

富安娜：家纺企业首推股权激励

--股权激励和对外投资点评

报告关键点：

- 股权激励辐射广，行权价为34.24元
- 四川南充建西南生产基地，全国性家纺生产基地现雏形
- 首次给予“增持-A”投资评级，6个月目标价40元

报告摘要：

- 推出家纺行业首份股权激励方案，行权价为34.24元：公司于2010年7月20日召开第二届董事会第五次（临时）会议通过了股权激励计划（草案）。股票期权总计300万份，占公司目前总股本1.34亿股的2.24%，首次授予270万份，预留30万份。期权行权价格为34.24元，行权有效期为授权日起5年，等待期为2年。
- 股权激励方案业绩考核相对较高，彰显管理层对未来业绩信心：根据股权激励考核条件，按总股本1.34亿股全面摊薄，预计公司2011-2013年EPS将分别不低于1.06元、1.32元和1.58元，且ROE不低于10%，2009-2013年净利润年复合增速约为25%，与纺织服装行业上市公司股权激励方案比较，对业绩考核要求较高，同时行权价格处于上市以来较高位，彰显管理层对公司未来业绩充满信心。
- 激励对象广泛，有利于最大限度的调动骨干员工的积极性：首次授予的270万份期权中，除了13.8万份授予尚未获得股权的两位副总外，其余256.2万份期权授予对象十分广泛，基本涵盖了公司设计、研发、采购、生产、销售等公司所有部门的中层骨干，其中，销售部门中大区经理至一线店柜长都在激励对象范围内，能有效调动高管和基层管理骨干的积极性。
- 四川南充建西南生产基地，全国性家纺生产基地现雏形：公司计划投资1.5亿元建立西南生产基地，建设期为36个月，建成后，公司将形成深圳、江苏常熟和四川南充三大生产基地，全国性家纺生产布局现雏形，为品牌拓展提供坚实的产能和品质保障。此外，公司还投资50万元成立电子商务公司，独立进行网络销售渠道开拓，丰富了内销渠道。
- 首次给予公司“增持-A”投资评级，6个月目标价40元：家纺是我们看好的快速成长的三大子行业之一，富安娜首推股权激励，在保障未来3-4年前提下，较大范围的实施股权激励，有助于最大程度地激发骨干员工的积极性，我们预计2010-2012年公司EPS分辨全0.87元、1.14元和1.43元（按1.34亿股本全面摊薄），首次给予公司“增持-A”投资评级，6个月目标价40元。

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：

40.00 元

期限：

6 个月 上次预测：

现价： 34.24 元

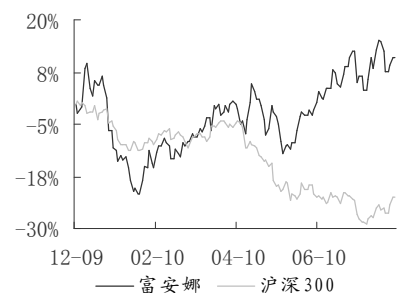
报告日期：

2010-07-22

市场数据

总市值(百万元)	4,584.74
流通市值(百万元)	1,157.31
总股本(百万股)	133.90
流通股本(百万股)	33.80
12 个月最高/最低	30.10/46.29 元
十大流通股(%)	18.42%
股东户数	9,796

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.37	20.15	34.72
绝对收益	2.06	5.96	10.89

研究员

赵梅玲

行业分析师

021-68765110

zhaoml@essence.com.cn

证书编号

S1450209090278

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	680.8	791.8	1,000.7	1,309.5	1,675.4
Growth(%)	15.3%	16.3%	26.4%	30.9%	27.9%
净利润	65.7	86.1	115.9	152.4	192.1
Growth(%)	12.7%	31.0%	34.6%	31.5%	26.0%
毛利率(%)	45.0%	43.0%	43.8%	43.9%	43.8%
净利润率(%)	9.7%	10.9%	11.6%	11.6%	11.5%
每股收益(元)	0.49	0.64	0.87	1.14	1.43
每股净资产(元)	1.65	7.78	8.48	9.39	10.53
市盈率	69.7	53.2	39.6	30.1	23.9
市净率	20.7	4.4	4.0	3.6	3.3
净资产收益率(%)	29.7%	8.3%	10.2%	12.1%	13.6%
ROIC(%)	39.8%	44.2%	61.2%	49.4%	52.0%
EV/EBITDA	26.8	23.0	23.9	17.8	13.7
股息收益率	0.3%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-21

