

审慎推荐-A (维持)

富安娜 002327.SZ

目标估值: NA
当前股价: 33.73 元
2010 年 7 月 22 日

基础数据

上证综指	2475
总股本(万股)	10300
已上市流通股(万股)	2600
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	17.8%
主要股东	林国芳
主要股东持股比例	31.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	8	48
相对表现	5	29	73



相关报告

- 1、《富安娜—销售态势喜人 一季度表现抢眼》2010/4/1
- 2、《富安娜—加盟拓展力度加大 危机中获得相对快速发展》2010/4/27
- 3、《富安娜—增长态势可喜 直营与加盟如期拓展》2010/4/29
- 4、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略(服饰品牌研究第五卷)-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

第二批激励计划出炉 更加坚定对公司未来发展的信心

公司公布了第二批股权激励计划,惠及的中高层管理人员在家纺业内属最广,彰显出博大的胸怀以及把公司做大做强的决心,深刻考虑了公司有特色的直营体系对人才激励的需求,未来发展更添动力,考核目标也给予公司业绩一定的保证。我们认为目前家纺行业是渠道效应大于品牌效应,激励对于直营与加盟均衡发展的战略更有效的保障,中长期值得持续关注。

- **股权激励计划内容概述:** 公司为了更广泛的调动核心中高层管理人员的动力,公布了第二批股权激励计划方案。计划授予 194 位激励对象共 300 万份股票期权,占目前总股本的 2.24%。其中首次授予 270 万份,预留 30 万份股票期权授予给预留激励对象,预留股票期权在计划生效后 12 个月内进行后期授予。行权价格为 34.24 元,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,激励对象在可行权日内按 30%;30%;40%的行权比例分期行权。
- **激励对象范围非常广泛周到,为公司直营与加盟均衡发展的体系建设提供有效人才保障。** 本次激励计划覆盖了高级管理人员 2 人,核心技术(业务)人员、中层管理人员共 194 人,合计 196 人。其中囊括了许多业务口的中层核心管理与业务人员,延续了上次激励的广泛性,使得整个公司对中高层人员的激励非常全面。其中包括了生产、设计、采购、仓库、物料、商品等业务人员,还包括渠道体系中非常重要的大区经理、区域负责人和门店店柜长,这对于公司直营与加盟均衡发展的渠道体系建设提供了有效的人才保障,符合公司渠道特点发展的必需。同时,公司的股权激励在业内属于惠及管理层面最广的,慷慨的激励彰显出博大的胸怀以及把公司做大做强的决心,在业内对人才也非常具有吸引力,非常有助于吸引与保留优秀管理人才和业务骨干。
- **业绩增长的考核标准为未来业绩提供了有力的保证。** 本计划在 2011—2013 年的 3 个会计年度中,分年度进行绩效考核并行权。以 2009 年净利润为基数,2011、2012、2013 年净利润增长率不低于 65%、105%和 145%,加权平均净资产收益率三年都不低于 10%。虽然没有对 10 年提出考核目标,但是平均来看,相当于未来 3-4 年,年均增长目标在 25-30%之间。此激励目标对于公司未来的保持较快速的增长提供了有效的保证。
- **盈利预测与投资建议:** 34.24 元的行权价格对目前股价形成有力的支撑,未来清晰的发展思路值得中长期持续关注。公司直营基础较同行扎实的多,同时加盟渠道的开拓速度也加快了,家纺行业目前的渠道效应大于品牌效应,预计未来公司将至少保持 20%的扩张速度。此外,依靠研发优势多推新品,ERP 系统整合和应用将带来效率进一步提升、加大多品牌的均衡发展等都是发展的关键。

公司下半年已经召开的订货会给予业绩增长一定的保障，外延扩张可以对房地产可能的销售影响形成一定的抵御。预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.88、1.20 和 1.63 元/股，目前估值为 10 年的 38 倍 PE，在品牌公司中处于偏高的水平，但 34.24 元的行权价格对目前股价形成有力的支撑。由于家纺行业龙头公司所具备的良好前景与伴随渠道效应日益提升的竞争力，我们维持“审慎推荐-A”的评级。特别是中长期值得重点持续关注。

风险因素：经济复苏低于预期；房地产需求等对家纺消费的影响；门店拓展低于预期；原材料价格波动风险。

表 1：本次股权激励计划在各激励对象间的分配计划

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	股票期权占计划总量的比例	标的股票占授予时总股本的比例
黄宝华	人力行政副总	7	2.33%	0.05%
肖一九	供应链副总	6.8	2.27%	0.05%
核心技术（业务）人员、中层管理人员		256.2	85.40%	1.91%
预留		30	10%	0.22%
合计		300	100%	2.24%

资料来源：公司公告

表 2：首次授予股票期权行权安排

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授权日起 48 个月后的首个交易日起至首次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告

表 3：预留股票期权行权安排

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自该部分预留股票期权授权日起 12 个月后且自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授权日起 48 个月后的首个交易日起至首次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告

