



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年1月28日

纺织服装

研究部

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

黄芳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210090005

huangf@cicc.com.cn

审慎推荐

富安娜 (002327.CH)

年报预增超过40%，高于预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	681	792	1,068	1,508	2,047
(+/-%)	15.3%	16.3%	34.8%	41.2%	35.7%
营业利润	81	101	156	213	287
(+/-%)	27.7%	25.4%	54.2%	36.9%	34.2%
净利润	66	86	125	170	227
(+/-%)	12.7%	31.0%	45.5%	36.0%	33.6%
每股收益(元)	0.49	0.64	0.94	1.27	1.70
每股经营现金流(元)	0.87	1.25	0.93	1.30	1.76
市盈率(倍)	68.6	52.4	36.0	26.5	19.8
市净率(倍)	11.7	3.3	3.9	3.4	2.9
股价/经营现金	38.7	26.8	36.2	26.0	19.1
EV/EBITDA(倍)	25.6	22.0	21.5	15.3	11.0
净资产收益率(%)	33.5	13.6	11.3	13.6	15.7
投入资本回报率(%)	27.6	13.7	11.2	13.4	15.5

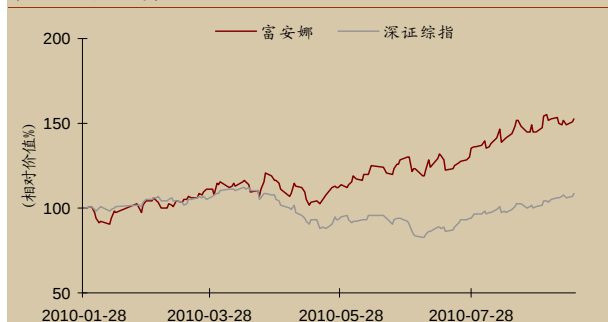
股票信息

股票代码	002327.CH
当前股价(人民币)	33.68
日成交量(百万股)	0.26
52周最高价/最低价(人民币)	46.8/23.15
总市值(百万)	4,510
总股数(百万股)	134
主要股东(持股比例)	林国芳(40.47%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
富安娜	-1.3	-12.1	-16.2	-14.7
深证综指	0.4	-6.8	-8.9	-9.0
行业指数	0.0	-3.6	-14.4	-6.7

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

富安娜公告 2010 全年盈利 **1.23~1.28 亿元**, 同比增长 **43%~49%**。对应每股收益 0.92~0.96 元, 高于市场预期 6~9%

业绩超预期的主要原因是: 第四季度销售旺季营业收入增长较快, 盈利水平稳步上升。

评论:

1、富安娜的第四季度良好业绩体现了家纺产品销售强劲, 由于公司直营比重较高, 直接体现于当季业绩超预期。良好的销售有助于提振品牌与经销商信心, 并促进未来门店扩张及销售快速增长。公司 2010 年新开店超过 300 家, 预计今年至少达到这一水平, 保守估计销售和利润增长均可达到 35%以上。

2、预计毛利率显著提升, 受益于低价原材料储备与显著提价。公司通过提升产品结构, 销售单价双位数提升, 可完全抵消原材料价格及人工上涨带来的成本压力。

3、最新修订的管理层股权激励激励草案中, 行权价为 34.24 元, 低于当前股价, 提供良好支撑。

投资建议:

在前期股价调整之后, 富安娜 2010~11 年市盈率约为 36x 和 27x, 估值相比 40% 业绩复合增长具有一定安全边际。业绩超预期将成为股价催化剂, 并有望带动整个家纺板块股价反弹。

重申对家纺板块的整体“推荐”。家纺板块处于第一发展阶段, 市场很大, 品牌较小, 领先品牌具备快速增长能力。我们预计罗莱与梦洁的业绩表现同样出色, 全年经营性净利润增长 40%以上。当前罗莱、梦洁的 2010/11 市盈率分别是 42x/30x, 37x/26x。

