



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7月4日

纺织品

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

黄芳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090005
huangf@cicc.com.cn

上调至推荐

富安娜 (002327.SZ)

行业持续高增长, 半年报业绩大幅超预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	681	792	1,067	1,439	1,871
(+/-%)	15.3%	16.3%	34.8%	34.8%	30.0%
营业利润	81	101	161	249	334
(+/-%)	27.7%	25.4%	59.7%	54.0%	34.2%
净利润	66	86	128	191	257
(+/-%)	12.7%	31.0%	48.4%	49.7%	34.2%
每股收益(元)	0.49	0.64	0.95	1.43	1.92
每股经营现金流(元)	0.87	1.25	(0.47)	2.00	1.67
市盈率(倍)	84.9	64.8	43.7	29.2	21.7
市净率(倍)	14.5	4.1	5.0	4.0	3.4
股价/经营现金	47.8	33.2	-88.9	20.8	25.0
EV/EBITDA(倍)	31.8	28.9	29.0	18.3	13.4
净资产收益率(%)	33.5	13.6	11.8	15.2	16.8
投入资本回报率(%)	27.6	13.7	10.9	14.3	16.2

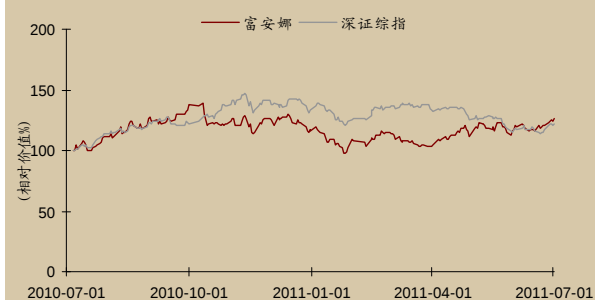
股票信息

股票代码	002327.CH
当前股价(人民币)	41.67
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)	5,580
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	-1.9	-2.9	6.9	-3.2
深证综指	-1.4	-8.5	-16.1	-15.0
行业指数	-8.1	-9.0	-10.5	-5.9

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

半年报业绩高于预期:

富安娜发布半年报预增公告, 预计上半年每股收益 0.78~0.87 元, 同比增长 70~90%。这一增幅超出市场普遍预期的约 50%业绩增速。主要原因是 1) 销售状况理想; 2) 毛利率上升。

► **收入增速强劲, 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 30%以上, 今年以来继续保持量价齐升, 反映了消费升级背景下中高端家纺消费强劲增长。我们估计富安娜收入增长接近 35%, 五六月份并未出现类似其他子行业销售放缓问题, 主要由于家纺产品销售受反常天气影响相对服装较小。

► **毛利率显著提升, 估计相比去年同期改善约 2 个百分点。**

1) **低价原材料储备充足, 规避棉价波动风险, 改善毛利率。**近期棉价大幅回落, 公司原材料库存也恢复至正常水平。未来产品售价不会随棉价下跌而降低, 棉价走低有利于进一步提升毛利率。

2) **终端提价打折少。**今年上半年富安娜以培育品牌为核心目标, 零售价上涨约 15%, 并显著降低终端折扣, 提升品牌形象, 并有助于毛利率改善。

► **直营占比高, 经营杠杆改善明显。**富安娜超过 30%收入来自于直营店, 内生增长提升对租金、管理费用摊薄明显。

发展趋势

家纺行业整体向好, 行业集中度提升趋势明显, 行业领先品牌低基数, 高增长。经营杠杆提升可带动利润更快增长。

盈利预测调整

我们将 2011/12 EPS 分别调升 10%/12%至 1.43/1.92 元, 同比增长 49.7%/34.2%。

估值与建议

上调至推荐评级。家纺处在品牌化消费初期, 在消费升级的大环境下势必从无品牌向有品牌消费方向发展, 3 家家纺公司业绩快速增长确定性较强, 我们推荐整个家纺板块。富安娜规模位列行业第二位, 研发能力较强, 直营占比高对终端掌控强, 且股权激励受众最广 (10%员工持股 9%总股本)。2011 年市盈率 29.2 倍, 今明两年利润可翻番, 是中长期投资良好标的。

