前全国共有床上用品生产企业有几千家，绝大多数产值在 200 万至一千万元之间，其中年产值过亿元的企业约 50 家，床上用品生产企业的产业集中度较低。

Euromonitor 数据显示，2005 年中国前五大家具及家居用品企业零售份额仅为 4.9%，在列入统计范围的 37 个国家和地区中领先企业占比最低。如果将统计口径缩小为床上用品类，2008 年床上用品十强品牌在全国重点大型零售企业中合计占有率在 30% 左右。

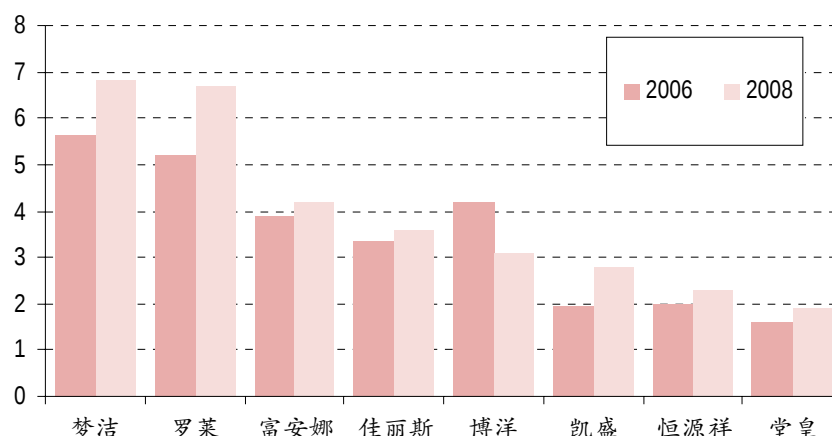
图表 9. 2005 年五大家具及家居用品企业市场份额



注：仅统计零售额占比。

资料来源：Euromonitor，中银国际研究

图表 10. 2006 及 2008 年床上用品领先品牌销售份额



注：该统计以全国重点大型零售企业监测数据为依据；

销售份额以全部被调查商场统计的床上用品零售量为基础计算。

资料来源：中华全国商业信息中心《全国大型零售企业暨消费品市场监测报告》

产品线日趋丰富，但消费仍以套件为主

家用纺织品可细分为床用纺织品类、巾类、厨用纺织品类、帘类、艺类、毯类、帕类、线类、袋类和绒类等十类。对我国消费者床上用品不同产品消费需求进行统计显示，套件类和被芯类是消费需求最多的两大品类，合计占全部床上用品需求的65%。同时，我们对三家上市公司比较分析，09年套件类产品对罗莱、富安娜和梦洁的销售贡献分别达到48%、53%和49%。

“大家居”代表了行业领先的经营模式

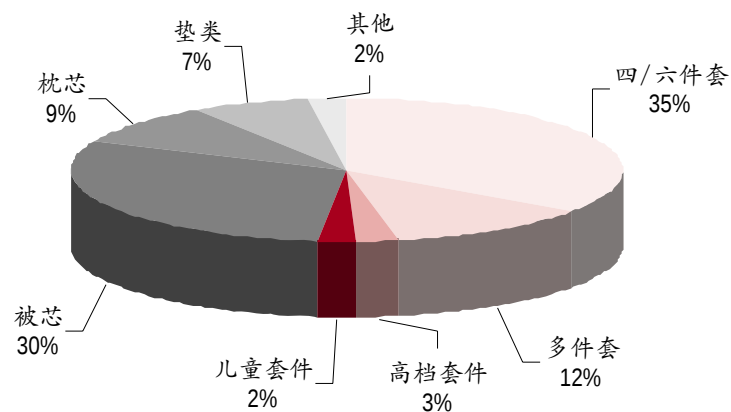
近年来家纺产品床上用品之外的品类日益丰富。部分家纺企业通过以多样化产品组合并加入更多居家氛围和设计元素，引导消费者营造个性化家居体验。这种“大家居”的发展模式强调消费者互动性和体验感受，对家纺经营企业设计能力、产品开发和经营管理提出了更高要求。这一模式顺应了部分对品质生活有较高诉求的消费者的购物习惯，代表了行业领先的经营模式。

图表 11. 家纺产品十大类

床用纺织品类	各种床上纺织用品，如被褥、被套、床单、枕巾、枕套、枕芯、靠垫、被芯等
巾类	毛巾、浴巾、毛巾被、沙滩巾及其他浴洗织物
厨用纺织品类	厨房、餐桌用的各种纺织品
帘类	各种窗帘、装饰帘
艺类	各种布艺、抽纱制品、布艺家具、摆饰，各种垫类、花边等
毯类	各种毯类，包括棉、毛、化纤毯，地毯、装饰毯等
帕类	各种手帕、头巾、装饰巾
线类	各种缝纫线、绣花线、各种带类
袋类	各种纺织品类包、兜、袋
绒类	各种静电植绒面料

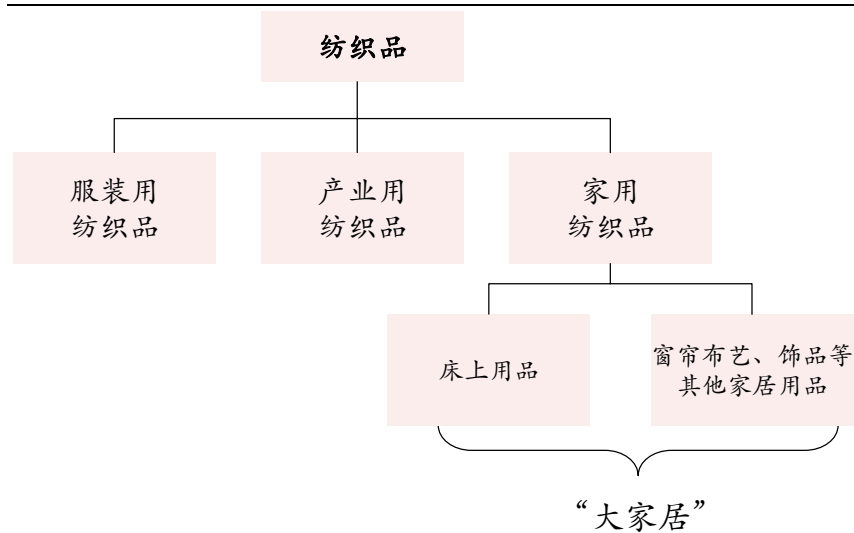
资料来源：《家用纺织品营销》

图表 12. 家纺产品线需求分类统计



资料来源：《家用纺织品营销》

图表 13. “大家居”极大扩充了家纺产品宽度



资料来源：中国纺织工业协会，中银国际研究

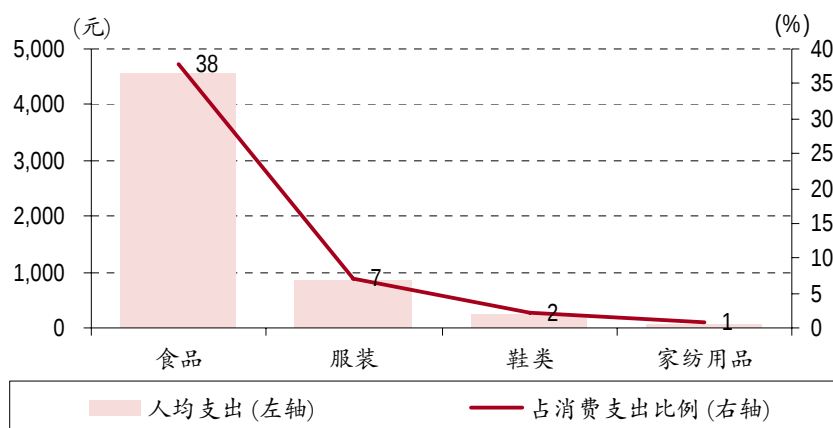
消费者特征区域性研究

区域消费结构趋同，但不同收入群体的支出差异明显

我们选取江苏、浙江、北京、河南和四川五个省(直辖市)为样本,对上述区域城镇居民家纺类产品消费支出情况进行比较分析。从有限的统计数据对比,我们发现上述五个区域消费支出结构非常类似;但是从不同收入群体的支出情况来看,差异较为明显。

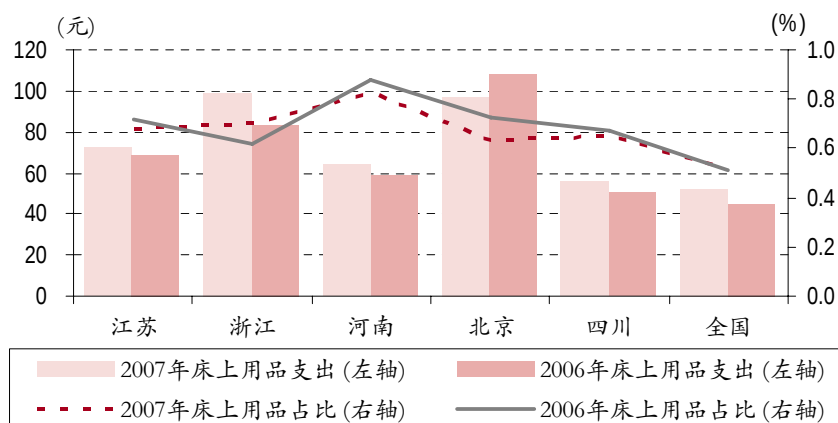
从五个区域横向比较来看,07年浙江省人均床上用品消费支出为99元,较全国平均高出90%;在各地消费支出结构中,河南省床上用品支出占比最高,07年达到0.82%,高于全国0.55%的水平。但是五个省市城镇居民床上用品支出占比均不超过1%(0.63%-0.82%之间)。因此,从居民消费支出的整体结构分析,床上用品支出均处于较低水平。

图表 14. 2008 年江苏省各类支出以及占人均消费比例



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 15. 2007-08 年五省市床品支出与全国对比分析



资料来源：地方统计局，中银国际研究

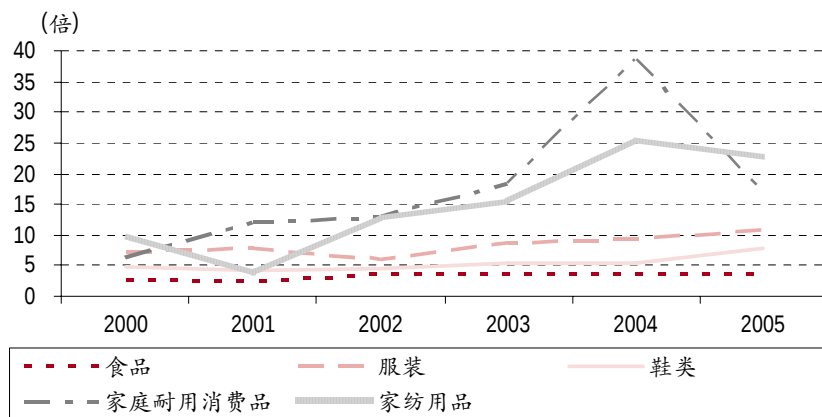
高收入人群家纺用品支出明显增加

家纺用品在高收入群体消费中占比升高

对比不同收入群体床上用品支出情况,高收入群体床上用品类消费支出明显增加,更重要的是,床品支出在消费支出结构中占比也相应增加。我们以商品品类为划分依据,将江苏省城镇居民最高收入组(占调查户总数的10%)与最低收入组(占调查户总数的10%)进行对比。结果显示,不同组别之间食品类支出占比差异很小,而耐用消费品和床上用品类支出差异明显,且2000年这一差距以来呈现扩大的趋势。

我们认为,与食品和服装鞋类相比,不同收入群体对家装和家居投入差距较大可能是产品单价以及消费量差异双重影响的结果。不同收入人均消费支出结构的明显变化反映出高收入群体对家居生活品质的重视以及装修投入增加。

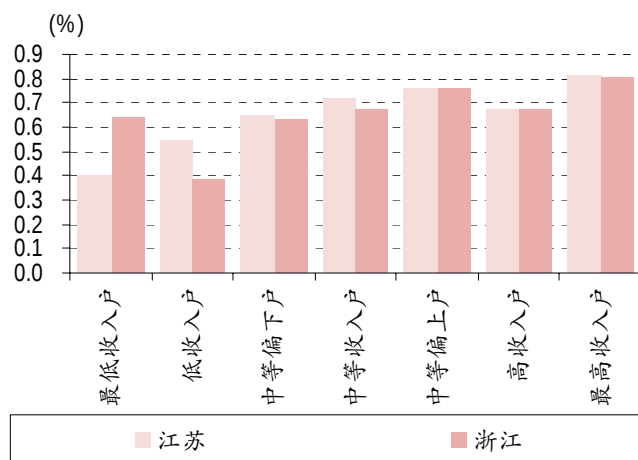
图表 16. 2000-2005 年江苏省不同收入人群各类商品消费差异



注: 该比例以城镇居民最高收入户(占调查户总数的10%)支出/最低收入户(占调查户总数的10%)支出计算

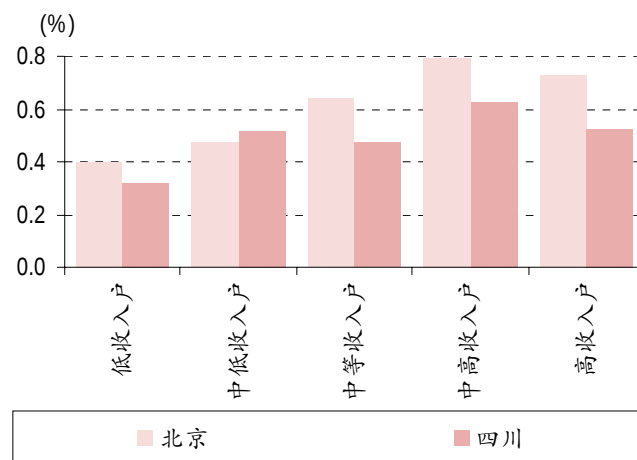
资料来源: 地方统计局, 中银国际研究

图表 17. 2008 年江苏及浙江不同收入群体床上用品占消费支出比例



资料来源：公司数据，中银国际研究

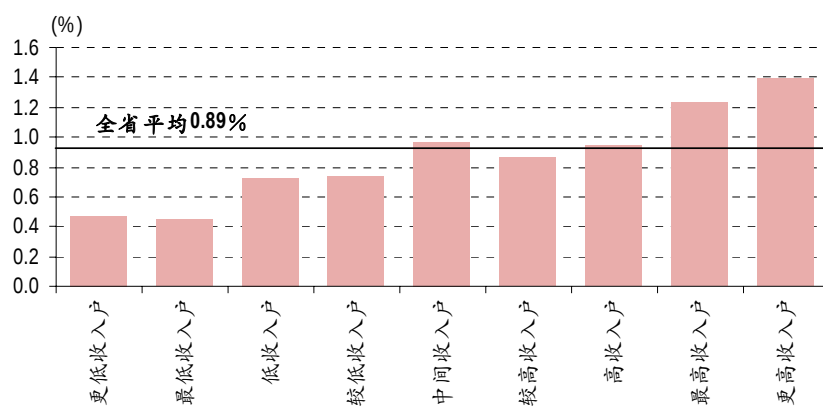
图表 18. 北京及四川不同收入群体床上用品占消费支出比例



注：北京 2008，四川 2007

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 2008 年河南不同收入群体床上用品占消费支出比例



资料来源：公司数据，中银国际研究

渠道为王

百货商场是中高档家纺品牌首选的零售渠道

百货为首选渠道，专卖店增长迅速

现阶段我国主要家纺企业发展战略的核心主要体现在以销售网络搭建为中心的渠道建设。销售渠道可归纳为百货商场（专柜）、专卖店、家居卖场、超市、批发市场、网络销售以及电视购物等。对品牌家纺而言，大中城市百货商场、专卖店和超市（大卖场）是最主要的三类销售渠道。