图表 1: 历史及预测财务数据

损益表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	681	792	1,068	1,508	2,047
营业成本	(374)	(451)	(570)	(813)	(1,114)
营业费用	(172)	(189)	(271)	(382)	(519)
管理费用	(44)	(44)	(71)	(97)	(123)
财务费用	(7)	(4)	2	2	2
营业利润	81	101	156	213	287
税前利润	79	108	165	224	299
所得税	(13)	(22)	(40)	(54)	(72)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	66	86	125	170	227
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	67	129	125	174	236
投资活动现金流净额	(12)	(28)	(78)	(118)	(158)
融资活动现金流净额	-56	673	0	0	0
货币资金增加额	(1)	774	46	55	78
货币资金期初余额	79	78	852	899	954
货币资金期末余额	78	852	899	954	1,032
资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产					
货币资金	78	852	899	954	1032
应收/预付款项	25	22	31	44	60
存货	219	197	263	375	514
	336	1,093	1,221	1,414	1,661
非流动资产					
固定资产净值	94	94	151	236	351
在建工程	2	17	23	35	47
无形资产和其他资产	51	50	50	50	50
	15	13	13	13	13
总资产	162	174	238	335	462
流动负债					
短期借款	25	0	0	0	0
应付/预收款项	164	151	199	284	389
应交税金	7	14	16	17	19
其它流动负债	36	41	52	74	101
	248	225	291	410	557
长期负债	28	0	0	0	0
总负债	29	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	221	1,042	1,168	1,338	1,565
财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	45.0%	43.0%	46.6%	46.1%	45.5%
净利润率	9.7%	10.9%	11.7%	11.3%	11.1%
净资产收益率	33.5%	13.6%	11.3%	13.6%	15.7%
应收账款周转率	25.4	33.6	33.6	33.6	33.6
存货周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
资产负债率	55.6%	17.7%	20.0%	23.5%	26.2%