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	680.8	791.8	1,000.7	1,309.5	1,675.4	成长性					
减: 营业成本	374.5	451.4	562.4	734.3	941.0	营业收入增长率	15.3%	16.3%	26.4%	30.9%	27.9%
营业税费	1.7	3.3	3.0	3.9	5.0	营业利润增长率	27.7%	25.4%	48.0%	35.9%	26.0%
销售费用	171.9	188.8	230.2	301.2	385.3	净利润增长率	12.7%	31.0%	34.6%	31.5%	26.0%
管理费用	44.4	44.4	55.0	72.0	92.1	EBITDA 增长率	26.6%	18.5%	35.0%	32.6%	26.4%
财务费用	6.9	4.2	-2.2	-6.0	-5.3	EBIT 增长率	26.6%	20.4%	39.9%	33.8%	27.2%
资产减值损失	0.8	-1.5	2.7	0.8	1.0	NOPLAT 增长率	12.7%	24.4%	26.4%	29.5%	27.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.0%	-8.7%	60.4%	20.9%	18.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	29.5%	371.2%	8.9%	10.7%	12.2%
营业利润	80.6	101.1	149.6	203.2	256.2	利润率					
加: 营业外净收支	-1.4	7.4	-	-	-	毛利率	45.0%	43.0%	43.8%	43.9%	43.8%
利润总额	79.2	108.5	149.6	203.2	256.2	营业利润率	11.8%	12.8%	14.9%	15.5%	15.3%
减: 所得税	13.4	22.4	33.7	50.8	64.0	净利润率	9.7%	10.9%	11.6%	11.6%	11.5%
净利润	65.7	86.1	115.9	152.4	192.1	EBITDA/营业收入	14.4%	14.7%	15.6%	15.9%	15.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.8%	13.3%	14.7%	15.1%	15.0%
货币资金	78.5	853.4	841.7	901.1	988.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	49	43	38	36	33
应收帐款	32.1	29.5	52.1	68.2	87.2	流动营业资本周转天数	19	14	22	35	37
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	161	325	411	350	315
预付帐款	4.8	12.4	18.0	25.4	34.8	应收帐款周转天数	15	11	11	12	12
存货	219.1	197.2	277.4	362.1	464.0	存货周转天数	96	95	85	88	89
其他流动资产	1.9	0.6	0.6	0.6	0.6	总资产周转天数	246	401	477	408	364
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	102	89	87	91	85
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	29.7%	8.3%	10.2%	12.1%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	6.8%	8.4%	9.7%	10.6%
固定资产	93.9	94.4	118.5	141.1	162.4	ROIC	39.8%	44.2%	61.2%	49.4%	52.0%
在建工程	1.7	16.5	16.5	16.5	16.5	费用率					
无形资产	51.3	49.7	46.5	43.5	40.7	销售费用率	25.3%	23.8%	23.0%	23.0%	23.0%
其他非流动资产	14.7	13.2	16.0	19.0	19.0	管理费用率	6.5%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
资产总额	497.9	1,267.0	1,387.2	1,577.5	1,813.3	财务费用率	1.0%	0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.3%
短期债务	25.0	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	32.8%	30.0%	28.3%	28.0%	28.2%
应付帐款	104.5	102.2	123.3	160.9	206.2	偿债能力					
应付票据	72.8	77.7	100.2	130.8	167.6	资产负债率	55.6%	17.7%	18.2%	20.3%	22.2%
其他流动负债	33.4	44.8	37.3	37.3	37.3	负债权益比	125.1%	21.6%	22.2%	25.5%	28.5%
长期借款	28.2	-	-	-	-	流动比率	1.36	4.87	4.73	4.24	3.92
其他非流动负债	0.8	-	0.5	0.5	0.5	速动比率	0.47	3.99	3.62	3.11	2.76
负债总额	276.7	224.7	252.2	320.5	402.6	利息保障倍数	12.72	24.92	-66.79	-32.74	-47.41
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	77.0	103.0	133.9	133.9	133.9	DPS(元)	0.11	-	0.17	0.23	0.29
留存收益	144.2	939.3	1,001.1	1,123.0	1,276.7	分红比率	23.4%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	221.2	1,042.3	1,135.0	1,256.9	1,410.6	股息收益率	0.3%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	65.7	86.1	115.9	152.4	192.1	EPS(元)	0.49	0.64	0.87	1.14	1.43
加: 折旧和摊销	12.8	13.5	9.2	10.4	11.7	BVPS(元)	1.65	7.78	8.48	9.39	10.53
资产减值准备	0.8	-1.5	2.7	0.8	1.0	PE(X)	69.7	53.2	39.6	30.1	23.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	20.7	4.4	4.0	3.6	3.3
财务费用	5.0	5.3	2.7	-2.2	-6.0	P/FCF	250.2	118.4	348.3	51.0	36.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.7	5.8	4.6	3.5	2.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	26.8	23.0	23.9	17.8	13.7
营运资金的变动	-15.8	28.8	-77.3	-43.7	-49.3	CAGR(%)	32.3%	30.7%	27.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	67.1	129.2	48.3	113.9	150.2	PEG	2.2	1.7	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-11.7	-28.2	-30.1	-30.1	-30.1	ROIC/WACC	5.0	5.5	7.7	6.2	6.5
融资活动产生现金流量	-55.9	673.0	-11.0	-24.5	-33.1	REP	2.6	2.6	1.6	1.6	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034