由于核心客群高度一致，百货商场是中高档家纺品牌首选的零售渠道。根据《家纺时代》统计数据，在上海、南京和沈阳，百货商场占到了品牌家纺用品销售终端的 60-77%。中高档家纺公司通常选择通过开设商场专柜与进入其他渠道的产品形成区分，并通过装潢、产品陈设展示品牌形象并传递品牌文化，借以培养客群。

图表 20. 我国部分大中城市家纺产品主要零售渠道销售占比

(%)	百货商场	专卖店	超市/卖场	批发市场	其他
上海	65	15	11	3	6
南京	60	13	10	9	8
沈阳	77	14	2	4	3

资料来源：《家纺时代》

图表 21. 美国女性选购家纺产品的零售渠道

(%)	浴巾	床单	床罩
平价商店	39	36	30
百货商店	24	23	22
连锁商店	12	12	14
专卖店	8	11	14
特价商店	7	8	8
仓储式购物商店	5	2	1
网上购物	3	5	6
目录直销	1	1	2
其他	1	1	2

资料来源：美国棉花公司家纺产品调查

但是，值得注意的是，对绝大多数的家纺企业而言，百货商场都是强势的谈判对象。在现代百货商品组合中，床品和家居用品占比较低。以金鹰商贸新街口店为例，08 和 09 年该品类销售贡献仅为 1.5%。全部床上用品区域面积通常不超过 1,000 平米且楼层较高，可容纳的品牌非常有限。百货商场对床上用品类扣点率通常在 25-30%。且由于一定区域内符合品牌定位的百货商场相对有限，中高档家纺企业争夺专柜资源的竞争日趋激烈。

部分中高端家纺企业会选择在一定区域形成品牌知名度和顾客群后开设专卖店。直营专卖店品牌形象规范，产品线丰富且系列化程度高，能够全方位传递家纺企业的专业性和品牌形象，是近年来家纺用品发展最快的终端模式。同时，专卖店在租约期内经营保持相对稳定，因此企业自主性较强，回款迅速，并且可以直接控制快速掌握市场动态。

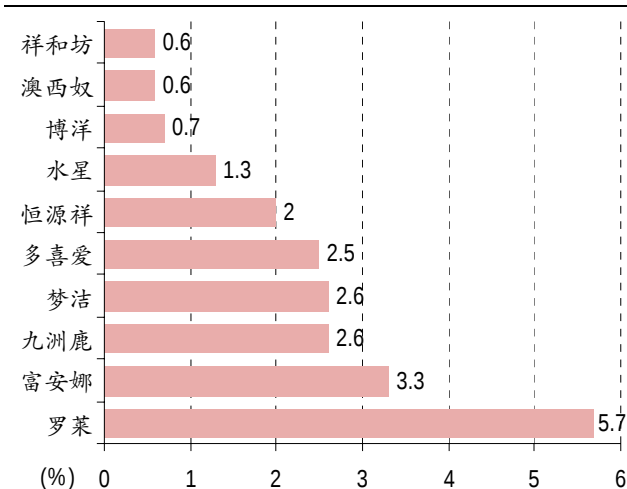
网络购物兴起，团购成为重要销售渠道

直销是企业与消费者双赢的选择

家纺产品以下三个特点符合网络购物要求：1)生活必须品；2)多数产品尺寸标准化程度，易于测量；3)主力成套产品系列化展示需要多样化组合搭配，要求较大的展示空间；4)不强调购物体验。因此，与服装相比，家纺产品更加适合于网络购物。罗莱、富安娜和梦洁已经先后成立了电子商务公司，开拓网络直营渠道。除了网购之外，另一直销模式团购成为重要销售渠道。团购能够聚集分散的消费者集中采购，最大限度减少中间环节的交易成本，是企业与消费者双赢的选择。

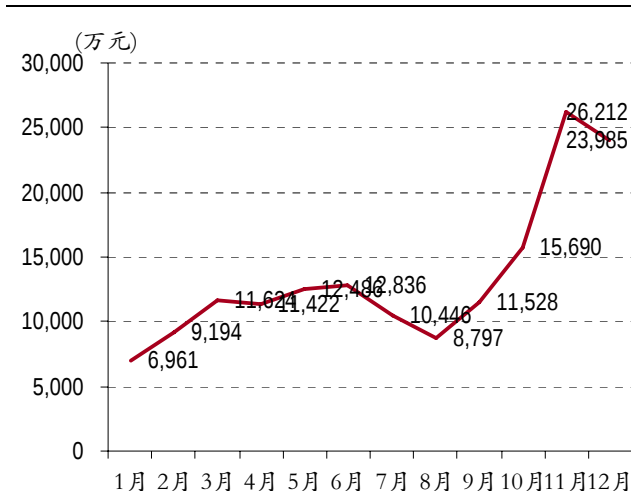
根据淘宝数据魔方统计，2009年通过淘宝网购买家纺产品用户达到 691.7 万户，合计成交 1,473 万笔，共实现交易金额 16.9 亿元。家纺产品购物用户中，当年仅购买一次的占比为 65.1%，人均消费金额在 100 元以下的占比为 74.0%，仍有相当大的成长空间。

图表 22.2009 年淘宝网家纺品牌市场份额前十名



注：统计数据包括 B2C 和 C2C 两部分
 资料来源：淘宝数据魔方，中银国际研究

图表 23. 2009 年淘宝网家纺类产品月度成交金额



注：统计数据包括 B2C 和 C2C 两部分
 资料来源：淘宝数据魔方，中银国际研究

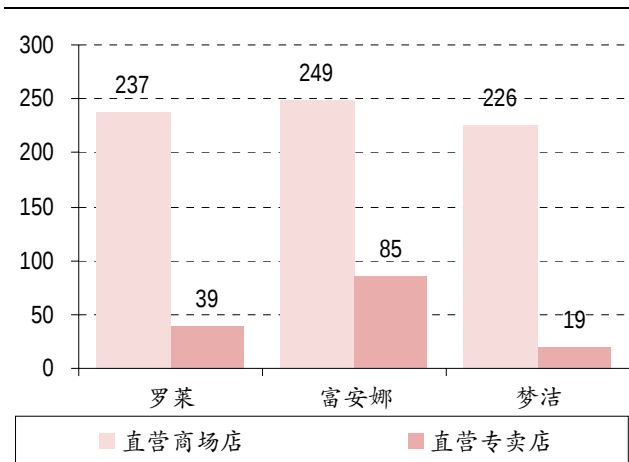
依托加盟发展的渠道选择适合
先阶段行业特征

罗莱加盟领先，富安娜直营居首

从渠道扩张策略来看，罗莱和梦洁均采用“加盟为主，直营为辅”，而富安娜则坚持强调直营业务为重心。由于较早启动特许经营策略，罗莱业已建立了行业第一的销售网络，目前在零售终端数目上较富安娜和梦洁处于绝对优势地位。从 2009 年终端网点数目对比分析，罗莱网点数为 1,810 个，较梦洁（1,662 个）和富安娜（1,124 个）分别高出 8.9%和 61%。

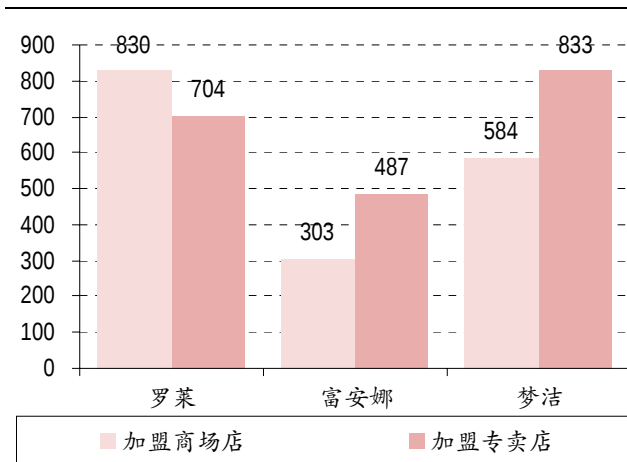
罗莱和梦洁的优势主要来自数目较多的加盟网点，富安娜则以 334 个直营网点居三家中的首位。根据募投扩张计划和我们的盈利预测，上述公司未来三年将保持年均增加 400-500 个网点速度。我们预计罗莱在终端数量上的整体优势将继续保持。

图表 24. 2009 年直营网点数对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 25. 2009 年加盟网点数对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

梦洁对单一市场依赖最大

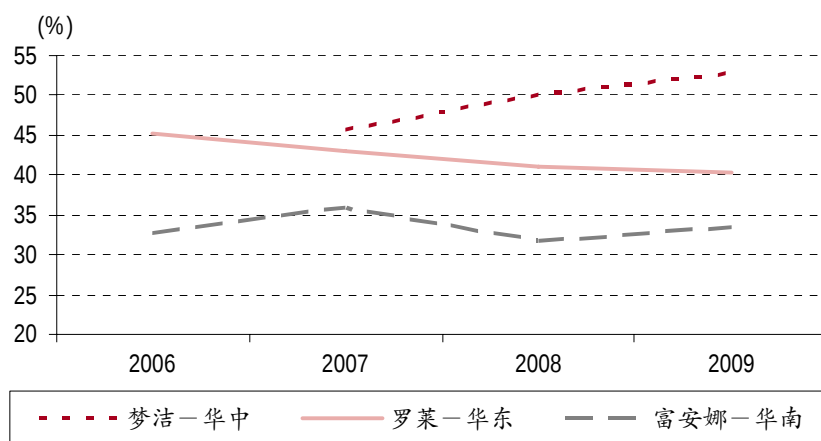
从三家公司收入组成的区域分析，领先家纺品牌仍体现出强烈的区域特征。2009 年第一市场对三家公司销售收入贡献在 33-53%之间，其中梦洁的区域性特征最为明显。我们认为家纺企业区域的领先份额来自于先发优势带来的广泛且成熟连锁网络覆盖，对地方营销媒体大力投入带来的品牌知名度。

三家公司各有侧重

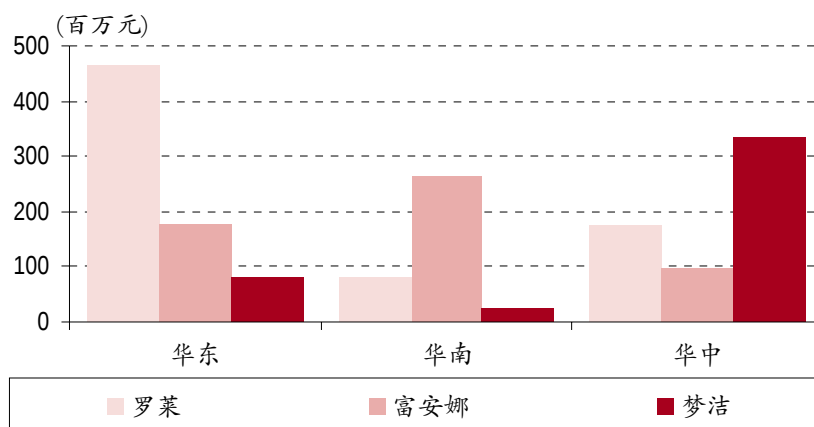
以上海为根据地，罗莱家纺在华东，特别是上海市场处于统治地位。近三年华东市场对公司销售收入贡献均保持在 40% 以上。华南地区是富安娜的核心市场，公司在华南地区布局 286 个网点（直营 138 个、加盟 148 个）。该地区过去三年销售收入贡献率在 30% 以上。梦洁是三家公司中对单一区域市场依赖最大的公司。华中地区占到梦洁家纺 2009 年销售收入的 52.8%。由于华中地区毛利率优于其他区域，该地区对公司毛利的贡献达到 55.2%。长沙、上海和沈阳是梦洁家纺最重要的三个直营城市，其中长沙市占公司华中地区销售收入的 17.6%，占公司总销售收入的 9.3%。