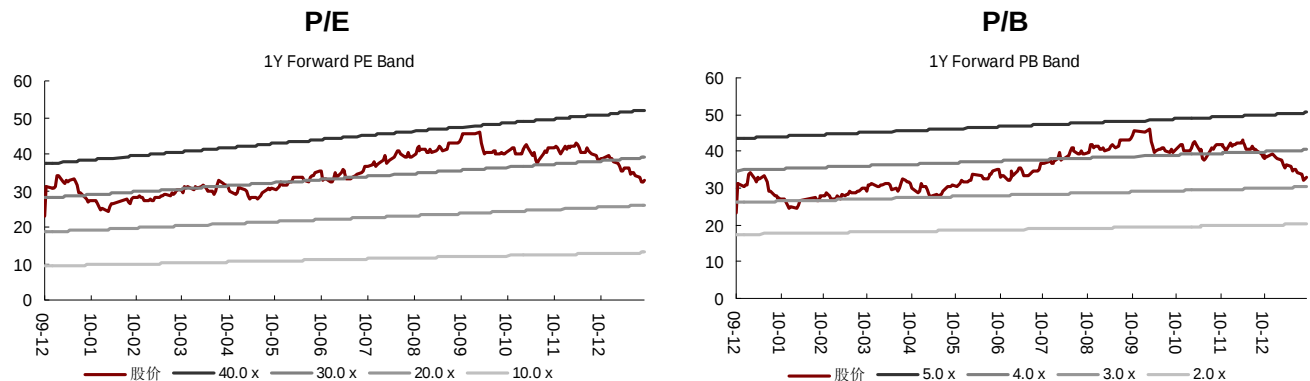
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR	
服装纺织																		
男装	1234.HK	利郎	10.26	1,581	425	40%	558	31%	733	31%	0.41	0.57	0.74	24.9	18.1	13.8	31.4%	0.58
	891.HK	利邦	7.20	1,565	278	55%	362	30%	478	32%	0.19	0.26	0.34	37.6	27.6	20.9	31.0%	0.89
	238.HK	长兴国际	4.86	613	151	44%	216	43%	278	28%	0.18	0.27	0.34	27.2	18.1	14.1	35.6%	0.51
	002029.CH	七匹狼	29.30	1,258	277	36%	374	35%	507	35%	0.98	1.32	1.79	29.9	22.1	16.4	35.3%	0.63
	600177.CH	雅戈尔	10.60	3,583	1,914	-41%	2,215	16%	2,696	22%	0.86	0.99	1.21	12.3	10.7	8.8	18.7%	0.57
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	10.60	3,583	1,914	-41%	2,215	16%	2,696	22%	0.86	0.99	1.21	12.3	10.7	8.8	18.7%	0.57
	002154.CH	报喜鸟	26.20	1,168	253	37%	329	30%	428	30%	0.86	1.12	1.46	30.5	23.4	18.0	30.1%	0.78
	002485.CH	希努尔	23.93	726	150	35%	195	30%	279	43%	0.75	0.97	1.40	31.9	24.6	17.2	36.4%	0.67
鞋类	1880.HK	百丽	13.40	14,510	3,304	30%	4,108	24%	4,941	20%	0.46	0.59	0.71	29.4	22.6	18.8	22.3%	1.01
	210.HK	达芙妮	7.72	1,623	688	22%	860	25%	1,114	30%	0.42	0.52	0.83	18.4	14.7	9.3	27.3%	0.54
	1386.HK	盛通集团	1.56	125	4	37%	4	0%	n.a.	n.a.	0.01	0.01	n.a.	243.0	243.0	n.a.	n.a.	n.a.
	738.HK	利信达集团	3.93	323	167	36%	208	25%	271	30%	0.26	0.33	0.42	15.0	12.1	9.3	27.3%	0.44
	1836.HK	九兴控股	16.96	1,730	886	12%	1,053	19%	1,252	19%	1.12	1.33	1.92	15.2	12.8	8.8	18.9%	0.68
	002291.CH	星期六	16.47	699	103	-10%	140	37%	188	34%	0.37	0.50	0.67	44.8	32.8	24.5	35.2%	0.93
	2331.HK	李宁	15.30	2,068	1,113	18%	1,168	5%	1,361	17%	1.23	1.36	1.58	12.4	11.3	9.7	10.5%	1.07
	3818.HK	中国动向	3.46	2,517	1,630	12%	1,823	12%	2,047	12%	0.33	0.39	0.44	10.3	8.8	7.9	12.1%	0.73
运动	2020.HK	安踏	12.68	4,060	1,510	21%	1,819	21%	2,268	25%	0.70	0.89	1.11	18.0	14.3	11.4	22.6%	0.63
	1368.HK	特步	5.44	1,520	768	19%	931	21%	1,113	19%	0.41	0.52	0.62	13.3	10.4	8.7	20.3%	0.51
	1361.HK	361度	5.55	1,474	1,025	12%	1,215	18%	1,461	20%	0.58	0.72	0.86	9.6	7.7	6.4	19.4%	0.40
	1968.HK	匹克	5.24	1,411	796	27%	993	25%	1,196	20%	0.44	0.58	0.70	11.9	9.1	7.5	22.6%	0.40
	3813.HK	宝胜国际	1.22	672	165	576%	412	150%	522	27%	0.04	0.10	0.15	31.7	12.7	8.2	77.8%	0.16
	NKE.US	耐克	84.00	40,194	2,171	14%	2,408	11%	2,668	11%	6.50	7.56	8.37	12.9	11.1	10.0	10.9%	1.02