风险:

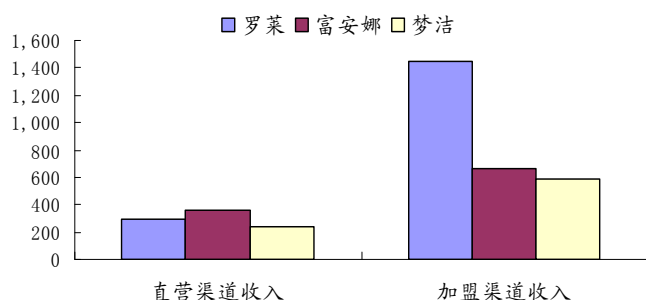
棉花价格大幅反弹。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

我们看好富安娜的原因

- **公司直营占比高，终端掌控力强，经营杠杆弹性大。**富安娜在中心城市采取自营模式，在次中心城市则以加盟代理为主。2010 年公司直营销销售收入达 3.6 亿，占总体收入 34%，绝对值和相对占比均为三家上市公司中最高。公司可更准确把握终端销售情况，提升经营杠杆弹性，有助于长期可持续健康发展。

图表 1：公司直营、加盟收入对比（2010）

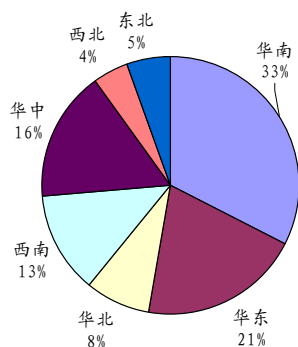


资料来源：公司数据，中金研究部

注：罗莱的直营、加盟收入根据 2009 年收入比例推算

- **在华南、华东、西部区域销售强势。**富安娜品牌从深圳起家，在深圳南山、神州龙华、江苏常熟拥有三大生产基地，以及深圳、常熟大型物流配送基地，在华南、西北区域占绝对领导地位。公司在该区域拥有超过 17 万平米土地储备，也为今后的生产及业务扩张奠定了良好的基础。

图表 2：富安娜分地区收入情况（2010）



资料来源：公司数据，中金研究部

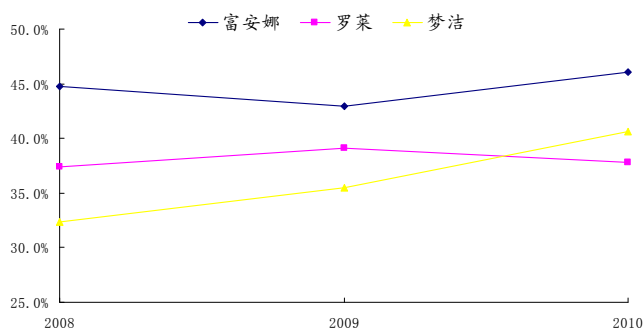
图表 3：三家上市家纺公司之间分区域的收入排名

	第1名	第2名	第3名
华南	富安娜	罗莱	梦洁
西北	富安娜	罗莱	梦洁
华东	罗莱	富安娜	梦洁
西南	罗莱	富安娜	梦洁
东北	罗莱	梦洁	富安娜
华北	罗莱	梦洁	富安娜
华中	罗莱	梦洁	富安娜

资料来源：公司数据，中金研究部

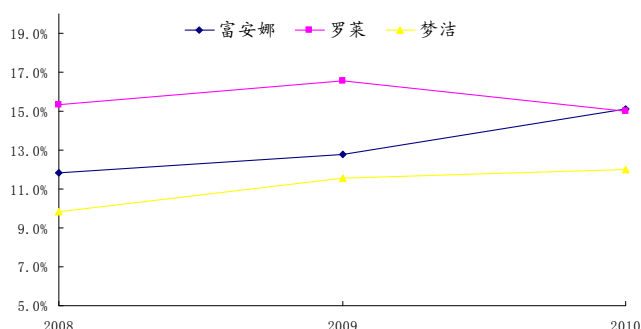
- **毛利率、营业利润率较高。**2010 年富安娜毛利率水平处于业内领先，达到 46.1%。一方面由于公司的直营收入占比更高，另一方面是因为公司的高议价能力，上半年富安娜品牌零售价上涨约 15%，并显著减少了终端折扣。

图表 4：毛利率水平



资料来源：公司数据，中金研究部

图表 5：营业利润率水平



资料来源：公司数据，中金研究部

图表 6: 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	1,439	1,871
营业成本	-374	-451	-575	-742	-961
营业费用	-172	-189	-268	-361	-464
管理费用	-44	-44	-66	-89	-112
财务费用	-7	-4	8	8	8
营业利润	81	101	161	249	334
税前利润	79	108	161	248	333
所得税	-13	-22	-33	-57	-77
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	66	86	128	191	257
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	268	223
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	163	-15
货币资金期初余额	79	78	852	665	829
货币资金期末余额	78	852	665	829	813
资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产					
货币资金	78	852	665	829	813
应收/预付款项	25	22	22	30	39
存货	219	197	415	395	512
	336	1,093	1,174	1,348	1,486
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	198	256
应交税金	7	14	26	28	31
其它流动负债	36	41	52	67	86
	248	225	316	368	443
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	1,403	1,660

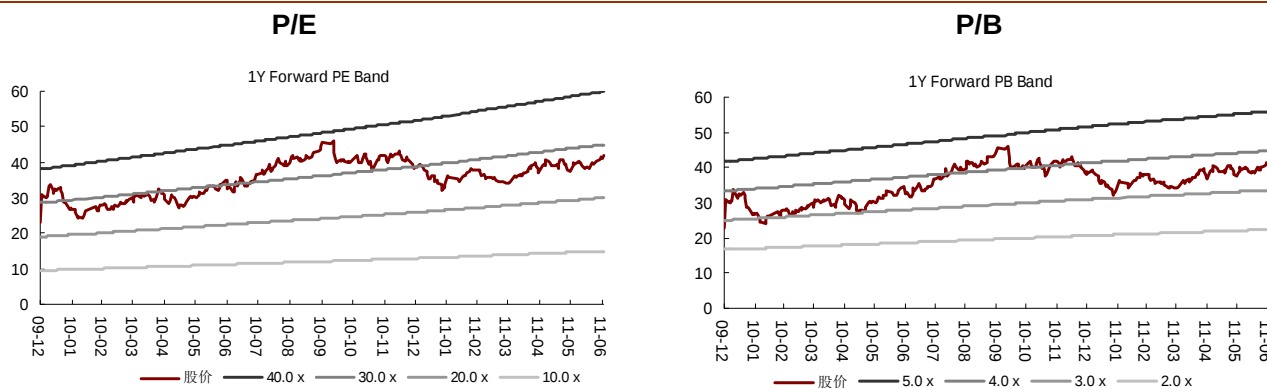
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 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 (百万元)	总市值 百万美元	净利润(百万元)				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																			
婴童产品	1698.HK	博士娃	4.75	9,856	1,267	251	107%	434	73%	618	43%	0.14	0.26	0.39	33.4	18.4	12.3	56.9%	0.32
	MTC.LN	Mothercare	4.03	357	574	22	n.a	24	10%	32	30%	0.25	0.28	0.36	16.0	14.6	11.3	19.2%	0.76
	2911.TT	丽婴房	39.80	7,775	270	327	18%	341	4%	428	26%	1.67	1.74	2.19	23.8	22.8	18.2	14.4%	1.58
	1086.HK	好孩子	3.55	3,550	456	203	5%	208	2%	259	25%	0.20	0.21	0.26	17.5	17.1	13.7	13.0%	1.32
青少年休闲装	002269.CH	美邦服饰	30.20	30,351	4,694	758	25%	1,218	61%	1,647	35%	0.75	1.21	1.64	40.0	24.9	18.4	47.4%	0.53
	002563.CH	森马服饰	48.84	32,723	5,061	1,001	46%	1,461	46%	2,050	40%	1.49	2.18	3.06	32.7	22.4	16.0	43.1%	0.52
	002503.CH	搜于特	32.72	5,235	810	91	68%	144	59%	220	53%	0.57	0.90	1.38	57.7	36.3	23.8	55.7%	0.65
	330.HK	思捷环球	24.20	31,229	4,013	4,226	-11%	3,516	-17%	3,665	4%	3.27	2.72	2.84	7.4	8.9	8.5	-6.9%	-1.29
鞋类	1880.HK	百丽	16.40	138,321	17,776	3,425	35%	4,389	28%	5,527	26%	0.48	0.64	0.85	34.3	25.5	19.3	27.0%	0.94
	210.HK	达芙妮	6.94	11,367	1,461	596	51%	819	37%	979	20%	0.43	0.62	0.78	16.2	11.2	8.9	28.2%	0.40
	1386.HK	盛通集团	1.50	935	120	25	-	4	-84%	4	0%	0.04	0.01	n.a	37.2	233.8	n.a	n.a	n.a
	738.HK	利信达集团	4.63	2,960	380	169	37%	196	16%	240	23%	0.26	0.31	0.37	17.6	15.1	12.4	19.2%	0.79
	1836.HK	九兴控股	19.72	15,665	2,013	826	19%	921	12%	1,108	20%	1.22	1.43	1.81	16.1	13.8	10.9	15.9%	0.87
	002291.CH	星期六	11.20	4,070	629	100	-12%	136	36%	183	34%	0.28	0.37	0.50	40.6	29.9	22.3	35.0%	0.85
男装	1234.HK	利邦	10.90	13,086	1,682	419	38%	556	33%	728	31%	0.41	0.57	0.79	26.6	19.0	13.8	31.8%	0.60
	891.HK	利邦	7.83	13,280	1,707	341	90%	477	40%	639	34%	0.24	0.35	0.49	33.1	22.6	16.0	36.9%	0.61
	238.HK	长兴国际	3.86	3,756	483	153	46%	198	29%	262	32%	0.18	0.25	0.35	20.9	15.4	11.1	30.7%	0.50
	002029.CH	七匹狼	31.35	8,869	1,372	283	39%	375	32%	508	35%	1.00	1.33	1.80	31.3	23.6	17.5	34.0%	0.70
	601566.CH	九牧王	20.40	12,089	1,860	360	40%	487	35%	635	30%	0.63	0.85	1.11	32.4	24.0	18.4	32.7%	0.73
	600177.CH	雅戈尔	10.05	22,377	3,461	2,672	-18%	1,512	-43%	1,953	29%	1.20	0.68	0.88	8.4	14.8	11.5	-14.5%	-1.02
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	10.05	22,377	3,461	1,421	-13%	1,512	6%	1,953	29%	0.64	0.68	0.88	15.7	14.8	11.5	17.2%	0.86
	002154.CH	报喜鸟	13.09	7,690	1,189	243	31%	331	36%	441	33%	0.41	0.56	0.75	31.7	23.2	17.4	34.7%	0.67
家纺	002485.CH	希努尔	21.80	4,360	674	144	29%	160	11%	204	28%	0.72	0.80	1.02	30.4	27.3	21.4	19.2%	1.42
	002293.CH	罗莱家纺	77.20	10,836	1,676	239	63%	334	40%	465	39%	1.70	2.38	3.32	45.4	32.4	23.3	39.7%	0.82
	002327.CH	富安娜	41.67	5,580	863	128	48%	191	50%	257	34%	0.95	1.43	1.92	43.7	29.2	21.7	41.7%	0.70
	002397.CH	梦洁家纺	44.59	4,214	652	92	51%	143	56%	201	40%	0.97	1.51	2.13	45.9	29.4	21.0	48.0%	0.61
运动	2331.HK	李宁	13.46	14,197	1,825	1,108	17%	1,001	-10%	1,107	11%	1.24	1.17	1.36	10.9	11.5	9.9	0.0%	-243.70
	3818.HK	中国动向	2.47	13,996	1,799	1,464	0%	1,257	-14%	1,302	4%	0.30	0.27	0.30	8.1	9.0	8.3	-5.7%	-1.58
	2020.HK	安踏	13.90	34,667	4,455	1,551	24%	1,875	21%	2,256	20%	0.73	0.93	1.17	19.0	15.0	11.8	20.6%	0.73
	1368.HK	特步	5.29	11,511	1,479	814	26%	950	17%	1,108	17%	0.44	0.54	0.66	12.0	9.8	8.0	16.7%	0.59
	1361.HK	361度	4.77	9,862	1,267	917	45%	1,025	12%	1,182	15%	0.52	0.61	0.74	9.1	7.8	6.4	13.5%	0.58
	1968.HK	匹克	5.47	11,476	1,475	822	31%	991	21%	1,165	18%	0.46	0.58	0.72	11.9	9.4	7.6	19.0%	0.49
	3813.HK	宝胜国际	1.35	5,792	744	145	-	364	152%	464	27%	0.04	0.10	0.14	34.0	12.9	9.6	79.0%	0.16
	NKE.US	耐克	91.82	43,535	43,535	2,133	12%	2,288	7%	2,626	15%	5.55	5.96	6.84	16.5	15.4	13.4	11.0%	1.41
羽绒服	ADS.GY	阿迪达斯	54.75	11,455	1,639	567	131%	680	20%	809	19%	2.71	3.25	3.87	20.2	16.8	14.2	19.5%	0.86
	3998.HK	波司登	2.40	18,654	2,397	1,276	18%	1,436	12%	1,569	9%	0.19	0.23	0.26	12.4	10.5	9.2	10.9%	0.97
	300005.CH	探路者	16.01	4,291	664	54	22%	95	77%	149	56%	0.20	0.36	0.55	79.6	45.1	28.9	66.0%	0.68
	002486.CH	嘉麟杰	14.50	3,016	466	62	44%	88	43%	128	46%	0.30	0.42	0.62	49.0	34.3	23.5	44.4%	0.77
女装	002425.CH	凯撒股份	20.33	4,351	673	63	9%	65	2%	76	17%	0.30	0.30	0.36	68.6	66.9	57.2	9.5%	7.07
	589.HK	宝姿	18.40	10,463	1,345	473	1%	555	17%	675	22%	0.98	1.20	1.54	18.8	15.3	11.9	19.5%	0.78
裘皮	002494.CH	华斯股份	20.03	2,273	352	53	41%	75	42%	108	44%	0.46	0.66	0.95	43.2	30.3	21.1	43.2%	0.70
	002517.CH	泰亚股份	19.09	1,688	261	38	12%	48	27%	70	46%	0.43	0.54	0.79	44.6	35.2	24.1	36.0%	0.98
纺织	2698.HK	魏桥纺织	5.85	6,987	898	1,628	82%	1,814	11%	2,010	11%	1.60	1.88	2.19	3.6	3.1	2.7	11.1%	0.28
	2313.HK	中洲国际	10.60	13,197	1,696	1,272	2%	1,564	23%	1,880	20%	1.20	1.55	1.96	8.8	6.8	5.4	21.6%	0.32
	321.HK	德永佳	9.20	12,521	1,609	1,133	13%	1,314	16%	1,503	14%	0.98	1.19	1.43	9.4	7.7	6.4	15.2%	0.51
	551.HK	裕元集团	24.70	40,729	5,234	3,261	3%	3,588	10%	4,134	15%	2.33	2.69	3.26	10.6	9.2	7.6	12.6%	0.73
	000726.CH	晋泰A	10.91	9,220	1,426	739	30%	931	26%	1,076	16%	0.74	0.94	1.08	14.7	11.7	10.1	20.7%	0.56
	601718.CH	陈华集团	4.53	17,472	2,702	510	12%	749	47%	1,036	38%	0.13	0.19	0.27	34.3	23.3	16.9	42.6%	0.55
	002042.CH	华孚色纺	24.90	6,914	1,069	371	154%	485	31%	656	35%	1.58	2.06	2.79	15.8	12.1	8.9	32.9%	0.37
	002003.CH	伟星股份	17.13	4,436	686	256	48%	328	28%	435	33%	0.99	1.27	1.68	17.3	13.5	10.2	30.4%	0.45

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 8: 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