



富安娜 (002327):

普惠型股权激励有助于业绩持续稳定增长

新消费主题研究报告

维持评级: 增持

分析师: 刘金沪

SAC 执业证书编号: S0350209030572

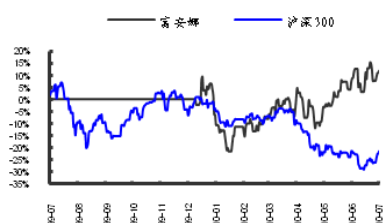
电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深 300 表现



市场数据 2010. 07. 22

|              |            |
|--------------|------------|
| 当前价格 (元)     | 34.52      |
| 52 周价格区间 (元) | 30.1-46.29 |
| 总市值 (百万)     | 4622.23    |
| 流通市值 (百万)    | 1166.78    |
| 总股本 (万股)     | 13390.00   |
| 流通股 (万股)     | 3380.00    |

财务数据 FYE

|         |       |
|---------|-------|
| 毛利率     | 43.0% |
| 净利率     | 10.9% |
| 净资产收益率  | 8.3%  |
| 总资产收益率  | 7.0%  |
| 资产负债率   | 17.7% |
| 现金分红收益率 | 0.0%  |
| 市盈率     | 53.7  |
| 市净率     | 4.4   |

## 事件

7 月 21 日, 富安娜公告: 拟授予激励对象 300 万份股票期权, 首次授予的股票期权的行权价格为 34.24 元。本期股票期权激励计划有效期为自股票期权授权日起五年。首次授予的股票期权自本期激励计划授权日起满 24 个月后, 激励对象应在可行权日内按 30%; 30%; 40%的行权比例分期行权。

行权条件: 本计划在 2011—2013 年的 3 个会计年度中, 每年的净资产收益率不低于 10%, 以 2009 年净利润为基数, 2011、2012、2013 年净利润增长率不低于 65%、105%、145%。

公司还拟出资 1.5 亿元, 建立四川南充生产基地; 此外, 拟以自有资金 50 万元设立全资子公司深圳市富安娜电子商务有限公司, 拓展电子商务业务。

## 点评

股权激励方案惠及面广, 实现难度不大

此次的激励对象为 2 位公司高级管理人员和 194 位公司核心技术 (业务) 人员及中层管理人员, 惠及范围甚广

广，从 HR、SCM 副总到基层门店的店柜长，可谓涉及了企业发展过程中核心竞争力打造的每一环节。此次激励如果顺利实现，则合计有约 300 名员工持股，占员工总数和总股本均接近 10%，有助于实现劳资利益一致化带来的提升效应，且业绩考核持续到 2013 年，从而为公司未来 3 年的业绩平稳增长提供了更大定数。

从行业发展的阶段和公司的业务发展态势来看，实现业绩增长目标并不困难，为行权所需 2010-2013 年的复合增长率约为 25.1%，而公司在 2000 年至今保持了 36% 以上的复合增长率，这可以看作是公司前期高速增长阶段的延伸。

### 产能布局日趋合理，探索多元化销售模式

在布局华南、华东的基础上，公司进军四川加快了在全国生产基地的战略布局，可以缓解日益紧张的产能瓶颈，充分利用当地的劳动力、市场及资源优势，降低物流成本，辐射整个西南大市场。

电子商务代表着未来新的商业模式之一，公司在这方面的积极探索，可以对未来传统渠道提供有效的补充。

### 盈利预测及投资建议

表 1：2006-2011 年实际盈利及预测表（单位：百万元）

|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入      | 419   | 590   | 681   | 792   | 1,017 | 1,311 |
| 销售成本      | 293   | 369   | 374   | 451   | 560   | 706   |
| 毛利        | 126   | 221   | 306   | 340   | 457   | 605   |
| 毛利率       | 30.1% | 37.5% | 45.0% | 43.0% | 45.0% | 46.2% |
| 期间费用      | 87    | 156   | 223   | 237   | 298   | 393   |
| 期间费用率     | 20.7% | 26.4% | 32.8% | 30.0% | 29.3% | 30.0% |
| 营业利润      | 37    | 63    | 81    | 101   | 155   | 208   |
| 营业利润率     | 8.9%  | 10.7% | 11.8% | 12.8% | 15.3% | 15.9% |
| 税前利润      | 40    | 63    | 79    | 109   | 155   | 208   |
| 所得税       | 6     | 5     | 13    | 22    | 33    | 44    |
| 归属母公司的净利润 | 34    | 58    | 66    | 86    | 123   | 164   |
| 净利润率      | 8.1%  | 9.9%  | 9.7%  | 10.9% | 12.1% | 12.5% |
| EPS（摊薄）   | 0.25  | 0.44  | 0.49  | 0.64  | 0.92  | 1.23  |
| P/E       |       | 79.20 | 70.30 | 53.68 | 37.68 | 28.15 |

资料来源：国海证券研究所

基于目前的股本规模，10、11 年的 EPS 分别为 0.92 元和 1.23 元，2010 年市盈率在 38 倍，目前估值较为合理。我们看好我国消费升级过程中家纺行业洗牌结束后龙头公司的机会，它们可享有基于市场规模和产业集中度提升的双重效应，公司在品牌、研发、产能布局等方面已有的综合优势将确保分享这一果实，较高的行权价显示了管理层和骨干员工对未来业绩持续高速增长的信心，维持其“增持”评级。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。