

富安娜 (002327.SZ) 纺织行业

评级：买入 维持评级

公司点评

刘宇袖

联系人
(8621)61038285
liuyx@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

富安娜股权激励点评

事件

公司公布股权激励计划：向196名激励对象授予300万份股票期权（其中预留30万份给预留激励对象），每份股票期权拥有在授权日起五年内的可行权日按30%，30%和40%的比例分三期，以行权价格和行权条件购买一股富安娜股票的权利，本次期权股本占本激励计划公告时公司总股本13,390万股的2.24%，本次股票期权激励计划的行权价格为34.24元。此次公司股权激励对象包括：2名高级管理人员，194名核心技术人员和中层管理人员，共计196人；三期行权条件分别为：2011-2013年年加权平均净资产收益率不低于10%，以2009年净利润为基数，2011-2013年净利润增长率分别不低于65%，105%和145%。由于股权激励导致的期权费用2010年-2014年分别为330万元、916万元、796万元、486万元、200万元，合计2728万元。公司同时公告准备在四川南充投资1.5亿元建设生产基地。

评论

股权激励计划凸显公司信心：1，将公司的股权激励计划行权条件换算成同比增速：即为2009-2013四年间公司净利润同比复合增长率不得低于30%；2，这个股权激励方案的推出充分显示了公司管理层对于近几年家纺市场以及公司业绩高增长的信心；3，此次公司196名股权激励对象几乎涵盖了所有公司上市之前未获得过股权激励的高管，中层管理人员及核心技术人员，我们认为这有利于维护公司管理层稳定，为公司留住核心人才和基层骨干，并保证各个部门之间能积极协调配合，发挥最大能动性。

我们预计公司完全可以实现股权激励所必要的业绩增长条件：1，目前家纺行业处于价廉物美到个性时尚的转变阶段，宏观经济发展，城市化的高速进程将给行业带来源源不断的市场需求，家纺市场未来几年将处于高速成长期；2，目前阶段家纺企业主要处于渠道竞争阶段，因此上市对于公司品牌知名度的提升，募集资金对于增加产能，扩大销售网络都起到了非常显著的作用，上市红利效应在短期之内将成为公司业绩高增长的主要推动力；3，公司经营管理策略较为灵活，主要体现在对产品风格的调整以及对渠道扩张方式的调整上。09年下半年即开始对产品风格进行小幅度调整，在坚持自我特色的同时，适当兼顾市场流行，这种主动适应市场趋势的调整立竿见影的体现在订货额的增长上；公司上市之后逐步增加加盟渠道，加盟渠道在目前租金偏高，未来市场存在一些不确定性的情况下，相较直营风险更低，扩张速度也能够保证；4，公司10年将着力发展馨而乐品牌，该品牌定位较富安娜品牌更为年轻，产品风格也更为时尚，这有利于公司抓住80后消费者——这个拥有更为超前的消费观念，中国消费升级的领军群体，为公司的中长期发展打下基础；

地产调控对公司影响不大：我们认为房地产调控尽管会对家纺市场产生不利影响，但影响不会太大，主要原因在于：家纺行业快速发展，不受地产调控影响的居民日常生活性消费占比逐年快速提高；同时行业集中度较低，这有利于上市公司抢占更多的市场份额；

公司一季报业绩预增给予市场信心：公司2010年一季度实现归属于上市公司股东的净利润3630万元，同比增长46.67%，这不但验证了我们对于公司业绩高增长的判断，也给予了市场对于公司未来业绩持续高速增长信心。

南充生产基地建设对业绩贡献是间接的：公司是家纺品牌企业，产品既可自产也可外包，自有产能更多是保证产品质量和及时供应，对业绩的作用是间接的。

投资建议

我们一直看好家纺市场和公司发展前景，目前仍维持业绩预期不变，认为股权激励行程的费用完全可以通过主营业务增长而抵消。预计公司2010-2012年净利润分别为1.19亿元，1.58亿元，2.17亿元，分别同比增长38.04%，32.83%，37.32%；EPS分别为0.868元，1.153元，1.584元，**继续维持买入建议。**