表 4：各年度考核目标

行权期	绩效考核目标
第一个行权期	2011 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 年净利润增长率不低于 65%
第二个行权期	2012 年加权平均净资产收益率不低于 10%，以 2009 年净利润为基数，2012 年净利润增长率不低于 105%
第三个行权期	2013 年加权平均净资产收益率不低于 10%，以 2009 年净利润为基数，2013 年净利润增长率不低于 145%

资料来源：公司公告

表 5: 期权费用在各年的摊销

年份	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	合计
各年摊销期权费用(万元)	330.44	915.76	795.97	485.92	199.8	2727.89

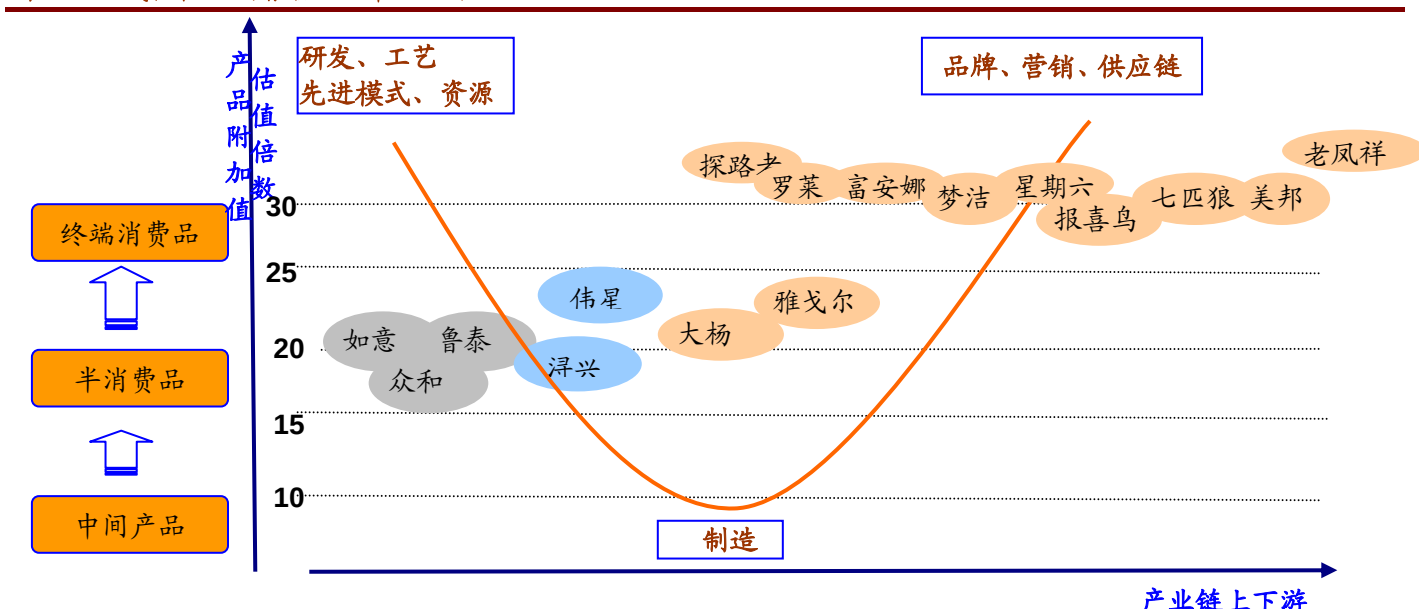
资料来源: 公司公告

表 6: 盈利预测简表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	590	681	792	986	1323	1781
同比增长	41%	15%	16%	25%	34%	35%
营业利润(百万元)	63	81	101	153	209	290
同比增长	68%	28%	25%	52%	36%	39%
净利润(百万元)	58	66	86	118	160	219
同比增长	73%	13%	31%	37%	36%	37%
每股收益(元)	0.76	0.85	0.84	0.88	1.20	1.63
P/E(倍)	44.5	39.5	40.3	38.4	28.2	20.7
P/B(倍)	15.2	11.7	3.3	3.9	3.6	3.2

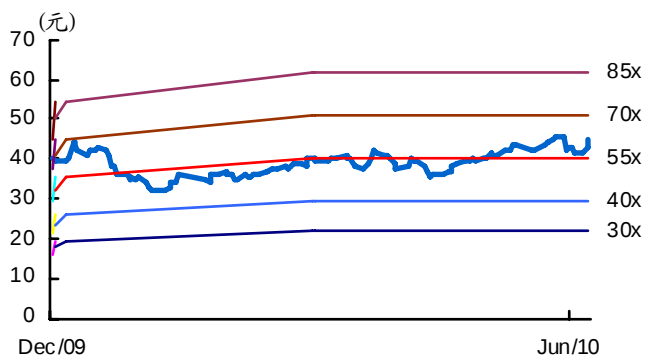
资料来源: 招商证券

图 1: V 式估值法 (根据 10 年 EPS)