三家公司在优势市场之外，品牌之间又相互渗透，但尚未形成明显的主导区域。由于熟悉当地消费偏好并占据一定的渠道资源，区域性本土家纺企业在一些非重点区域市场仍有一定的生存空间。随着网络扩张和渠道下沉，三家上市公司不可避免将直面区域强势品牌的竞争。考虑到在资金实力、品牌影响力、运营管理以及设计研发等综合实力的优势，我们认为领先企业份额将逐步提升，家纺行业市场集中度会不断提高。

图表 26. 第一大市场收入贡献对比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 27. 2009 年主要市场之收入总量对比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 28. 三家公司网点布局各有侧重

	直营	加盟
罗莱	华东为主要市场，其中上海市占直营网点数的 40%	华东、东北和华北布点较多。全国 31 个省的 500 多个城市，公司开拓了 600 个加盟商
富安娜	华南为核心市场，华东为重点市场；直营网点中 44% 位于华东地区	加盟网点覆盖全国 514 个城市
梦洁	华中地区贡献毛利润的 55%	

资料来源：公司数据，中银国际研究

华东：竞争重点区域

区域覆盖互相渗透将逐步增加

对比三家公司募投项目中渠道发展的区域安排，经济发达且消费能力旺盛的华东市场将成为三家公司竞争重点。从三家公司 2007 年以来主要市场收入增速对比，华东市场均保持了较快增长。这也意味着华东地区竞争将更加激烈。

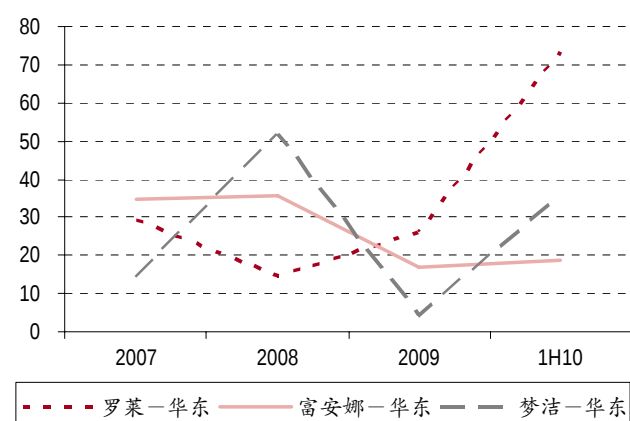
罗莱计划利用上市募集资金 2.7 亿元投入为期两年 136 个直营网点建设，其中上海计划新增网点 39 个（旗舰店 1 家、主力店 1 家、基础店 21 家和店中店 16 家），合计占新增网点数的 28.7%。国内七大区域市场中，华东市场是富安娜收入增长最迅速的区域，因此公司将其视为仅次于华南地区的重点市场，持续增加营销力度。富安娜还在 2004 年成立全资子公司常熟富安娜，在常熟建立生产和物流中心，以保证其“长三角策略”顺利实施。梦洁 2008 年在上海设立全资子公司负责华东区域销售。在募投项目网点建设中，上海也是梦洁最为重视的市场之一，包括商铺购置、租赁专卖和专柜计划在内，公司计划在上海新增 18 个直营网点。

图表 29. 罗莱募投计划网点建设

区域	购置门店数	租赁门店数	小计	备注
华东	5	46	51	上海 39 个、青岛 12 个
西南	2	19	21	重庆 13 个、昆明 10 个
中南	2	29	31	深圳 12 个、长沙 9 个、郑州 9 个
西北		8	8	西安
新增直营市场		25	25	省会级城市
合计	9	127	136	—

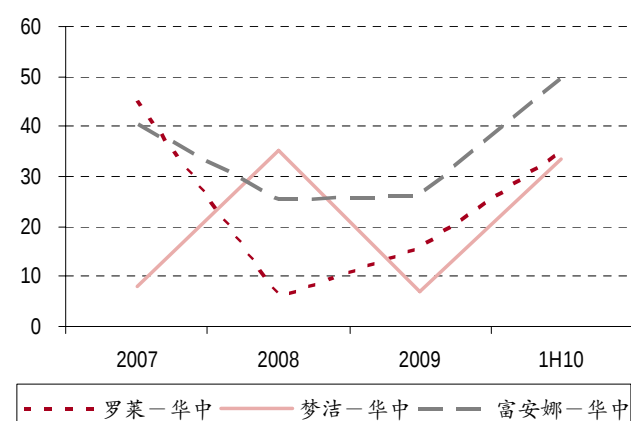
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 30. 主要市场之收入增速对比——华东



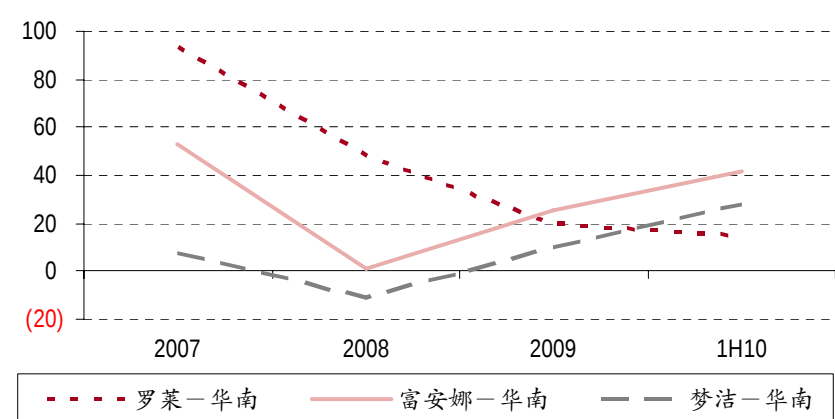
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 31. 主要市场之收入增速对比——华中



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 32. 主要市场之收入增速对比——华南



资料来源：公司数据，中银国际研究

房地产之影响：日本的启示

四大需求中“乔迁”受房地产影响最为明显

替换是最重要的需求

针对我国目前家纺市场发展阶段，家纺产品主要需求分为四大类——替换、乔迁、婚庆和团购礼品。最重要的替换类需求占比为 30-40%，居民生活水平提高带动消费支出增加和消费升级加速是拉动家纺用品更新替换的源泉，也是支持家纺市场蓬勃发展的基石。根据发达国家经验，替换类需求占比可以达到家纺产品总需求的 80%以上。因此，随着我国家纺市场逐步成熟，替换类需求占比将逐步增加。

婚庆需求是独具中国特色的家纺文化

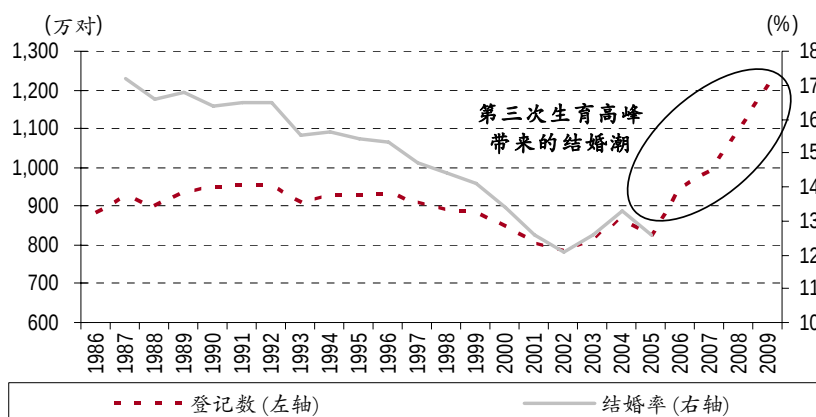
婚庆和乔迁需求各占 20%左右，其中婚庆需求是独具中国特色的家纺文化。绝大部分家纺品牌都有 10-20 款专门针对这一主题的设计。建国以来我国曾经经历了三次生育小高峰。随着第三次生育小高峰时期（1985-1990 年）出生人口步入适婚年龄，2006 年开始我国结婚登记总数创 20 年来新高，达到 945 万对。AC 尼尔森预测我国已经进入新一轮结婚小高潮。

图表 33. 我国家纺产品主要需求来自四个方面

需求分类	占比 (%)	主要影响因素
替换	30-40	居民生活水平提高带动消费者支出增加和消费升级加速，家纺文化和家居文化普及和深入人心
团购礼品	15-20	
婚庆	~20	婚庆需求是独具中国特色的家纺文化，绝大部分家纺品牌都有 10—20 款专门针对这一主题的设计
乔迁	~20	房地产市场波动

资料来源：中银国际研究

图表 34. 2006 年出现结婚小高潮



资料来源：公司数据，中银国际研究

日本人均被子消费量与房地产 成交总量呈正相关

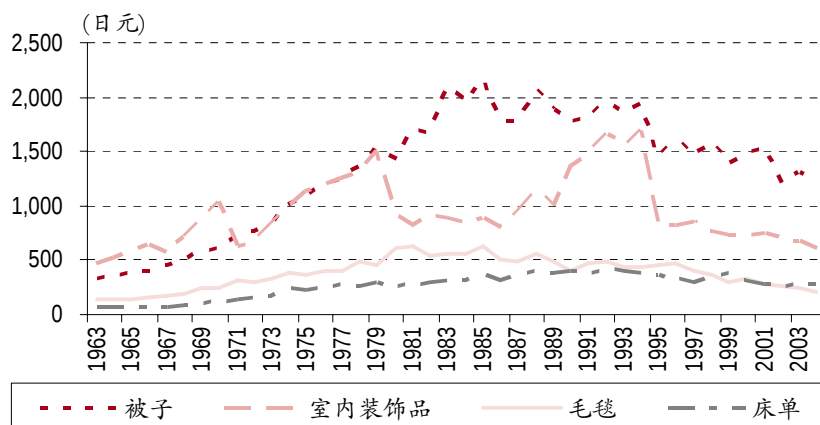
日本之启示

我国房地产市场成交萎缩是短期内家纺市场面临的主要风险。尽管这两者之间关系很难量化，但是我们仍尝试以日本为例，研究房地产市场与居民家纺用品消费量的关系。

需要提示的是，尽管日本的历史文化与中国较为类似，但是由于经济发展阶段、人口构成、消费习惯存在诸多差异，我们并不认为日本是理想的研究参照对象。比如，根据日本内阁府数据，2005年日本家庭床铺渗透率仅为63.7%，这意味着有相当一部分日本人仍选择榻榻米等地床为卧具。因此，日本较西方国家在床单等床上用品需求较少。不过，日本是少数能够提供细分居民消费支出历史数据的发达国家。

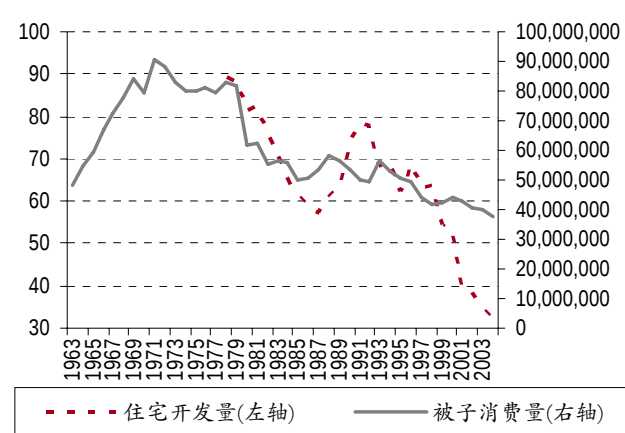
我们选取被子、毛毯、床单和室内装饰品四个品类，从1963-2004年历史区间来看，二十世纪八十年代上述品类人均支出达到高峰。从人均消费量的数据来看，消费高峰出现在1969-1971年间。1971年达到历史峰值(9,048万条)，此后一直呈下滑趋势。这一趋势与1978年以来日本房地产成交总量呈正相关。

图表 35. 1963-2004 年日本主要家纺用品人均支出



资料来源：日本总务省，中银国际研究

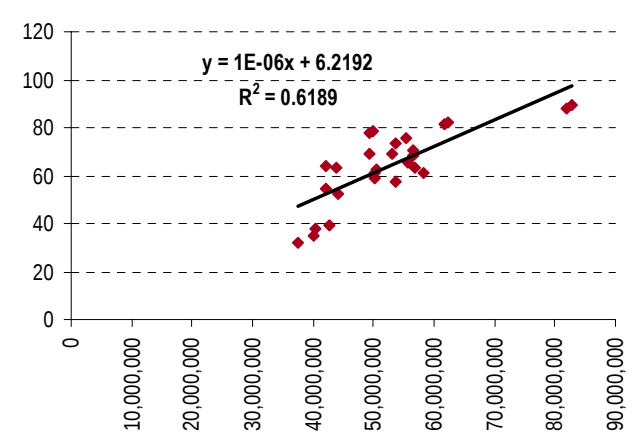
图表 36. 日本人均被子消费量与房地产成交量正相关



注：该成交量数据包括新建住宅、小规模开发住宅、再次开发住宅以及别墅。

资料来源：日本不动产研究所，中银国际研究

图表 37. 日本人均被子消费量与房地产成交量相关性



资料来源：日本不动产研究所，中银国际研究

通过特许加盟快速占领市场

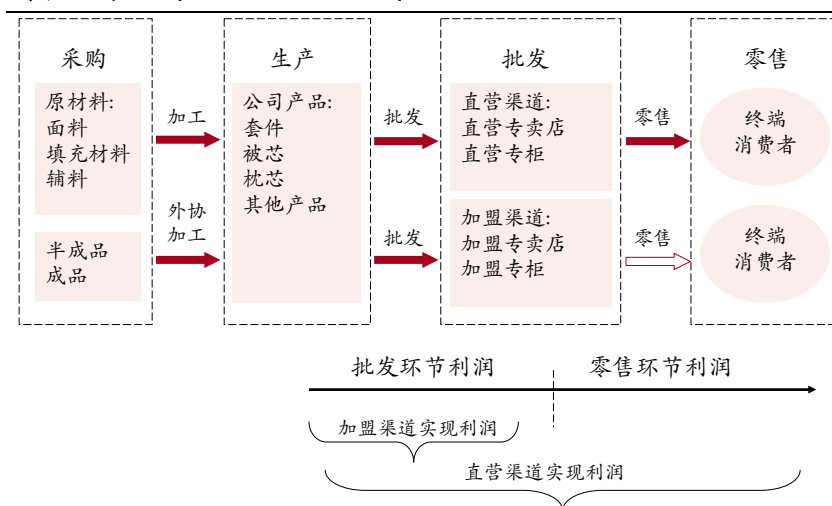
对加盟渠道的管控能力将直接影响到家纺企业未来发展稳定性和成长后劲

在高度分散的市场情况下,通过特许加盟制度快速拓展终端网点是占领市场最为有效的途径。对于处在品牌成长阶段的家纺企业而言,特许加盟制度能够以较少的资金投入快速实现网络扩张和盲点区域的网络覆盖,迅速扩大市场份额;同时,家纺企业从加盟商处赚取批发环节利润。