	ADS.GY	阿迪达斯	46.24	13,292	566	131%	663	17%	747	13%	3.15	3.86	4.35	14.7	12.0	10.6	14.8%	0.81
	330.HK	思捷环球	37.20	6,159	4,226	-11%	3,637	-14%	3,903	7%	3.28	2.82	3.70	11.3	13.2	10.1	-3.9%	-3.38
休闲装	002269.CH	美邦服饰	31.40	4,790	784	30%	1,206	54%	1,563	30%	0.78	1.20	1.55	40.3	26.2	20.2	41.2%	0.64
	002503.CH	搜于特	76.23	926	83	53%	148	79%	244	64%	1.03	1.85	3.04	73.7	41.2	25.0	71.6%	0.58
羽绒服	3998.HK	波司登	2.56	2,555	1,378	28%	1,602	16%	1,812	13%	0.21	0.25	0.28	12.4	10.2	9.0	14.7%	0.69
家纺	002293.CH	罗莱家纺	62.62	1,334	209	45%	295	41%	409	39%	1.49	2.10	2.92	42.0	29.8	21.5	39.8%	0.75
	002327.CH	富安娜	33.68	685	125	45%	170	36%	227	34%	0.94	1.27	1.70	36.0	26.5	19.8	34.8%	0.76
	002397.CH	梦洁家纺	37.10	532	95	56%	135	43%	191	42%	1.00	1.43	2.03	36.9	25.9	18.3	42.0%	0.62
纺织	2698.HK	魏桥纺织	7.34	1,126	1,136	27%	1,314	16%	1,507	15%	1.11	1.34	1.54	6.6	5.5	4.8	15.2%	0.36
	2313.HK	中洲国际	8.93	1,427	1,437	15%	1,599	11%	1,814	13%	1.34	1.57	1.78	6.7	5.7	5.0	12.4%	0.46
	321.HK	德永佳	9.07	1,578	1,118	11%	1,314	18%	1,526	16%	0.82	0.97	1.37	11.0	9.4	6.6	16.8%	0.56
	551.HK	裕元集团	26.30	5,568	4,225	17%	4,751	12%	5,258	11%	2.56	2.88	3.89	10.3	9.1	6.8	11.6%	0.79
	000726.CH	晋泰A	8.75	1,210	767	35%	969	26%	1,172	21%	0.77	0.97	1.18	11.3	9.0	7.4	23.6%	0.38
	601718.CH	陈华集团	4.06	2,377	581	28%	689	19%	817	19%	0.15	0.18	0.21	27.0	22.7	19.2	18.6%	1.22
	002042.CH	华孚色纺	25.52	1,076	341	111%	479	41%	657	37%	1.45	2.04	2.79	17.6	12.5	9.1	38.9%	0.32
	002083.CH	孚日股份	9.05	1,289	166	53%	262	58%	345	32%	0.18	0.28	0.37	51.2	32.4	24.6	44.2%	0.73
002003.CH	伟星股份	24.18	761	243	41%	305	25%	373	22%	1.17	1.47	1.80	20.6	16.4	13.4	23.8%	0.69	
户外	300005.CH	探路者	33.50	681	52	18%	77	48%	111	44%	0.39	0.57	0.83	86.5	58.4	40.5	46.1%	1.27
	002486.CH	嘉麟杰	13.96	441	65	53%	88	34%	134	53%	0.31	0.42	0.64	44.4	33.1	21.7	43.2%	0.77
女装	002425.CH	凯撒股份	35.95	584	65	11%	76	17%	115	51%	0.61	0.71	1.07	59.2	50.6	33.4	33.0%	1.53
	589.HK	宝姿	21.95	1,601	538	15%	611	14%	715	17%	1.10	1.31	1.53	19.9	16.7	14.3	15.3%	1.09
裘皮	002494.CH	华斯股份	24.73	426	51	37%	67	31%	96	43%	0.45	0.59	0.84	55.0	42.0	29.3	36.9%	1.14
鞋底	002517.CH	泰亚股份	24.05	323	39	15%	51	31%	69	34%	0.44	0.58	0.77	54.7	41.7	31.0	32.8%	1.27

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED