



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月28日

纺织品

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:
S0080511010016
huangf@cicc.com.cn

审慎推荐

富安娜 (002327.SZ)

行业持续高增长, 1 季度业绩高于预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	681	792	1,067	1,508	2,047
(+/-%)	15.3%	16.3%	34.8%	41.3%	35.8%
营业利润	81	101	161	226	298
(+/-%)	27.7%	25.4%	59.7%	39.8%	31.8%
净利润	66	86	128	174	229
(+/-%)	12.7%	31.0%	48.4%	35.8%	31.8%
每股收益(元)	0.49	0.64	0.95	1.30	1.71
每股经营现金流(元)	0.87	1.25	(0.47)	1.73	1.29
市盈率(倍)	77.8	59.4	40.0	29.5	22.4
市净率(倍)	13.3	3.8	4.6	3.7	3.2
股价/经营现金	43.9	30.5	-81.5	22.0	29.7
EV/EBITDA(倍)	29.1	25.9	26.3	18.3	13.7
净资产收益率(%)	33.5	13.6	11.8	13.9	15.3
投入资本回报率(%)	27.6	13.7	10.9	13.0	14.6

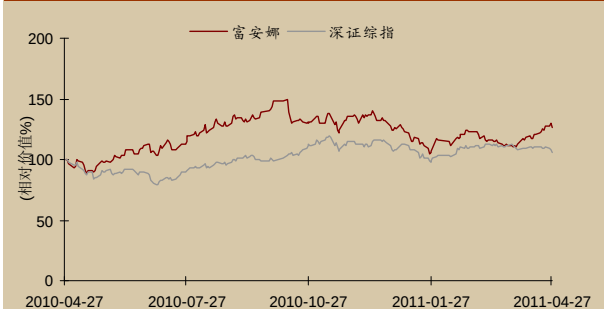
股票信息

股票代码	002327.CH
当前股价(人民币)	38.21
日成交量(百万股)	0.59
52周最高价/最低价(人民币)	46.8/26.938
总市值(百万)	5,116
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	0.2	11.5	13.5	-3.2
深证综指	-4.4	-6.9	3.7	-5.7
行业指数	-2.2	-4.0	10.9	4.3

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

1 季度业绩高于预期:

富安娜 2011 年 1 季度收入增长 31.5% 至 3.33 亿, 净利润同比增长 63.3% 至 0.59 亿, 每股收益 0.44 元, 比中金预测高出 5%。1 季度实现盈利占我们全年预测的 34%。

- **收入增长强劲, 家纺行业处于品牌化消费初期, 增长潜力大。** 2010 年 3 家家纺公司收入增速都在 35% 以上。进入一季度, 家纺公司收入增长依旧喜人, 反映了消费升级背景下中高端家纺消费快速增长。
- **品牌提升, 毛利率上升 2.9 个百分点。** 主要受益于: 1) 随着公司品牌形象和知名度的提升, 公司可以保持持续的提价能力, 成本上涨可以转嫁; 2) 新产品的推出提升了产品附加值; 3) 批量采购、规模经营降低成本。
- **成本控制严格, 经营杠杆增强。** 销售管理费用率下降 2.4 个百分点。
- **1 季度经营性现金净流入 0.62 亿元, 同比增长 682%, 销售回款情况良好。**

发展趋势:

公司的品牌战略和新产品研发保证了持续的提价能力, 毛利率可保持稳中有升, 但未来提升幅度可能缩窄。预计半年报业绩同比增长 30~50%。

盈利预测调整:

我们仍维持盈利预测, 2011/12 年每股收益分别为 1.30/1.71 元。

估值与建议:

维持审慎推荐。 家纺处在品牌化消费初期阶段, 在消费升级的大环境下快速增长, 龙头企业可超越行业平均增速。富安娜研发能力较强, 直营占比高对终端把控能力强, 股权激励到位。目前公司市盈率 29.5x, 在同行业中估值位于中高端。业绩提升是拉动股价增长的主要动力, 预计未来三年可保持 30% 以上增长, 是中长期投资良好标的。

品牌服装板块具备整体投资机会。 受益大众消费品牌化趋势, 各上市公司基本面向好趋势明显, 品牌服装家纺公司业绩平均增速有望从 2010 年的 34% 提升至 2011 年的 42%。我们看好“1-2-3”重点推荐组合: “1”个休闲男装品牌七匹狼, “2”个休闲品牌美邦、森马和 “3”家家纺公司。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 季度业绩分析

(人民币 百万)	2009	2010	YoY	1Q2010	1Q2011	YoY	中金评论
营业收入	792	1,067	35%	253	333	31%	产品结构提升带动毛利率改善 增值税大幅上升导致应交的城建税和教育费附加增加
营业成本	-451	-575	27%	-135	-168	24%	
营业税金及附加	-3	-4	12%	-1	-4	242%	
主营业务利润	337	488	45%	117	161	38%	
销售费用	-189	-268	42%	-57	-75	30%	营业费用率基本持平
管理费用	-44	-66	49%	-13	-10	-24%	
财务费用	-4	8	-290%	0	1	683%	超募资金银行存款利息增加
资产减值损失	1	-1	-155%	-0	-1	197%	
营业利润	101	161	60%	46	77	67%	受益于营业收入的增长和毛利率的提升
营业外收入	8	2	-73%	0	0	64%	
营业外支出	-1	-2	187%	-0	-0	-13%	
利润总额	108	161	49%	46	77	67%	
所得税	-22	-33	49%	-10	-18	81%	深圳所得税率由上年度的22%过度到24%
净利润	86	128	48%	36	59	63%	
每股收益 (元)	0.64	0.95	48%	0.27	0.44	63%	
财务比率							
毛利率	43.0%	46.1%	3.1%	46.7%	49.6%	2.9%	产品结构提升带动毛利率改善
营业费用率	23.8%	25.1%	1.3%	22.6%	22.4%	-0.2%	
管理费用率	5.6%	6.2%	0.6%	5.3%	3.1%	-2.2%	管理杠杆提升显著
财务费用率	0.5%	-0.8%	-1.3%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	
营业利润率	12.8%	15.1%	2.4%	18.3%	23.2%	4.9%	
净利润率	10.9%	12.0%	1.1%	14.3%	17.8%	3.5%	
有效税率	20.6%	20.8%	0.1%	21.6%	23.4%	1.8%	深圳所得税率由上年度的22%过度到24%
存货周转天数	168	194	26	148	213	64	棉花储存
应收账款周转天数	11	8	-3	8	8	0	
应付账款周转天数	127	97	-30	101	68	-34	

资料来源：公司数据，中金研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	681	792	1,067	1,508	2,047
营业成本	(374)	(451)	(575)	(806)	(1,104)
营业费用	(172)	(189)	(268)	(384)	(522)
管理费用	(44)	(44)	(66)	(93)	(123)
财务费用	(7)	(4)	8	8	8
营业利润	81	101	161	226	298
税前利润	79	108	161	225	297
所得税	(13)	(22)	(33)	(52)	(68)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	66	86	128	174	229
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流净额	67	129	(63)	232	172
投资活动现金流净额	(12)	(28)	(131)	(183)	(223)
融资活动现金流净额	-56	673	6	79	-15
货币资金增加额	(1)	774	(187)	128	(66)
货币资金期初余额	79	78	852	665	793
货币资金期末余额	78	852	665	793	726
资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产					
货币资金	78	852	665	793	726
应收/预付款项	25	22	22	31	42
存货	219	197	415	429	588
	336	1,093	1,174	1,354	1,495
非流动资产					
固定资产净值	94	94	185	286	459
在建工程	2	17	30	92	112
无形资产和其他资产	51	50	49	49	49
	15	13	13	13	13
总资产	162	174	276	440	633
流动负债					
短期借款	25	0	30	15	0
应付/预收款项	164	151	156	215	295
应交税金	7	14	26	28	31
其它流动负债	36	41	52	73	99
	248	225	316	392	497
长期负债	28	0	0	0	0
总负债	29	0	16	16	16
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	221	1,042	1,119	1,386	1,615

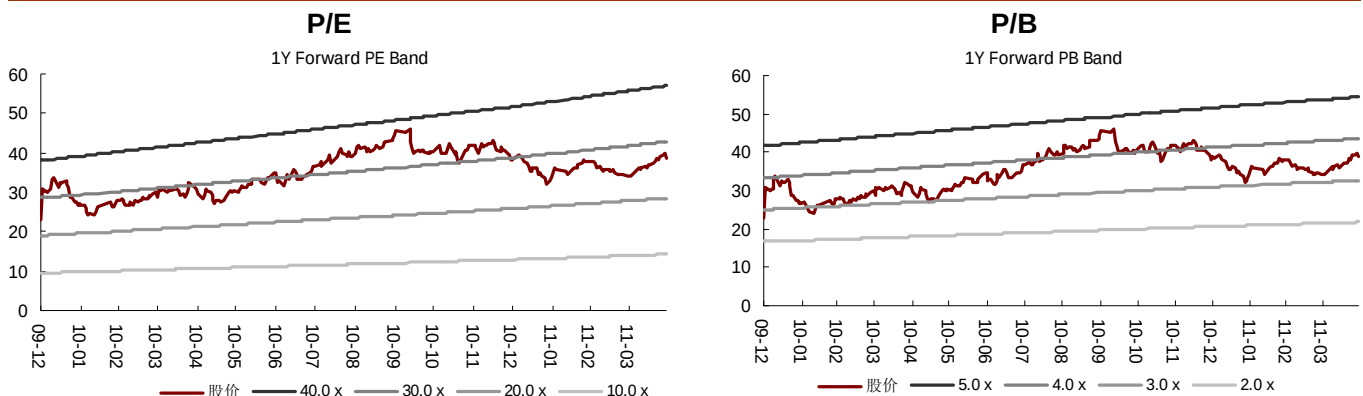
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 (百万)	总市值 百万美元	净利润(百万)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
						2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
服装纺织																			
青少年休闲装	002269.CH	美邦服饰	30.90	31,055	4,769	758	25%	1,218	61%	1,647	35%	0.75	1.21	1.64	41.0	25.5	18.9	47.4%	0.54
	002563.CH	森马服饰	53.23	35,664	5,477	1,001	46%	1,461	46%	2,050	40%	1.49	2.18	3.06	35.6	24.4	17.4	43.1%	0.57
	002503.CH	搜于特	32.08	5,133	788	91	68%	144	59%	220	53%	0.57	0.90	1.38	56.5	35.6	23.3	55.7%	0.64
	330.HK	思捷环球	33.45	43,165	5,554	4,226	-11%	3,516	-17%	3,665	4%	3.27	2.72	2.84	10.2	12.3	11.8	-6.9%	-1.78
鞋类	1880.HK	百丽	15.10	127,357	16,387	3,425	35%	4,389	28%	5,527	26%	0.47	0.63	0.80	32.0	23.8	18.9	27.0%	0.88
	210.HK	达芙妮	6.52	10,679	1,374	596	51%	823	38%	989	20%	0.42	0.61	0.74	15.4	10.6	8.9	28.9%	0.37
	1386.HK	盛通集团	1.54	960	124	3	-	4	37%	4	0%	0.00	0.01	n.a.	329.1	240.1	n.a.	n.a.	n.a.
	738.HK	利信达集团	3.99	2,551	328	123	71%	167	36%	208	25%	0.19	0.26	0.33	20.7	15.2	12.2	30.1%	0.51
	1836.HK	九兴控股	17.66	14,029	1,805	826	19%	913	11%	1,102	21%	1.21	1.40	1.69	14.6	12.6	10.4	15.5%	0.81
	002291.CH	星期六	15.39	4,302	661	100	-12%	136	36%	183	34%	0.36	0.49	0.65	42.9	31.6	23.5	35.0%	0.90
男装	1234.HK	利邦	11.10	13,326	1,715	419	38%	556	33%	728	31%	0.41	0.57	0.74	27.4	19.6	15.0	31.8%	0.62
	891.HK	利邦	8.62	14,604	1,879	341	90%	475	39%	636	34%	0.23	0.34	0.46	36.8	25.2	18.8	36.6%	0.69
	238.HK	长兴国际	3.94	3,870	498	153	46%	210	37%	263	25%	0.18	0.26	0.33	21.8	15.1	12.1	31.0%	0.49
	002029.CH	七匹狼	33.59	9,503	1,459	283	39%	375	32%	508	35%	1.00	1.33	1.80	33.6	25.3	18.7	34.0%	0.75
	600177.CH	雅戈尔	11.82	26,319	4,042	2,672	-18%	1,512	-43%	1,953	29%	1.20	0.68	0.88	9.8	17.4	13.5	-14.5%	-1.20
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	11.82	26,319	4,042	1,421	-13%	1,512	6%	1,953	29%	0.64	0.68	0.88	18.5	17.4	13.5	17.2%	1.01
	002154.CH	报喜鸟	28.00	8,225	1,263	243	31%	331	36%	441	33%	0.83	1.13	1.50	33.9	24.8	18.7	34.7%	0.72
	002485.CH	希努尔	25.08	5,016	770	144	29%	160	11%	202	26%	0.72	0.80	1.01	34.9	31.4	24.9	18.4%	1.70
家纺	002293.CH	罗莱家纺	68.39	9,599	1,474	239	43%	334	40%	465	39%	1.70	2.38	3.32	40.2	28.7	20.6	39.7%	0.72
	002327.CH	富安娜	38.21	5,116	786	128	48%	174	36%	229	32%	0.95	1.30	1.71	40.0	29.5	22.4	33.8%	0.87
	002397.CH	梦洁家纺	39.76	3,757	577	92	51%	143	56%	201	40%	0.97	1.51	2.13	41.0	26.3	18.7	48.0%	0.55
	运动	2331.HK	李宁	13.78	14,513	1,867	1,108	17%	1,001	-10%	1,107	11%	1.22	1.16	1.28	11.3	11.9	10.7	0.0%
3818.HK		中国动向	2.60	14,733	1,896	1,464	0%	1,257	-14%	1,302	4%	0.30	0.27	0.28	8.7	9.6	9.3	-5.7%	-1.68
2020.HK		安踏	12.22	30,475	3,921	1,551	24%	1,875	21%	2,256	20%	0.72	0.92	1.10	16.9	13.3	11.1	20.6%	0.65
1368.HK		特步	5.38	11,707	1,506	814	26%	950	17%	1,124	18%	0.43	0.53	0.63	12.4	10.1	8.5	17.5%	0.58
1361.HK		361度	5.27	10,899	1,402	917	45%	1,010	10%	1,165	15%	0.52	0.60	0.69	10.2	8.9	7.7	12.7%	0.70
1968.HK		匹克	6.18	12,965	1,668	822	31%	992	21%	1,167	18%	0.46	0.58	0.68	13.6	10.7	9.1	19.1%	0.56
3813.HK		宝胜国际	1.19	5,106	657	145	-	364	151%	449	23%	0.04	0.10	0.13	30.3	11.5	9.3	76.2%	0.15
NKE.US		耐克	79.96	38,260	5,600	1,907	28%	2,094	10%	2,276	9%	4.96	5.45	5.92	16.1	14.7	13.5	9.2%	1.59
ADS.GY		阿迪达斯	49.22	10,298	15,100	567	131%	659	16%	772	17%	2.71	3.15	3.69	18.2	15.6	13.3	16.7%	0.94
羽绒服		3998.HK	波司登	2.44	18,965	2,440	1,079	44%	1,350	25%	1,557	15%	0.16	0.21	0.24	15.1	11.5	10.0	20.1%
户外	300005.CH	探路者	28.41	3,807	585	54	22%	96	78%	148	54%	0.40	0.72	1.10	70.6	39.7	25.7	65.7%	0.60
	002486.CH	嘉麟杰	14.81	3,080	473	62	44%	93	52%	137	47%	0.30	0.45	0.66	50.1	33.0	22.5	49.2%	0.67
女装	002425.CH	凯撒股份	20.77	4,445	683	63	9%	65	2%	76	17%	0.30	0.30	0.36	70.1	68.4	58.5	9.5%	7.22
	589.HK	宝姿	21.15	12,021	1,547	473	1%	568	20%	691	22%	0.97	1.22	1.48	21.9	17.4	14.3	20.9%	0.83
裘皮	002494.CH	华斯股份	23.47	2,664	409	53	41%	82	56%	130	59%	0.46	0.72	1.15	50.6	32.5	20.5	57.1%	0.57
鞋底	002517.CH	泰亚股份	22.28	1,970	302	38	12%	53	40%	75	40%	0.43	0.60	0.84	52.0	37.1	26.4	40.3%	0.92
纺织	2698.HK	魏桥纺织	7.09	8,468	1,090	1,628	82%	1,814	11%	2,010	11%	1.58	1.85	2.05	4.5	3.8	3.5	11.1%	0.34
	2313.HK	中洲国际	9.06	11,280	1,451	1,272	2%	1,564	23%	1,880	20%	1.19	1.53	1.84	7.6	5.9	4.9	21.6%	0.27
	321.HK	德永佳	8.75	11,907	1,532	1,007	17%	1,102	9%	1,290	17%	0.86	0.99	1.16	10.2	8.9	7.6	13.2%	0.67
	551.HK	裕元集团	26.50	43,697	5,622	3,261	3%	3,713	14%	4,226	14%	2.30	2.75	3.13	11.5	9.6	8.5	13.8%	0.70
	000726.CH	鲁泰A	10.15	8,826	1,356	739	30%	931	26%	1,076	16%	0.74	0.94	1.08	13.7	10.8	9.4	20.7%	0.52
	601718.CH	际华集团	4.36	16,817	2,583	510	12%	749	47%	1,036	38%	0.13	0.19	0.27	33.0	22.5	16.2	42.6%	0.53
	002042.CH	华孚色纺	25.64	7,119	1,093	371	154%	474	28%	635	34%	1.58	2.02	2.70	16.2	12.7	9.5	30.8%	0.41
	002003.CH	伟星股份	19.00	4,921	756	256	48%	327	28%	478	46%	0.99	1.26	1.84	19.2	15.1	10.3	36.6%	0.41

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



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