图表1：盈利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	2010E	2011E	2012E
直营								
平均店铺销售收入（万元/个）	77.55	69.99	86.23					
增长率（YOY）		-9.75%	23.20%					
销售店铺数量（个）	203	309	339	316				
增长率（YOY）		52.22%	9.71%					
销售收入（百万元）	157.43	216.28	292.33	141.85	305.28	390.00	510.00	670.00
增长率（YOY）		37.38%	35.16%		4.43%	27.75%	30.77%	31.37%
毛利率	35.26%	45.87%	55.10%	53.72%	55.86%	56.00%	57.00%	57.00%
销售成本（百万元）	101.92	117.08	131.25	65.65	134.74	171.60	219.30	288.10
增长率（YOY）		14.87%	12.10%		2.66%	27.36%	27.80%	31.37%
毛利（百万元）	55.52	99.20	161.08	76.20	170.54	218.40	290.70	381.90
增长率（YOY）		78.68%	62.38%		5.87%	28.06%	33.10%	31.37%
占总销售额比重	37.85%	37.43%	44.05%	44.74%	39.58%	37.72%	36.89%	36.61%
占主营业务利润比重	43.97%	45.50%	52.93%	55.06%	50.39%	48.08%	46.91%	45.93%
加盟								
平均店铺销售收入（万元/个）	39.80	47.00	46.06					
增长率（YOY）		18.10%	-2.00%					
销售店铺数量（个）	561	673	733	872				
增长率（YOY）		19.96%	8.92%					
销售收入（百万元）	223.26	316.31	337.63	171.15	449.83	624.00	852.50	1,140.00
增长率（YOY）		41.68%	6.74%		33.23%	38.72%	36.62%	33.72%
毛利率	27.88%	34.73%	40.30%	35.88%	36.31%	37.00%	38.00%	39.00%
销售成本（百万元）	161.02	206.45	201.57	109.74	286.48	393.12	528.55	695.40
增长率（YOY）		28.22%	-2.37%		42.13%	37.23%	34.45%	31.57%
毛利（百万元）	62.24	109.85	136.07	61.42	163.36	230.88	323.95	444.60
增长率（YOY）		76.49%	23.86%		20.06%	41.34%	40.31%	37.24%
占总销售额比重	53.68%	54.74%	50.87%	53.98%	58.32%	60.35%	61.66%	62.30%
占主营业务利润比重	49.29%	50.39%	44.71%	44.38%	48.27%	50.82%	52.28%	53.47%
出口								
销售收入（百万元）	35.21	45.20	33.74	4.06	16.17	20.00	20.00	20.00
增长率（YOY）		28.38%	-25.37%		-52.07%	23.69%	0.00%	0.00%
毛利率	24.17%	19.84%	21.21%	19.17%	28.01%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	26.70	36.23	26.58	3.28	11.64	15.00	15.00	15.00
增长率（YOY）		35.70%	-26.64%		-56.21%	28.87%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	8.51	8.97	7.16	0.78	4.53	5.00	5.00	5.00
增长率（YOY）		5.40%	-20.22%		-36.70%	10.38%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	8.47%	7.82%	5.08%	1.28%	2.10%	1.93%	1.45%	1.09%
占主营业务利润比重	6.74%	4.11%	2.35%	0.56%	1.34%	1.10%	0.81%	0.60%
销售总收入（百万元）	415.91	577.79	663.70	317.07	771.28	1034.00	1382.50	1830.00
销售总成本（百万元）	289.64	359.76	359.39	178.67	432.85	579.72	762.85	998.50
毛利（百万元）	126.27	218.02	304.30	138.40	338.43	454.28	619.65	831.50
平均毛利率	30.36%	37.73%	45.85%	43.65%	43.88%	43.93%	44.82%	45.44%