目前三家家纺上市企业一半以上收入来自加盟渠道贡献。2009年,罗莱和梦洁加盟渠道收入贡献分别为81%和76%,富安娜加盟收入贡献为58%。因此,对加盟渠道的管控能力将直接影响到家纺企业未来发展稳定性和成长后劲。

家纺产品一般采用成本加成的定价方法,在生产成本基础上经过多个系数调节,其中区域调节系数是重要环节。三家家纺企业中,梦洁在直营和加盟渠道毛利率水平均落后与其他两家。我们认为从核心市场经济发展水平和消费能力分析,梦洁主导市场华中地区均明显落后于华东和华南区域,从而影响了公司的产品定价策略。从图表39可以看出,华东和华南市场对罗莱、富安娜和梦洁收入贡献比例分别为52.1%、54.7%和20.9%。

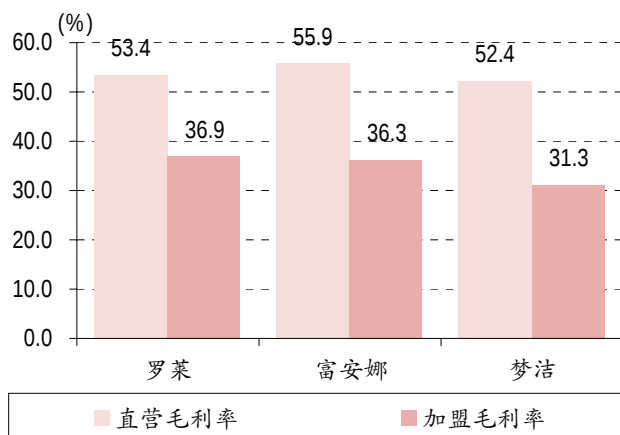
图表 38.典型家纺企业盈利模式



注:1. “”表示公司目前享有盈利环节; “”表示由加盟商享有的盈利环节。

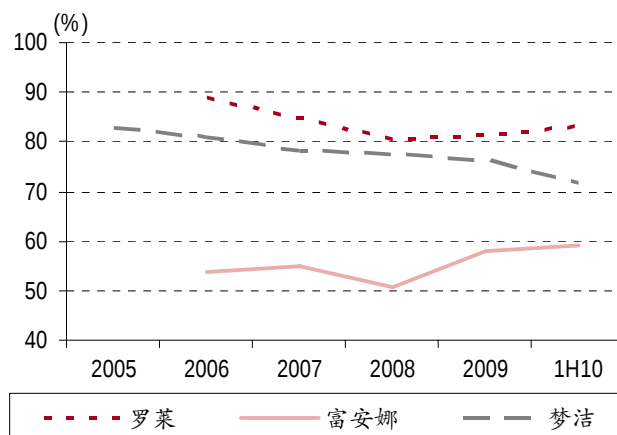
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 39. 2009 年直营和加盟渠道毛利率对比



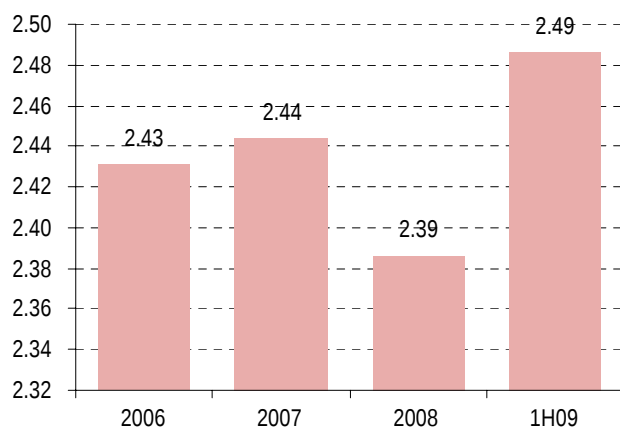
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 40. 加盟渠道销售占比



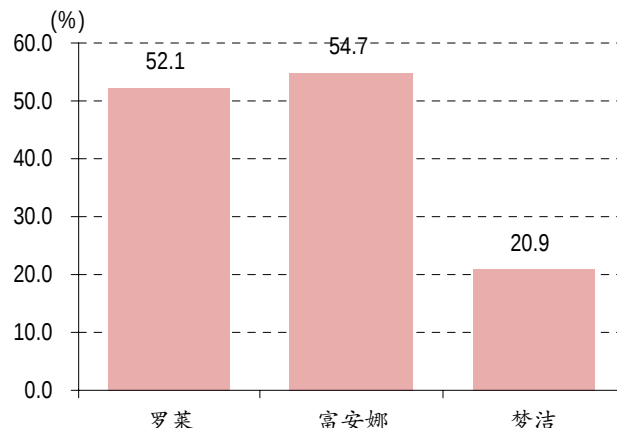
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 41. 罗莱平均单个加盟商经营网点数



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 42. 2010 年上半年三家公司华南和华东区域收入贡献



资料来源：公司数据，中银国际研究

加盟政策差异

梦洁信用期的规定较为宽松，
罗莱的退换货条款最为严格，
富安娜在店员培训方面制度化
较强

根据招股书中披露的资料，我们从收款及信用政策、保证金要求、退换货条件和培训支持等方面，对三家公司加盟政策进行对比。值得注意的是，由于披露尺度的不同，我们的比较可能无法真实反映相关企业差别。在收款和信用政策方面，尽管三家公司均实行先款后货的支付原则，但是满足一定条件的加盟商可以享受不同额度的信用政策。在信用期的规定上，梦洁较为宽松。三家公司中，罗莱的退换货条款最为严格，富安娜在店员培训方面制度化较强。

图表 43. 三家公司加盟政策部分条款比较

	收款以及信用政策	保证金	退/换货条款	店员培训制度
罗莱	先款后货, 信用期不超过 1 个月	NA	换货期为 240 天; 仅质量问题和加盟商解约允许退货	公司定期提供产品展示和销售人员必要的培训
富安娜	先款后货, 信用期不超过 1 个月	2-5 万	新加盟商开业 3-5 个月内允许 20% 退货	开业时、开业中、新品上市予以培训, 同时每年不少于 4 次的现场支援和协助管理
梦洁	因授信额度导致的应收账款 3-6 月内结清	2-3 万	新品自收货之日起 60-90 日可接受退货, 正常产品自收货之日起 60 日内, 退货比例不超过调拨总额的 10%	每年两次全国性集训

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

渠道策略对资产运用效率的影响

对家纺企业而言, 渠道发展策略 (直营和加盟、专卖店和专柜终端选择) 对其资产运用效率将产生系列影响。我们将三家公司 2009 年库存、应收以及应付账款周转天进行对比, 得出以下结论:

- 1) 由于加盟商通常采用先款后货的付款方式, 直营网点占比较高将直接导致库存压力增加。富安娜由于直营渠道规模最大, 库存周转速度明显落后于以特许加盟渠道为主的罗莱和梦洁;
- 2) 对家纺公司而言, 百货商场通常有 30-45 天的帐期, 大卖场/超市渠道帐期可能超过 60 天。因此, 商场专柜网点较多的公司应收账款将相应增加。2009 年富安娜、罗莱和梦洁直营专柜/直营专卖的比例分别为 2.9、6.1 和 11.9。梦洁直营网点中商场专柜比例最高, 因此公司应收账款周转天数落后于其他两家;
- 3) 2008 及 2009 年梦洁应付账款周转天数显著增加, 分别达到 101 天和 120 天, 远远高于 2005 和 2006 年的 65 天。我们判断可能意味着公司对上游原材料以及加工供应商款项占用增加。

图表 44. 营运能力比较

(天)	富安娜	罗莱	梦洁
库存周转天数	86	124	151
应收账款周转天数	8	17	19
应付账款周转天数	50	43	120
现金营业周期	45	97	51
营业周期	94	141	171

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

渠道策略主要通过经销商渗透
进入空白市场

渠道扩张主要来自发展新的加盟商

加盟网点增加主要来自新拓展(新的加盟商加入)以及深拓展(原有加盟商开店)两个方面。从罗莱 2006 年以来加盟业务发展情况分析, 09 年 6 月底加盟网点数由 2006 年的 1,043 个增加到 1,492 个, 但是加盟商数量也呈现同步增长。因此平均单个加盟商经营网点数始终保持在 2.4-2.5 家。富安娜和梦洁 2009 年加盟商平均经营网点数分别为 1.74 家和 2.2 家左右。

我们判断上述公司加盟渠道扩张主要来自发展新的加盟商加入。家纺公司能够从订货数量等方面对加盟商做出要求, 从而促使原有加盟商发展新网点。但是由于公司对单个加盟商授权区域有严格规定, 对加盟商而言网点往往增加意味着原有网点业绩摊薄。因此, 我们判断渠道渗透进入空白市场将是以加盟为主要渠道的家纺企业未来主要的扩张策略。

提价以及结构优化拉动盈利改善

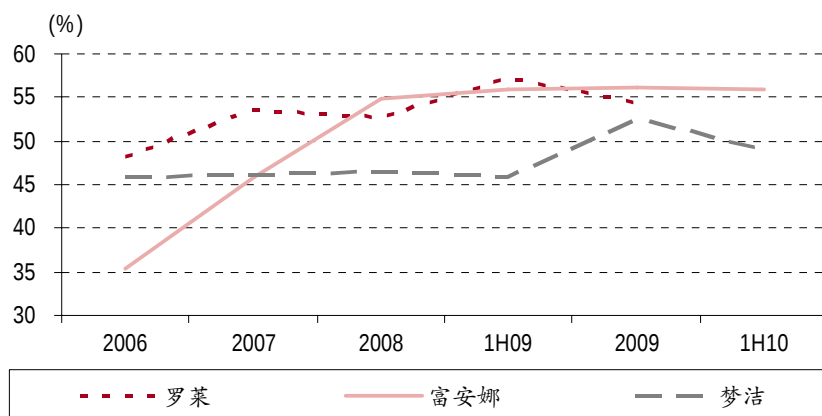
毛利率稳中有升

领先家纺企业通常能够通过新品定价中调拨价系数调整传导成本上涨压力，商品结构优化也是毛利率提升的重要原因

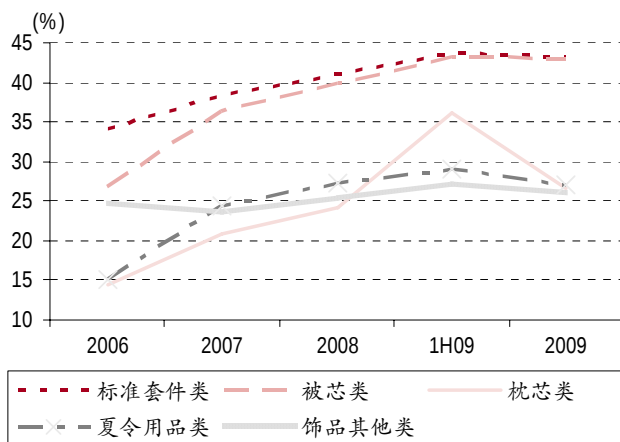
2006 年以来三家公司直营业务毛利率均保持平稳增长。2009 年金融危机对整体消费环境造成冲击，三家公司也加大中低端产品促销力度以及调整营销策略。不过，我们看到 2009 年罗莱、富安娜和梦洁直营业务毛利率分别提高了 1.7、1.4 和 5.9 个百分点。我们认为单价上涨以及结构优化是带动家纺公司毛利率改善的主要原因：

- 1) 家纺公司不断增加新品推出的频率，新产品定价通常高于原有产品；
- 2) 套件、被芯等高毛利率产品比重增加；
- 3) 依托研发团队，对产品花型、印染工艺进行提升，并增加产品中新材料、保健功能的应用，从而提高产品档次。

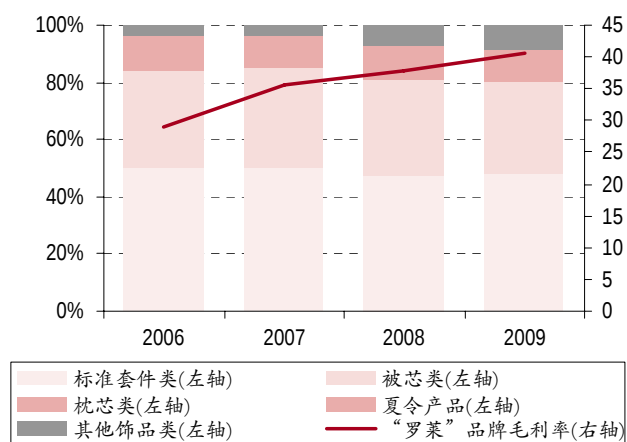
图表 45. 三家公司直营毛利率对比



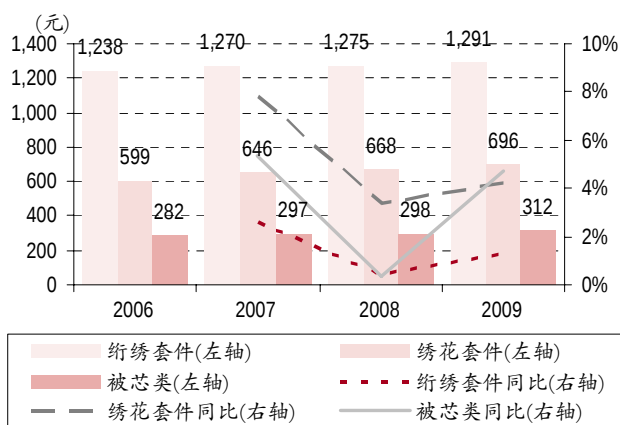
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 46. 2006-2009 年“罗莱品牌”分产品毛利率


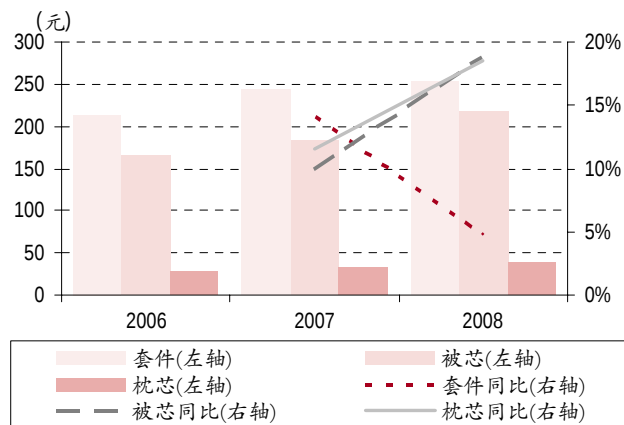
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 47. “罗莱”各类产品占比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 48. 2006-2009 年梦洁产品单价及增速


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 49. 2006-2008 年富安娜产品单价及增速


资料来源：公司数据，中银国际研究

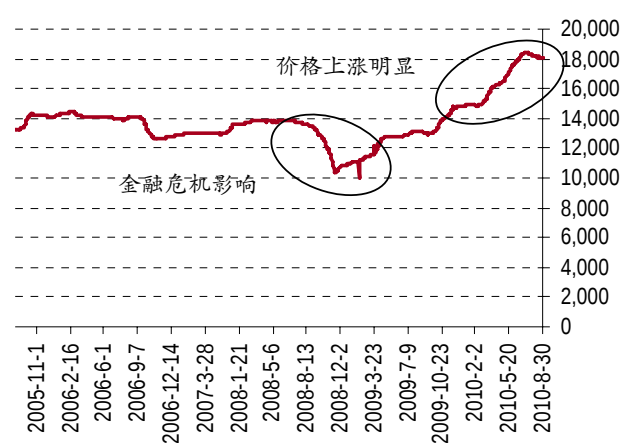
2010 年面临原材料价格上涨压力

家纺产品原材料主要分为坯布和填充物两类，合计占原材料成本的 90% 左右，其中坯布和填充物占比分别为 80% 和 10%，其余部分还包括电力等能源成本。

2005-08 年上半年家纺产品主要原材料价格保持平稳。受到全球经济危机的影响，08 年 10 月份开始坯布、成品面料、填充料等大宗原材料价格开始出现普遍下降。08 年年底坯布价格相比 2008 年三季度末下降约 5-10%、化纤价格下降约 20%、真丝价格下降约 8-12%、而印染价格则回归到 2007 年的水平。

随着经济回暖以及出口复苏,今年年初以来主要原材料价格均出现不同程度的上涨。以全球纺织网公布的棉花 328 指数来看,2010 年 8 月 30 日该指数达到 18,018 元/吨,较 08 年 11 月低点上涨超过 80%,较 05 年以来的均值也升高了 30%以上。因此,2010 年家纺生产企业将面临近 05 年以来最为严峻的成本压力。领先家纺企业通常能够通过新品定价中调拨价系数调整传导成本上涨压力。今年上半年梦洁和富安娜新品价格平均上涨 5-15%,罗莱对产品价格的调整也将在下半年体现。

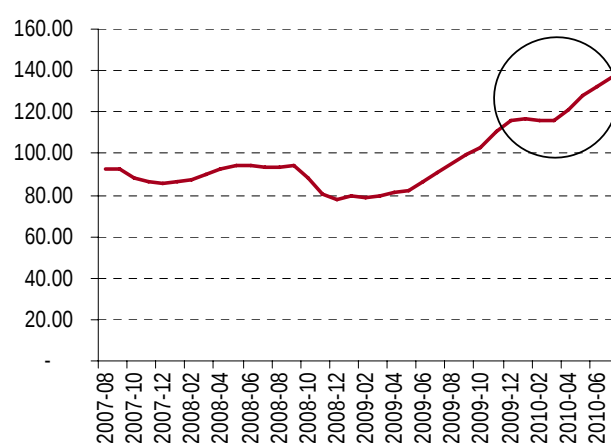
图表 50. 中国棉花 CC Index328 指数



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

图表 51. 茧丝价格指数



资料来源：商务部市场运行司，中银国际研究

2010年9月14日

罗莱家纺

大家纺战略先行者

A
买入

002293.SZ-人民币 64.19

目标价格:人民币 72.60

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

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

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(%)	56	10	18	84
相对新华富时A50指数(%)	81	9	15	100

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	140
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	2,253
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
上海罗莱投资控股	57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

罗莱家纺较早进入特许加盟模式, 在网点数量、全国性区域布局方面处于行业领先地位。公司营销策略灵活, 通过授权和代理品牌搭建了分层次多渠道的品牌矩阵, 是大家纺战略的先行者。首次评级买入。

支撑评级的要点

- 在坚持“罗莱”为核心品牌的同时, 公司从2004年开始通过代理品牌和授权品牌的经营, 快速构建多品牌矩阵。公司针对旗下品牌在产品定位、价位和目标消费群方面的差异实行有针对性的营销策略, 有助于覆盖多样零售终端渠道, 从而最大限度扩大市场份额。
- 我们预计2010-2012年公司新开门店437家、469家和532家, 相当于总网点数量分别同比增加24%、21%和20%。公司将在未来三年侧重直营渠道发展, 逐步将直营业务收入贡献由09年的16%提升到20%。公司长期目标是直营渠道收入占比达到30%。
- 今年上半年成立了电子商务全资子公司通过网络直销和邮购目录的形式探索新兴渠道。网购品牌罗孚(LOVO)定位大众市场, 并且其床上用品和家居用品产品组合丰富。我们看好网络直营业务的发展前景。

评级面临的主要风险

- 历史网点数据披露不够充分可能会影响我们预测。
- 我们的盈利预测未考虑潜在的并购活动的影响。

估值

- 基于39倍2011年市盈率, 我们将目标价格设为72.60元, 首次评级买入。

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)	903	1,145	1,491	1,918	2,449
变动(%)	20	27	30	29	28
净利润(人民币 百万)	110	145	196	261	358
全面摊薄每股收益(人民币)	0.815	1.006	1.394	1.861	2.552
变动(%)	32.6	23.5	38.5	33.5	37.1
全面摊薄市盈率(倍)	78.8	63.8	46.0	34.5	25.2
每股现金流量(人民币)	0.77	0.96	1.17	1.59	2.50
价格/每股现金流量(倍)	83.2	67.1	54.7	40.3	25.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.4	40.6	29.1	21.5	15.4
每股股息(人民币)	0.000	0.700	0.418	0.558	0.766
股息率(%)	0.0	1.1	0.7	0.9	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资源整合打造多品牌平台

在坚持“罗莱”为核心品牌的同时，公司从 2004 年开始通过代理品牌和授权品牌的经营，快速构建多品牌矩阵。通过差异化定位和有针对性的营销策略，代理和授权品牌销售收入迅猛增长，2006-2009 年销售收入复合增长率达 73%，增速远远高于“罗莱”品牌的 23%。因此，代理和授权品牌的收入贡献也由 06 年的 6% 提高到 16%。

多品牌策略最大优势在于满足消费者差异化和个性化诉求。同时，公司针对旗下品牌在产品定位、价位和目标消费群方面的差异实行有针对性的营销策略，有助于覆盖多样零售终端渠道，从而最大限度扩大市场份额。特别是在中高端品牌聚集的百货商场渠道，公司能够借助多品牌组合最大限度扩大专柜面积，从而形成相对垄断优势并增加与零售渠道的谈判砝码。另外，罗莱还能够通过代理和授权品牌学习借鉴设计理念和品牌运作方面的经验。

旗下品牌介绍

品牌	归类	推出/（代理/授权）时间	2010 年上半年销售贡献	产品风格和目标客户	主要渠道	其他
罗莱	核心品牌	1992	82.6%	以欧式风格为主，分四大系列，侧重中高收入群体	商场店和专卖店	纯真风格系列覆盖儿童和青少年群体
雪瑞丹 (SHERIDAN)	代理品牌	2004	5.0%	侧重高档消费群体	截至 09 年中期门店 90 多家，主要为商场店	中国大陆以及港澳台地区独家代理商，拥有排他权。无品牌代理费。代理协议有效期 2003 年 10 月至 2013 年 10 月
尚·玛可 (SAINT MARC)	授权品牌	2004	5.1%	中档，针对年轻城市白领阶层	截至 09 年中期门店数量近 150 个，加盟商 100 多家；商场店和专卖店	亚洲地区生产、销售和研发的独家授权，不支付授权费
迪士尼 (DISNEY)	授权品牌	2006	4.8%	大众品牌，以轻松、快乐、梦幻为品牌理念	截至 09 年中期拥有 100 家专卖和商场店，并进入超市渠道	非排他授权，按照 12% 的费率支付品牌授权费
LOVO	自有品牌		-	大众品牌	邮购目录和网络直销	2009 年网络销售约 2000 万元
其他品牌	来源地		合计 2.4%	主要产品		
— 欧恋纳	意大利			床品		
— 克里斯蒂	英国			巾类		
— ZUCCHI	意大利			床品		
— SOREMA	葡萄牙			洗浴类		
— MILLEFIOR	意大利			家纺配套产品蜡烛和家用香料		
— ROSE	日本			被套和被芯		
— PIKOLIN	西班牙			床垫		
— 华纳 (WARNER)	美国			床品		

资料来源：公司数据

终端规模最大，扩张空间广阔

在三家上市家纺企业中，罗莱在网点数量和覆盖区域方面优势明显，从2009年终端网点数目对比分析，罗莱网点数为1,810个，较梦洁（1,662个）和富安娜（1,124个）分别高出8.9%和61%。即便如此，罗莱仍拥有广阔的渠道拓展空间。

截至09年6月30日，罗莱拥有的1,492个网点也仅仅覆盖了约540个城市；其231个直营网点覆盖全国23个，但其中15个省（直辖市）网点数为1-2家。根据罗莱公司网站分地区渠道覆盖情况的统计也印证了我们的观点。公司将全国31个省（直辖市）划分为2,351个片区（按照地级市、县及市辖区分割），其中72%的片区（1,667个）仍为空白区域。假设公司在每个空白区域开设两个网点，相当于网点数较09年增加将近一倍。

灵活的渠道策略和营销手段

1998年罗莱于行业内较早引入了特许加盟业务，并始终坚持“特许加盟和直营并存，以特许加盟为主”的渠道发展策略。从罗莱2006年以来加盟业务发展情况分析，公司平均单个加盟商经营网点数始终保持在2.4-2.5家，高于富安娜1.74家，显示出公司渠道控制力较强，且加盟商综合实力优于同业。公司营销手段多元化，通过每年两次的大型促销活动有效聚拢人气并提升产品知名度。

南通产业集群的资源优势

罗莱生产基地位于江苏南通。南通市下辖的通州和海门是我国主要的家纺产业集群中的两个。南通市家纺产业分布于海门、通州、启东、如东、如皋、海安六县（市）和崇川、港闸、市开发区三区，集群于海门、通州交界处的三星镇叠石桥周边地区。经过多年发展，南通家纺业已实现生产规模化、分工社会化、设备智能化、产品系列化和营销国际化，已形成纺织、印染（整）、研发、加工、机械、包装和销售为一体的完整产业链。位于家纺产业集群地，使公司在产品配套、原材料供应、技术人员招聘、资讯收集等方面保持有利的竞争优势。

电子商务平台率先投入运营

公司积极拓展销售渠道,今年上半年罗莱成立了全资子公司上海罗孚电子商务公司(罗孚公司)通过网络直销和邮购目录的形式探索新兴渠道。上半年罗孚公司实现销售收入约 1,200 万元,亏损 66.9 万元。网购品牌罗孚(LOVO)主力套件价位在 500-800 元,适合大众市场需求,并且其他床上用品和家居用品产品组合丰富。由于网络直销业务刚刚起步公司前期营销费用投入较大,我们预计电子商务业务需要 2 年左右培育期,我们看好该业务长期发展前景。

盈利预测

我们盈利预测的主要假设包括:

1. 2010-2012 年新开门店 437 家、469 家和 532 家,相当于总网点数量分别同比增加 24%、21%和 20%;公司对募投项目直营网点扩张计划中部分网点地点做出调整,我们仍假设今明两年直营网点合计新增面积 23,440 平米,其中 2010 和 2011 年各占 45%和 55%;
2. 假设新店均于年中开业,产生半年贡献;
3. 根据募投项目效益分析,新开门店坪销开业当年坪销 0.86 万元/平米,加盟店坪销采用 0.67 折算系数。

预测摘要

新增网点数	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营	NA	NA	60	67	69	82
加盟	206	149	136	370	400	450
新增网点合计	NA	NA	196	437	469	532

网点总数

直营小计	NA	216	276	343	412	494
直营增速 (%)	NA	NA	27.8	27.0	21.0	20.0
加盟小计	1,249	1,398	1,534	1,904	2,304	2,754
加盟增速 (%)	19.8	11.9	9.7	24.1	21.0	19.5
网点数合计		1,614	1,810	2,247	2,716	3,248
合计增速 (%)			12.1	24.1	20.9	19.6

主营业务收入(人民币 百万)

直营收入	92	141	183	256	348	470
加盟收入	632	736	913	1,206	1,541	1,947
外贸收入	22	25	49	29	30	32
合计	746	903	1,145	1,491	1,918	2,449

毛利率 (%)

直营业务	53.6	52.7	54.4	54.9	55.9	56.0
加盟业务	33.1	34.8	36.9	37.1	38.1	38.3
主营综合毛利率	35.7	37.6	39.8	40.2	40.4	41.6

费用率 (%)

营业税金	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
销售费用	14.0	15.1	17.6	17.1	16.8	16.8
管理费用	5.3	5.6	4.8	4.6	4.4	4.3
销售及管理费用率	19.3	20.7	22.3	21.6	21.2	21.1

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	903	1,145	1,491	1,918	2,449
销售成本	(568)	(697)	(903)	(1,156)	(1,444)
经营费用	(189)	(252)	(317)	(399)	(506)
息税折旧前利润	146	196	271	363	498
折旧及摊销	0	(8)	(11)	(15)	(20)
经营利润(息税前利润)	146	188	260	348	479
净利息收入(费用)	(1)	2	3	3	4
其他收益/(损失)	(7)	8	0	0	0
税前利润	137	197	264	352	482
所得税	(26)	(51)	(66)	(88)	(121)
少数股东权益	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)
净利润	110	145	196	261	358
核心净利润	114	141	196	261	358
每股收益(人民币)	0.784	1.033	1.394	1.860	2.550
核心每股收益(人民币)	0.815	1.006	1.394	1.860	2.550
每股股息(人民币)	0.000	0.700	0.418	0.558	0.765
收入增长(%)	20	27	30	29	28
息税前利润增长(%)	26	29	38	34	37
息税折旧前利润增长(%)	26	34	39	34	37
每股收益增长(%)	29	32	35	33	37
核心每股收益增长(%)	33	23	39	33	37

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	79	1,067	1,101	1,131	1,215
应收帐款	65	92	116	149	190
库存	213	260	322	428	555
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	356	1,419	1,539	1,708	1,961
固定资产	83	115	155	208	288
无形资产	13	12	25	36	47
其他长期资产	6	0	0	0	0
长期资产总计	102	128	180	244	335
总资产	458	1,547	1,719	1,951	2,296
应付帐款	155	209	278	369	519
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	6	8	10	13
流动负债总计	157	215	285	379	531
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	105	140	140	140	140
储备	193	1,187	1,291	1,430	1,620
股东权益	298	1,328	1,431	1,570	1,761
少数股东权益	3	4	2	3	4
总负债及权益	458	1,547	1,719	1,951	2,296
每股帐面价值(人民币)	2.12	9.46	10.20	11.19	12.54
每股有形资产(人民币)	2.03	9.37	10.02	10.93	12.21
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.56)	(7.60)	(7.84)	(8.05)	(8.66)

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	137	197	264	352	482
折旧与摊销	0	8	11	15	20
净利息费用	1	(2)	(3)	(3)	(4)
运营资本变动	(16)	(23)	(68)	(108)	(94)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(14)	(46)	(63)	(87)	(121)
经营活动产生的现金流	108	134	140	168	282
购买固定资产净值	0	27	45	60	90
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(33)	(62)	(90)	(120)	(180)
投资活动产生的现金流	(33)	(35)	(45)	(60)	(90)
净增权益	0	917	0	0	0
净增债务	(63)	917	0	0	0
支付股息	43	21	59	78	107
其他融资现金流	(29)	(968)	(117)	(157)	(215)
融资活动产生的现金流	(49)	887	(59)	(78)	(107)
现金变动	26	986	37	30	85
期初现金	44	79	1,067	1,101	1,131
公司自由现金流	75	101	99	112	196
权益自由现金流	11	1,018	99	112	196

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	16.1	17.1	18.2	18.9	20.3
息税前利润率	16.1	16.4	17.5	18.2	19.5
税前利润率	15.2	17.2	17.7	18.4	19.7
净利率	12.2	12.7	13.1	13.6	14.6
流动性(倍)					
流动比率	2.3	6.6	5.4	4.5	3.7
利息覆盖率	85.1	18,811	500.4	670.0	920.3
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	0.9	5.4	4.3	3.4	2.6
估值(倍)					
市盈率	81.9	62.1	46.0	34.5	25.2
核心业务市盈率	78.8	63.8	46.0	34.5	25.2
目标价对应核心业务市盈率	89.1	72.2	52.1	39.0	28.4
市净率	30.2	6.8	6.3	5.7	5.1
价格/现金流	83.2	67.1	54.7	40.3	25.7
企业价值/息税折旧前利润	61.4	40.6	29.1	21.5	15.4
周转率					
存货周转天数	126.1	123.9	117.8	118.5	73.3
应收帐款周转天数	23.3	25.0	25.4	25.2	25.3
应付帐款周转天数	54.9	58.0	59.6	61.5	66.1
回报率(%)					
股息支付率	0.0	67.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	41.7	17.8	14.2	17.4	21.5
资产收益率	28.9	13.9	12.0	14.2	16.9
已运用资本收益率	54.1	23.2	19.1	23.5	29.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010年9月14日

富安娜

侧重直营的渠道模式

A
买入

002327.SZ - 人民币 40.71

目标价格:人民币 45.60

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

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

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(%)	33	9	21	-
相对新华富时	58	8	17	-
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	134
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,376
3个月日均交易额(人民币 百万)	36
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
林国芳夫妇	62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

随着连锁网络扩张,以“长三角战略”和“珠三角战略”并行,意在巩固华南和华东两个最重要的销售大区,同时辐射周边区域,加强在华北和华中空白市场覆盖。首次评级买入。

支撑评级的要点

- 富安娜坚持“直营与加盟并存”的营销模式,直营业务收入占比将保持在 40%左右,保证公司对终端网络的控制力和营销网络的稳定性。
- 我们预计 2010-2012 年新开门店 470 家、465 家和 460 家。相当于总网点面积增加 54%、35%和 26%。
- 普惠型股权激励计划将员工持股范围由高层管理人员扩大到区域经理、品牌经理、设计团队和门店店长在内的中层管理团队。激励机制实行有利于提高团队凝聚力并保证公司策略的有效执行,有利于提升企业长期竞争力。
- 2003 年公司已经对所有的直营专卖店进行联网。随着募投项目 ERP 系统技术改造完成,公司物流、资金流、信息流的集成度将进一步提升。

评级面临的主要风险

- 展店速度低于预期。
- 子品牌“圣之花”渠道调整进展低于预期。

估值

- 基于 39 倍 2011 年市盈率,我们将目标价格设为 44.60 元,首次评级买入。

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)	681	792	1,030	1,319	1,659
变动(%)	15	16	30	28	26
净利润(人民币 百万)	66	86	118	153	202
全面摊薄每股收益(人民币)	0.502	0.604	0.879	1.143	1.507
变动(%)	14.7	20.3	45.5	30.1	31.8
全面摊薄市盈率(倍)	81.1	67.4	46.3	35.6	27.0
每股现金流量(人民币)	0.50	0.97	0.99	1.38	1.69
价格/每股现金流量(倍)	81.3	42.2	41.0	29.4	24.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.7	40.0	26.2	19.4	14.9
每股股息(人民币)	0.000	0.385	0.264	0.343	0.452
股息率(%)	0.0	0.9	0.6	0.8	1.1

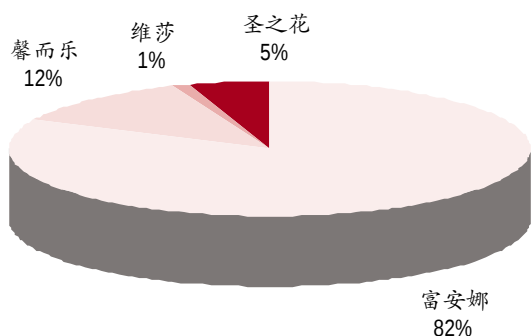
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

多层次品牌格局构建中

公司以艺术家纺为品牌定位，核心品牌“富安娜”以色彩丰富、产品特征鲜明，在风格严重趋同的家纺市场独树一帜。公司统计，约 30% 客户为重复购买。四大主力品牌在目标顾客和产品定位上各有侧重，2009 年主力品牌“富安娜”毛利率达到 45%，盈利能力高于“罗莱品牌”的 40.5% 和“梦洁品牌”的 32%。

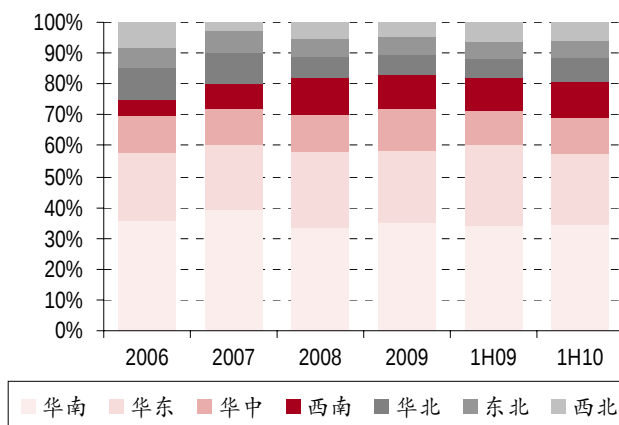
2010 年上半年公司对馨而乐和圣之花销售模式进行了调整。馨而乐从部分与富安娜并存的专卖店中撤出，转而独立发展网点，并且加强了营销推广力度，成效明显。今年上半年馨而乐品牌销售收入同比增长 88%。公司对圣之花品牌销售进行评估后，从原有的超市和卖场渠道中撤出，因此对今年上半年销售产生一定影响。我们判断盈利情况不佳以及回款时间较长可能是公司选择暂时放弃超市网点的主要原因。

2008 年四大品牌收入贡献



资料来源：公司数据，中银国际研究

七大区域营业收入贡献



资料来源：公司数据，中银国际研究

富安娜多品牌营销体系

品牌	推出时间	定位	产品风格	主要渠道
富安娜	1994	中高端	高贵、典雅、浪漫的欧陆风情	商场店和专卖
馨而乐	2000	面向年轻白领的中端品牌	精致、温馨、时尚	商场店和专卖
维莎(VERSAI)	2003	高端	尊贵、奢华	商场店和专卖
圣之花	2004	大众品牌	随意、轻松、个性	超市及大卖场
劳拉夫人	2008	网购	温馨而富有情趣	网络销售

资料来源：公司数据，中银国际研究

基地建设凸显全国布局规划

富安娜从深圳起步，以华南区域为核心市场。随着连锁网络扩张，总部资源和生产基地均集中在东南地区的状况将会制约全国性布局展开。公司提出“长三角战略”和“珠三角战略”，并在江苏常熟设立生产物流中心目的在于：1)巩固华南和华东两个最重要的销售大区；2)辐射周边区域，加强在华北和华中中等空白市场覆盖；3)充分利用江苏省家纺产业集群资源优势，4)节约物流成本，提高市场反应能力。

生产基地布局长三角和珠三角

生产基地	占地面积	现状	募投产能扩张项目
深圳龙华基地	10 万平米	一期已经投产	新增产能套件 130 万标准套、被芯 100 万件和枕芯 50 万件
江苏常熟基地	8.6 万平米	一、二期工程已经投产	

资料来源：公司数据，中银国际研究

股权激励覆盖广泛

上市前公司高管团队已经持有公司股份。2010 年 7 月公司又推出《首期股权激励草案》，将激励计划覆盖范围进一步扩大到包括区域经理、品牌经理、设计团队和门店店长在内的人事、生产、销售、设计、财务等中层管理团队。首期授予期权 270 万份，预留 30 万份一年内授出，行权价格 34.24 元。在期权授予两年后，激励对象可以分三个阶段，按照 30%、30%、40% 的比例行权。根据行权条件测算，顺利行权的利润要求相当于 2009-2013 年净利润复合增长率 25%。我们认为对公司而言这一目标并不难实现。如果全部激励对象行权，员工持股人数将达到 306 人，相当于 2009 年年末员工总数的 9.77%。若剔除生产和后勤人员，此次激励计划已经覆盖到全部员工的 15.5%。覆盖广泛的员工激励有利于充分调动员工积极性，提高团队凝聚力并保证公司策略的有效执行，有利于提升企业长期竞争力。

首期股权激励草案要点

	2011	2012	2013		
行权条件					
— 净利润	142.1	176.5	210.9		
— 净利润较 09 年增长	65%	105%	145%		
— 对应每股收益	1.06	1.32	1.58		
— 净资产收益率	>=10%	>=10%	>=10%		
期权有效期五年，假设 2010 年开始实施，期权费用摊销估算					
	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
期权费用摊销（万元）	330.4	915.8	796.0	485.9	199.8

资料来源：公司数据

领先的信息化系统建设

2003 年公司联手著名软件企业用友公司，对所有全国的直营专卖店进行联网，实现生产、销售、物流信息的畅通和资源的最优配置。2007 年，公司与 SAP 公司签订合作协议启动 ERP 项目，截至 2010 年 4 月公司已经率先完成募投 ERP 系统技术改造，进一步提高公司物流、资金流、信息流的集成度，加强企业的计划和管理优势。

盈利预测

2009 年公司直营网点总数减少五家，原因包括：1) 个别门店因市政工程以及租约到期导致经营场地无法继续经营；2) 因商场客流下降以及打折促销活动增加，部分直营专柜效益下滑，公司对个别专柜采取主动关闭的策略；3) 主要原因是公司针对宏观经济形式不明朗的情况，暂时放缓了直营店的开店节奏。2010 年公司将加速推进渠道扩张计划，我们预计 2009-2012 年公司营业收入和净利润的复合增长率分别为 28% 和 35%。我们盈利预测的主要假设包括：

1. 2010-2012 年新开门店 470 家、465 家和 460 家。相当于总网点面积增加 54%、35% 和 26%；
2. 假设新店均于年中开业，产生半年贡献；
3. 假设直营门店开业当年坪销 1.13 万/平米，加盟店采用 0.44 的系数折算。

盈利预测主要假设

新增网点数	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营商场店	38	25	(4)	—	—	—
直营专卖店	68	5	(1)	—	—	—
直营合计	106	30	(5)	80	85	90
加盟商场店	64	40	(1)	—	—	—
加盟专卖店	48	20	58	—	—	—
加盟合计	112	60	57	390	380	370
新增网点合计	218	90	52	470	465	460

网点总数

直营商场店	228	253	249	—	—	—
直营专卖店	81	86	85	—	—	—
直营网点	309	339	334	414	499	589
加盟商场店	264	304	303	—	—	—
加盟专卖店	409	429	487	—	—	—
加盟网点	673	733	790	1,180	1,560	1,930
网点数合计	982	1,072	1,124	1,594	2,059	2,519

面积估算 (平米)

直营商场店	10,894	13,432	—	—	—	—
直营专卖店	14,381	15,429	—	—	—	—
直营面积合计	25,275	29,861	29,439	44,280	60,048	76,744
同比 (%)	109.8	18.1	(1.4)	50.4	35.6	27.8
加盟商场店	16,451	20,284	—	—	—	—
加盟专卖店	54,623	68,012	—	—	—	—
加盟面积合计	71,074	88,296	94,610	146,677	198,190	249,149
同比 (%)	15.3	24.2	3.7	55.0	35.1	25.7
面积合计	96,349	118,157	124,050	190,957	258,238	325,893
同比 (%)	30.7	22.6	5.0	53.9	35.2	26.2

费用率 (%)

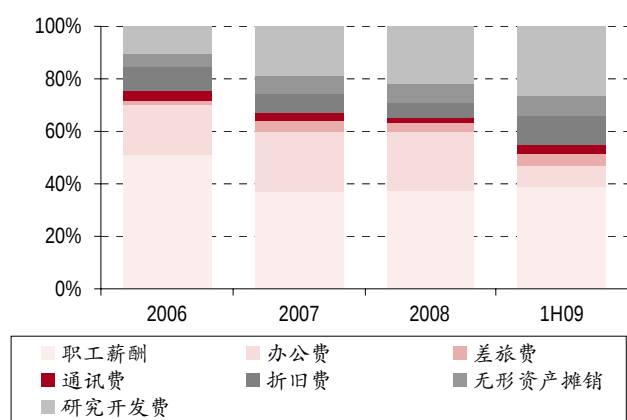
销售费用	20.5	25.3	23.8	24.3	23.7	23.4
管理费用	4.9	6.5	5.6	5.8	5.9	5.5
销售及管理费用	25.4	31.8	29.5	30.2	29.6	29.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

2006-2008 年公司直营业务收入占比逐步提高，由 38%增至 44%，因此销售和管理费用率也随之增长。从两大费用拆分分析，人员薪筹、办公和差旅费用增速较快。此外，租赁费用和研发费用占销售收入比例也呈逐年上升趋势。租赁费用占比由 06 年的 1.3%增至 09 年上半年的 4.6%，研发费用占比由 06 年的 0.4%提高到 1.2%。

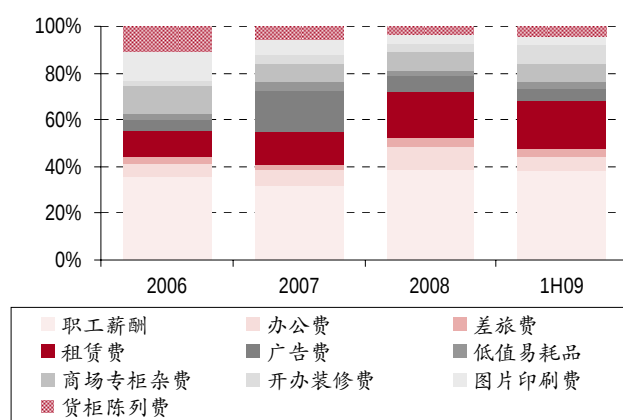
我们预计 2010 年富安娜网点面积将同比增长 54%，三家公司中扩张最快。因此我们预计今年公司费用率将上升 0.7 个百分点。另外，考虑到期权费用五年摊销，我们的盈利预测中从 2010 年起已经考虑期权费用的影响。

管理费用主要科目拆分



资料来源：公司数据，中银国际研究

销售费用主要科目拆分



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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	681	792	1,030	1,319	1,659
销售成本	(374)	(451)	(559)	(720)	(904)
经营费用	(215)	(225)	(294)	(364)	(461)
息税折旧前利润	91	115	177	235	295
折旧及摊销	(3)	(11)	(21)	(32)	(27)
经营利润(息税前利润)	88	104	155	203	268
净利息收入(费用)	(7)	(4)	2	1	1
其他收益/(损失)	(2)	9	0	0	0
税前利润	79	108	157	204	269
所得税	(13)	(22)	(39)	(51)	(67)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	66	86	118	153	202
核心净利润	67	81	118	153	202
每股收益(人民币)	0.491	0.643	0.879	1.143	1.507
核心每股收益(人民币)	0.502	0.604	0.879	1.143	1.507
每股股息(人民币)	0.000	0.385	0.264	0.343	0.452
收入增长(%)	15	16	30	28	26
息税前利润增长(%)	27	18	50	31	32
息税折旧前利润增长(%)	27	26	54	33	26
每股收益增长(%)	13	31	37	30	32
核心每股收益增长(%)	15	20	45	30	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	78	852	874	968	1119
应收帐款	37	42	50	64	80
库存	219	197	214	228	239
其他流动资产	2	1	0	0	0
流动资产总计	336	1,092	1,137	1,260	1,438
固定资产	52	62	138	122	105
无形资产	51	50	66	86	86
其他长期资产	58	62	65	80	96
长期资产总计	162	174	268	288	287
总资产	498	1,266	1,406	1,547	1,725
应付帐款	211	224	254	308	364
短期债务	25	0	20	30	50
其他流动负债	12	0	0	0	0
流动负债总计	248	224	274	338	414
长期借款	28	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	0	0	0
股本	77	103	134	134	134
储备	144	939	998	1,075	1,177
股东权益	221	1,042	1,132	1,209	1,311
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	498	1,266	1,406	1,547	1,725
每股帐面价值(人民币)	1.65	7.78	8.45	9.03	9.79
每股有形资产(人民币)	1.27	7.41	7.96	8.39	9.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.19)	(6.37)	(6.38)	(7.00)	(7.98)

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	79	108	157	204	269
折旧与摊销	3	11	21	32	27
净利息费用	7	4	(2)	(1)	(1)
运营资本变动	(72)	25	(18)	(16)	(12)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	51	(19)	(25)	(34)	(57)
经营活动产生的现金流	67	129	133	185	226
购买固定资产净值	(7)	(25)	(95)	(15)	(15)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(5)	(3)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(12)	(28)	(95)	(15)	(15)
净增权益	0	780	0	0	0
净增债务	(26)	(65)	0	0	0
支付股息	30	3	35	46	61
其他融资现金流	(61)	(45)	(83)	(122)	(120)
融资活动产生的现金流	(56)	673	(48)	(76)	(60)
现金变动	(1)	774	(9)	94	151
期初现金	79	78	852	874	968
公司自由现金流	55	101	69	170	211
权益自由现金流	30	36	69	170	211

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	13.3	14.5	17.2	17.8	17.8
息税前利润率	13.0	13.1	15.1	15.4	16.1
税前利润率	11.6	13.7	15.2	15.5	16.2
净利率	9.7	10.9	11.4	11.6	12.2
流动性(倍)					
流动比率	1.4	4.9	4.0	3.6	3.4
利息覆盖率	12.2	22.9	70.7	66.7	71.9
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	0.5	4.0	3.3	3.0	2.8
估值(倍)					
市盈率	82.9	63.3	46.3	35.6	27.0
核心业务市盈率	81.1	67.4	46.3	35.6	27.0
目标价对应核心业务市盈率	91.4	76.0	52.2	40.1	30.5
市净率	24.6	5.2	5.0	4.6	4.3
价格/现金流	81.3	42.2	41.0	29.4	24.1
企业价值/息税折旧前利润	59.7	40.0	26.2	19.4	14.9
周转率					
存货周转天数	177.9	168.3	134.1	112.0	91.4
应收帐款周转天数	21.9	18.2	16.2	15.7	15.8
应付帐款周转天数	101.9	100.4	84.8	77.8	73.9
回报率(%)					
股息支付率	0.0	59.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	33.5	13.6	11.0	13.4	16.4
资产收益率	15.8	9.3	8.8	10.5	12.5
已运用资本收益率	33.7	15.8	14.7	17.8	21.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010年9月14日

梦洁家纺

利润率提升值得期待

A
买入

002397.SZ – 人民币 43.30

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

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

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(%)	-	13	34	-
相对新华富时A50指数(%)	-	13	30	-

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)	1,039
3个月日均交易额(人民币 百万)	69
净负债比率(%)	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

梦洁家纺坚持以华中区域为发展重心, 在核心区域享有领先优势。未来三年, 公司将在加大直营网络建设的同时, 进一步提高加盟网络的覆盖率。我们预计 2009-2012 年公司营业收入和净利润复合增长率分别达到 31% 和 40%。首次评级买入。

支撑评级的要点

- 2010-2012 年公司将经历网络建设高速发展时期, 计划每年新增网点 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。
- 在三家公司中, 梦洁的产能扩张计划最先到位。今年7月新增 30 万套件和 80 万条芯被产能项目已经全部投产, 公司产能不足导致缺货的问题将得到有效解决。
- 目前梦洁综合毛利率较其他两家落后 2-4 个百分点。我们认为公司将通过新品定价策略调整和产品结构优化带动毛利率稳步提升。

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。
- 产品线相对薄弱, 缺乏中低端品牌。

估值

- 基于 39 倍 2011 年市盈率, 我们将目标价格设为 52.90 元, 首次评级买入。

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	128	170
全面摊薄每股收益(人民币)	0.547	0.714	0.938	1.358	1.797
变动(%)	11.9	30.7	31.3	44.7	32.4
全面摊薄市盈率(倍)	79.2	60.6	46.2	31.9	24.1
每股现金流量(人民币)	0.85	0.76	0.13	1.33	1.89
价格/每股现金流量(倍)	50.7	57.3	339.0	32.4	22.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.0	48.4	26.7	18.6	13.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.800	0.407	0.539
股息率(%)	0.0	0.0	1.8	0.9	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

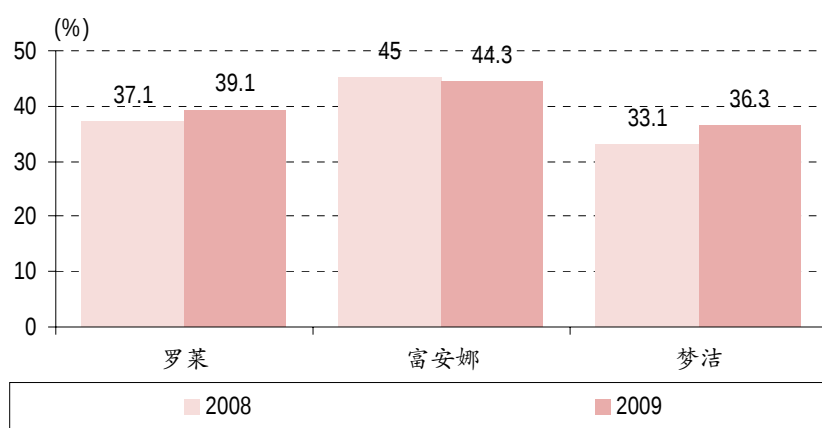
毛利率提升值得期待

考虑到主力市场华中区域整体经济发展水平,公司历史上采取相对保守的定价策略。因此,梦洁直营和加盟业务毛利率均明显落后于其他两家,综合毛利率较富安娜和梦洁分别低 3.4% 和 10%。我们认为公司在定价策略调整和产品结构优化将有效拉动其毛利率稳步提速。

定价策略调整以及直营网络建设

公司对 2010 年新品定价策略进行调整,将调拨系数上调 5-10%,因此新品出厂价相应上浮。新品销售占比通常在 25-30%,从而带动 2010 年上半年公司主营毛利率同比提高 4.7 个百分点。另外,2010-2012 年公司将经历网络建设高速发展时期,计划每年新增网点 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,我们预计随着直营业务销售收入占比增加,公司整体坪销和毛利率将逐步提升。

综合毛利率对比

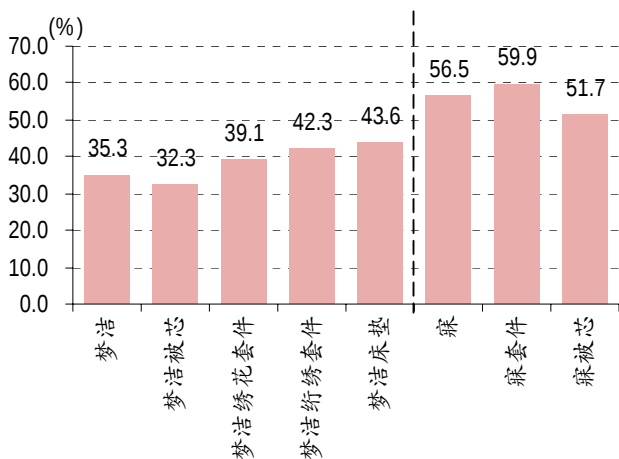


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

产品结构优化

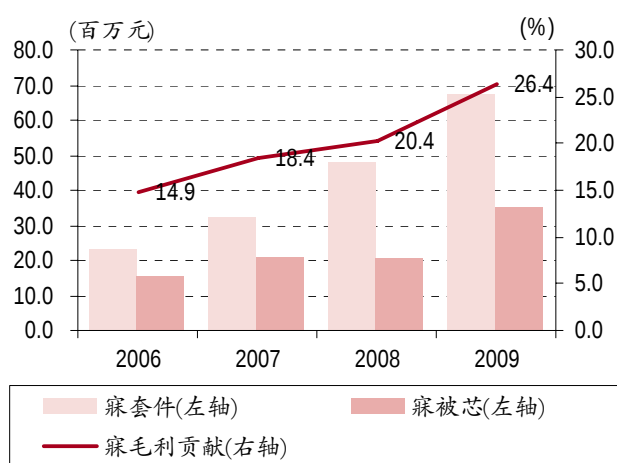
梦洁产品特色是较多采用绗绣和绣花工艺,以此体现品位和档次;此外,定位更加高端市场的“寐”还侧重丝类面料使用。分产品毛利率对比来看,工艺更为复杂的套件类产品毛利率高于其他品类。此外,从“梦洁”和“寐”两个品牌分析,“寐”毛利率达到 56.5%,较“梦洁”高出 21.2%。2006 年以来“寐”收入和毛利贡献逐步提升,2009 年对公司毛利贡献达到 26.4%。我们认为公司将继续通过产品结构优化提升整体盈利能力。

2010 年上半年梦洁分产品毛利率比较



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

寐毛利贡献明显提升



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

扩产到位解决产能之忧

伴随家纺企业快速扩张,公司存货和终端网点铺货量不断增加,产能不足的问题日益突出。因此,三家公司均不同程度采用第三方外协加工的方式解决部分产能缺口,其中以梦洁家纺产能不足的问题最为突出。我们对 2006 年以来三家公司产销率进行对比。2006-08 年梦洁家纺主要产品标准套件和芯被类产销率均在 110%以上,生产线处于满负荷状态。公司每年因缺货导致的收入减少在 5,000 万元以上。

由于产能瓶颈制约,梦洁在募集资金到位前先行投入自筹资金进行产能扩张。截至 2010 年中期公司新增年产 30 万套寝饰套件及 80 万条芯被类生产线的产能扩张计划已经落实,今年 7 月已经投产发挥效益。

募投计划之产能扩张进度对比

	承诺募投资 金 (亿元)	新增产能计划	区域	预计全部达 产时间
罗莱	2.17	标准套件 120 万套, 被芯 160 万件以及枕芯 220 万件	南通家纺生产基地扩建	2013 年底
富安娜	1.56	标准套件 130 万套, 被芯 100 万件以及枕芯 50 万件	龙华家纺生产基地二期, 常熟家纺生产基地三期	2010 年底
梦洁	1.78	年产 30 万套寝饰套件及 80 万条芯被类生产线	长沙高新技术区	2010 年 7 月

资料来源: 公司资料

主要产品产销率对比

(%)	2006	2007	2008	09 年上半年
罗莱				
标准套件类	97	98	102	85
被芯类	100	93	99	93
枕芯类	101	99	96	94
富安娜				
标准套件类	105	107	92	102
被芯类	85	81	94	109
枕芯类	99	106	95	107
梦洁				
标准套件类	110	113	115	107
芯被类	132	132	132	109

注: 梦洁标准套件类产销率为绗绣套件和绣花套件产销率的平均值

资料来源: 公司数据

主题式系列开发弥补品牌线欠丰富

在“梦洁”主品牌的基础上, 公司还拥有针对高端市场的“寐”, 针对儿童家纺市场的“梦洁宝贝”以及 2009 年开发上市的网购品牌“觅”。与其他两家上市家纺企业相比, 公司成人家纺领域品牌矩阵相对薄弱, 缺乏中低端品牌不足。

公司在现有品牌的基础上, 根据不同风格确立相应的主题, 并辅以相应的店务系统、道具配套以及产品推广围绕相应主题展开, 以主题式系列开发的方式有效拓宽产品覆盖宽度, 弥补品牌覆盖面不足的问题。“梦洁”套件涵盖典藏、巴洛克、天鹅湖、普罗旺斯、梦洁红、本色格调在内的十大主题系列。在网点拓展过程中, 公司将视乎经济发展水平和区域布点情况, 有侧重的铺设产品。我们判断未来公司还将开发更多的子品牌, 并可能借助授权/代理品牌构建多层次的品牌矩阵。

盈利预测

根据公司历史经营数据和发展计划，我们进行以下假设：

1. 2010-2012 年新开门店 420 家、400 家和 400 家。按照新增商场店直营和加盟门店平均单店面积 80 平米和 58 平米，新增专卖店直营和加盟门店平均单店面积 300 平米和 127 平米计算，相当于总网点面积增加 31%、22%和 18%；
2. 假设新店均于年中开业，产生半年贡献；
3. 新开门店坪销采用 0.8 的系数折算。

2009 年公司因出售望城工业用地以及政府补贴录得营业外收入 3,400 万元。剔除非经常性损益影响，2005-2009 年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 15%和 37%。未来三年，公司将在加大直营网络建设的同时，进一步提高加盟网络的覆盖率。我们预计 2009-2012 年公司营业收入和净利润复合增长率分别达到 31%和 40%。

梦洁展店假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
展店假设 (个)					
直营商场店	56	60	65	55	55
直营专卖店	3	7	45	30	30
新增直营	59	67	110	85	85
加盟商场店	77	53	100	95	90
加盟专卖店	32	18	210	220	225
新增加盟	109	71	310	315	315
新增网点合计	168	138	420	400	400
网点总数					
直营	178	245	355	440	525
加盟	1,346	1,417	1,727	2,042	2,357
合计	1,524	1,662	2,082	2,482	2,882
坪销假设 (万元/平米/年)					
直营	0.94	0.74	0.95	0.97	1.00
加盟	0.39	0.33	0.36	0.36	0.37

资料来源：公司资料，中银国际研究预测

预测摘要

(人民币, 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入					
直营业务	141	150	279	442	593
加盟业务	480	480	569	687	831
合计	621	630	849	1,129	1,424
毛利率 (%)					
直营业务	46.5	52.4	52.6	52.8	53.0
加盟业务	29.2	31.3	31.3	31.5	31.5
综合毛利率	33.1	36.3	38.3	39.8	40.4

资料来源：公司资料，中银国际研究预测

高速扩张导致费用率攀升

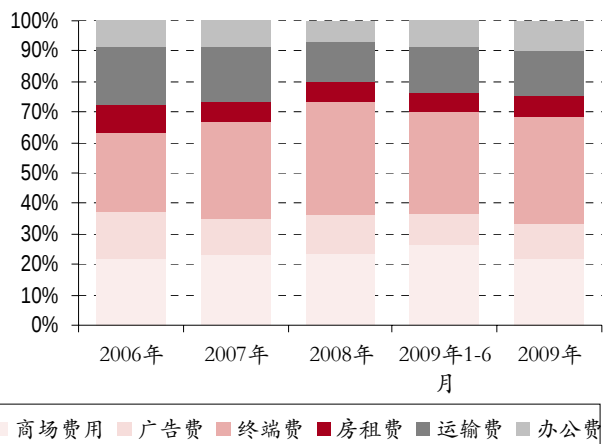
05年以来梦洁销售和管理费用较为稳定，但是09年扩张提速的情况下，公司销售费用率和管理费用率分别较08年上升了1和0.4个百分点。考虑到展店加速以及直营门店投入增加，我们预计2010年公司综合费用率将攀升0.8个百分点。从2011年起网点面积增速将逐步下滑，因此我们预计综合费用率将下降0.1个百分点。

梦洁费用率预测

(%)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率	18.7	18.5	17.9	18.9	19.5	19.4	19.3
管理费用率	3.9	3.1	3.4	3.8	4.0	4.0	4.0

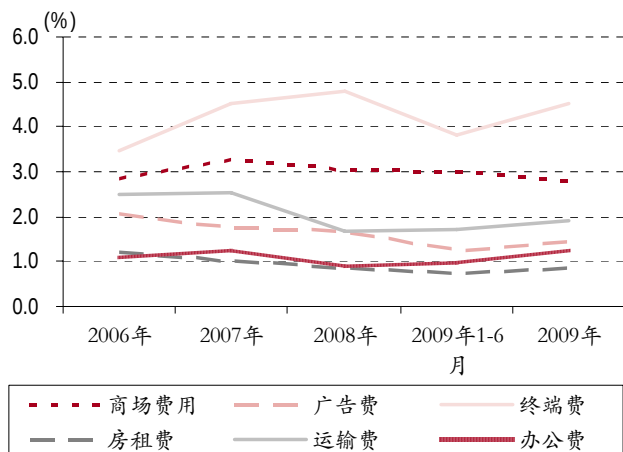
资料来源：公司资料，中银国际研究预测

梦洁销售费用拆分



资料来源：公司数据，中银国际研究

梦洁销售费用率变化



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	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	14.0	15.3	16.1
净利率	8.1	14.0	10.4	11.4	12.0
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.9	2.7	2.5	2.3
利息覆盖率	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	0.5	0.5	1.8	1.5	1.4
估值(倍)					
市盈率	81.1	46.2	46.2	31.9	24.1
核心业务市盈率	79.2	60.6	46.2	31.9	24.1
目标价对应核心业务市盈率	96.8	74.0	56.4	39.0	29.4
市净率	25.4	19.5	3.9	3.5	3.0
价格/现金流	50.7	57.3	339.0	32.4	22.9
企业价值/息税折旧前利润	53.0	48.4	26.7	18.6	13.8
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	85.3	30.0	30.0
净资产收益率	34.5	47.7	14.2	14.0	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	16.3	15.0	17.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

附录一、产业集群化特征

产业集群是当前我国家纺行业发展的重要特征。由于产业链配套完整，有效地降低了企业的经营成本，产业集群已经成为我国家纺行业走向集约化、专业化的重要形式。经中国纺织工业协会评定，国内主要有九个家纺产业集群，分别是江苏南通市、海门市三星镇、浙江余杭、萧山、海宁、浦江、嘉兴油车港镇、桐乡大麻镇和山东文登市。

这些产业集群大多集中在东南沿海地区，每个集群产值收入大多在 100 亿元以上。浙江、江苏、山东、广东四省是中国家纺用品的主要产区，山东主要以巾被产品生产为主，而浙江、江苏、广东等地主要以床上用品以及装饰布生产为主。

从家纺行业产业集群发展历史来看，一部分是依靠当地传统经济发展而成，如：浙江的余杭、海宁地区过去是生产被面，现在形成了生产布艺的家纺特色地区；江苏南通海门的叠石桥和通州的川港过去是以家庭手工业刺绣为主，现在发展成生产床上用品的特色镇；河北高阳过去以高阳土布为主，现在形成毛巾生产的聚集区。另一部分是广东特色的发展，改革开放后，以港、澳、台加工贸易带动影响而形成的产业集群，如佛山西樵的布艺、深圳的床上用品等。

图表 52. 我国主要家纺用品生产基地

地区	代表品牌	特色
浙江	博洋、维科、南方寝饰	家用纺织品有机的融入杭州丝绸文化
江苏	罗莱	中下游产业链体系完整，出口量大；配套服务体系日趋完善，形成了集纺、织、印染、缝缝、包装、设计于一体的家纺产业体系和配套服务体系
山东	孚日、喜盈门、亚光	以巾被产品生产为主，走多元化发展道路
上海	水星、恐龙、安睡宝、澳西奴	海家纺工业园区巾被装饰业企业占到了 70%，手帕业企业占到 15% 左右，入驻园区的上百家纺织企业年销售收入超过 40 亿元，家纺品牌总量位居全国前列
广东	富安娜、乐思富	家纺国际贸易基地。装饰面料生产占优势地位，重视产品研发，品牌较早确立中高端定位，设计紧跟国际趋势

资料来源：中国家纺网，中银国际研究

附录二、三家公司主要指标对比

图表 53. 渠道拓展

	罗莱	富安娜	梦洁
网点总数	1,810	1,124	1,662
网点面积 (平方米)	NA	124,050	164,772
直营合计	276	334	245
直营专柜	237	249	226
直营专卖	39	85	19
加盟合计	1,534	790	1,417
加盟专柜	830	303	584
加盟专卖	704	487	833
06-09 网点数复合增长率(%)	NA	13.7	9.9
2009-2012 网点数复合增长率(%)	21.5	30.9	20.3

注：门店数截至 2009 年

资料来源：公司数据

图表 54. 区域分布及品牌

	占比最大区域市场	销售占比 (%)	占比第二大区域市场	销售占比 (%)	核心品牌收入占比 (%)	次主力品牌收入占比 (%)
罗莱	华东	40.4	华中	15.0	82.6	5.1
富安娜	华南	33.3	华东	22.5	82.0	12.0
梦洁	华中	52.8	华北	14.1	84.7	15.1

资料来源：公司数据

图表 55. 直营及加盟渠道

	直营收入占比 (%)	直营毛利占比 (%)	直营毛利率 (%)	加盟毛利率 (%)
罗莱	16.3	22.7	54.4	36.9
富安娜	39.6	51.1	55.9	36.3
梦洁	23.8	34.4	52.5	31.3

注：2009 年数据

资料来源：公司数据

研究报告中所提及的有关上市公司

罗莱家纺 (002293.SZ/人民币 64.19, 买入)

富安娜 (002327.SZ/人民币 40.71, 买入)

梦洁家纺 (002397.SZ/人民币 43.3, 买入)

以2010年9月10日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

增持(OVERWEIGHT)/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升幅多于10%;减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数降幅多于10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数在下10%区间内波动

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 2010 年 9 月 10 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。所有本报告期内使用的商标、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，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或卖出)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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 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