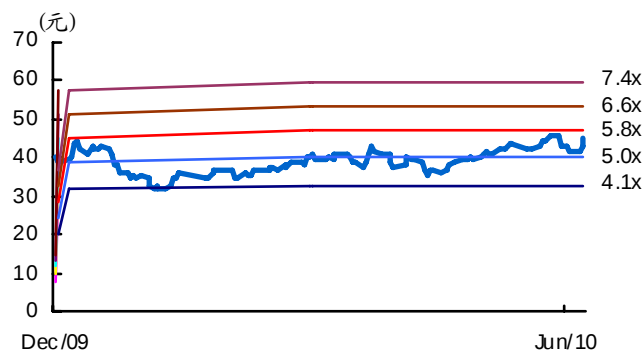
资料来源: 招商证券

图 2: 富安娜历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 富安娜历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:**1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:**

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上，提出了品牌评价系统的初步模型，以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析，结合国内品牌公司进行阐述。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

4、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

5、《服饰品牌研究第三卷下：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

6、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

7、《富安娜—销售态势喜人 一季度表现抢眼》2010/4/1**8、《关注一季度业绩超预期或快速成长的公司—纺织服装业 2010 年一季报前瞻分析》2010/4/12****9、《富安娜—加盟拓展力度加大 危机中获得相对快速发展》2010/4/27****10、《富安娜—增长态势可喜 直营与加盟如期拓展》2010/4/29****11、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:**

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	336	1093	1163	1163	1133
现金	78	853	902	829	697
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	25	22	26	35	57
其它应收款	7	8	10	13	18
存货	219	197	220	279	340
其他	7	13	6	7	22
非流动资产	162	174	248	444	489
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	94	94	185	386	435
无形资产	51	50	45	40	36
其他	16	30	18	18	18
资产总计	498	1267	1411	1607	1622
流动负债	248	225	255	339	201
短期借款	25	0	10	20	20
应付账款	92	73	121	147	118
预收账款	16	18	19	26	34
其他	115	133	105	147	29
长期负债	29	0	0	0	0
长期借款	28	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
负债合计	277	225	255	339	201
股本	77	103	134	134	134
资本公积金	23	732	732	732	732
留存收益	121	207	289	401	555
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	221	1042	1155	1268	1421
负债及权益合计	498	1267	1411	1607	1622

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	67	129	134	198	28
净利润	66	86	118	160	219
折旧摊销	0	0	23	40	55
财务费用	0	0	(8)	(7)	(6)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	3	(5)	(246)
其它	1	43	(1)	10	7
投资活动现金流	(12)	28	(100)	(240)	(100)
资本支出	0	0	(100)	(240)	(100)
其他投资	(12)	28	0	0	0
筹资活动现金流	(56)	673	14	(31)	(59)
借款变动	0	0	10	10	0
普通股增加	0	0	31	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(35)	(48)	(66)
其他	(56)	673	8	7	6
现金净增加额	(1)	830	48	(73)	(131)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	681	792	986	1323	1781
营业成本	374	451	551	733	980
营业税金及附加	2	3	3	4	5
营业费用	172	189	233	312	417
管理费用	44	44	54	73	96
财务费用	7	4	(8)	(7)	(6)
资产减值损失	1	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	-	0	0	0
投资收益	0	-	0	0	0
营业利润	81	101	153	209	290
营业外收入	1	8	1	3	3
营业外支出	3	1	4	2	1
利润总额	79	108	151	211	292
所得税	13	22	33	51	73
净利润	66	86	118	160	219
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	66	86	118	160	219
EPS (元)	0.85	0.84	0.88	1.20	1.63

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	15%	16%	25%	34%	35%
营业利润	28%	25%	52%	36%	39%
净利润	13%	31%	37%	36%	37%
获利能力					
毛利率	45.0%	43.0%	44.1%	44.6%	45.0%
净利率	9.7%	10.9%	11.9%	12.1%	12.3%
ROE	29.7%	8.3%	10.2%	12.6%	15.4%
ROIC	25.4%	8.0%	9.7%	11.9%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	55.6%	17.7%	18.1%	21.1%	12.4%
净负债比率	13.1%	0.0%	0.7%	1.2%	1.2%
流动比率	1.4	4.9	4.6	3.4	5.6
速动比率	0.5	4.0	3.7	2.6	3.9
营运能力					
资产周转率	1.4	0.6	0.7	0.8	1.1
存货周转率	2.1	2.2	2.6	2.9	3.2
应收帐款周转率	25.8	34.0	41.3	43.7	38.8
应付帐款周转率	5.1	5.5	5.7	5.5	7.4
每股资料(元)					
每股收益	0.85	0.84	0.88	1.20	1.63
每股经营现金	0.87	1.25	1.00	1.48	0.21
每股净资产	2.87	10.12	8.63	9.47	10.61
每股股利	0.00	0.50	0.26	0.36	0.49
估值比率					
PE	39.5	40.3	38.4	28.2	20.7
PB	11.7	3.3	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	26.8	20.2	13.9	9.7	6.9

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。