来源：国金证券研究所

图表2：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	590	681	792	1,034	1,383	1,830	货币资金	79	78	853	1,429	1,378	1,371
增长率		15.3%	16.3%	30.6%	33.7%	32.4%	应收款项	36	32	30	45	60	80
主营业务成本	-369	-374	-451	-580	-763	-999	存货	146	219	197	270	334	410
% 销售收入	62.5%	55.0%	57.0%	56.1%	55.2%	54.6%	其他流动资产	11	7	13	14	17	22
毛利	221	306	340	454	620	832	流动资产	272	336	1,093	1,758	1,790	1,883
% 销售收入	37.5%	45.0%	43.0%	43.9%	44.8%	45.4%	% 总资产	63.2%	67.6%	86.3%	85.4%	78.7%	74.0%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-5	-6	-8	长期投资	0	0	0	51	150	250
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	99	96	111	188	266	334
营业费用	-121	-172	-189	-251	-329	-436	% 总资产	22.9%	19.2%	8.8%	9.2%	11.7%	13.1%
% 销售收入	20.5%	25.3%	23.8%	24.3%	23.8%	23.8%	无形资产	53	55	52	58	67	75
管理费用	-29	-44	-44	-60	-85	-109	非流动资产	159	162	174	300	485	661
% 销售收入	4.9%	6.5%	5.6%	5.8%	6.2%	5.9%	% 总资产	36.8%	32.4%	13.7%	14.6%	21.3%	26.0%
息税前利润（EBIT）	69	88	104	138	199	279	资产总计	431	498	1,267	2,058	2,275	2,543
% 销售收入	11.8%	13.0%	13.1%	13.4%	14.4%	15.3%	短期借款	51	37	0	0	0	0
财务费用	-6	-7	-4	7	5	4	应付款项	145	193	198	256	322	402
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	24	18	26	60	78	106
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	流动负债	220	248	225	316	400	508
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	28	0	-18	22	23
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	260	277	225	298	422	531
营业利润	63	81	101	144	204	283	普通股股东权益	171	221	1,042	1,760	1,853	2,012
营业利润率	10.7%	11.8%	12.8%	14.0%	14.8%	15.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	7	6	6	6	负债股东权益合计	431	498	1,267	2,058	2,275	2,543
税前利润	63	79	108	150	210	289	比率分析						
利润率	10.7%	11.6%	13.7%	14.6%	15.2%	15.8%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-5	-13	-22	-32	-53	-72	每股指标						
所得税率	7.4%	17.0%	20.6%	21.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.758	0.854	0.629	0.868	1.153	1.584
净利润	58	66	86	119	158	217	每股收益	2.218	2.873	10.119	13.645	14.366	15.596
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	0.657	0.871	1.255	0.826	1.305	1.845
归属于母公司的净利润	58	66	86	119	158	217	每股经营现金净流	0.000	0.000	0.000	0.250	0.320	0.450
净利率	9.9%	9.7%	10.9%	11.5%	11.4%	11.8%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	34.17%	29.73%	8.26%	6.75%	8.52%	10.78%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	13.54%	13.20%	6.80%	5.78%	6.94%	8.52%
净利润	58	66	86	119	158	217	投入资本收益率	24.56%	25.60%	7.91%	6.27%	7.97%	10.29%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	14	12	15	24	34	主营业务收入增长率	40.84%	15.34%	16.31%	30.59%	33.70%	32.37%
非经营收益	-1	1	3	2	-5	-4	EBIT增长率	68.32%	27.31%	17.58%	33.09%	44.26%	39.99%
营运资金变动	-17	-13	28	-29	-8	-9	净利润增长率	72.77%	12.65%	30.96%	38.04%	32.83%	37.32%
经营活动现金净流	51	67	129	107	168	238	总资产增长率	33.62%	15.48%	154.45%	62.42%	10.55%	11.78%
资本开支	-41	-12	-28	-95	-103	-104	资产管理能力						
投资	-4	0	0	-51	-100	-100	应收账款周转天数	14.5	14.2	10.7	12.0	12.0	12.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	132.5	177.9	168.3	170.0	160.0	150.0
投资活动现金净流	-46	-12	-28	-146	-203	-204	应付账款周转天数	58.2	71.8	66.6	65.0	65.0	65.0
股权募资	10	0	780	631	-24	0	固定资产周转天数	57.5	50.3	43.5	56.8	63.0	61.0
债权募资	30	-26	-65	-18	40	1	偿债能力						
其他	-10	-30	-42	2	-33	-43	净负债/股东权益	6.86%	-5.99%	-81.88%	-82.24%	-73.20%	-66.98%
筹资活动现金净流	30	-56	673	615	-16	-42	EBIT利息保障倍数	11.5	12.8	24.6	-20.9	-37.9	-67.5
现金净流量	35	-1	774	576	-51	-8	资产负债率	60.38%	55.58%	17.74%	14.47%	18.54%	20.89%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-12-15	减持		24.00 ~ 26.00
2	2010-03-22	买入	28.98	41.27 ~ 47.16
3	2010-03-31	买入	30.47	N/A
4	2010-04-28	买入	30.73	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室