

富安娜 (002327)

增持/ 维持评级

股价: RMB34.24

分析师

汪蓉

SAC 执业证书编号:S1000210040001

+755-82492801 wangrongyjs@lhqz.com

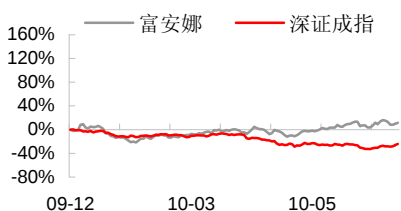
相关研究

- 《练好内功基础上加速渠道覆盖》公司报告
2010/04/28
- 《修内功 造百年家居品牌》深度报告, 2009/12/15

基础数据

总股本(百万股)	134
流通A股(百万股)	34
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	1157

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

重视团队稳定性的激励政策

- 公司今日发布股权激励草案, 向 2 名高管、194 位核心技术人员和中层管理人员授予合计 300 万份股票期权, 期权价格为 34.24 元。有别于其他公司激励对象重点针对高管的情况, 公司的激励更倾向于向核心技术人员和中层管理人员倾斜。我们认为此举更有利于增强员工的稳定性、提升其工作积极性, 保证核心团队的稳固。
- 激励方案对业绩的考核要求为 2011-2013 年净利润分别不低于 1.42 亿元、1.77 亿元和 2.11 亿元, 四年复合增长率不低于 25%, 这一考核标准显示出公司对未来 3 年持续保持业绩稳健增长的信心。
- 公司股权激励股票来源为向激励对象定向发行, 此方法在行权时仅影响资产负债表科目。在等待期内, 公司将在每个资产负债日充分估计可行权股票期权数量, 按照期权在授权日的公允价值, 计算相关资产成本或者费用。假设以 7 月 20 日为首次授权日, 以首期授予 270 万份期权为基数来测算期权公允价值; 同时假设业绩增长达到行权条件、相关激励对象顺利行权, 未来可能新增的相关费用合计约为 2727.89 万元。
- 我们持续看好家纺行业的发展前景和公司的品牌运营实力。特别是公司投入较大精力建设的 ERP 系统已逐渐产生效益, 且蛰伏多年积累了不少直营店管理经验。在此基础上, 公司又加快了渠道扩张的速度, 利用直营店的示范效应带动加盟销售网络数量的较快速增长, 既保证了经营的高效和稳健性, 又具备了外延式扩张带来的成长性。
- 考虑公司近期的经营状况, 及股权激励方案将产生的期权费用, 我们略调整对公司的盈利预测, 预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.09 元和 1.36 元, 对应当前股价 PE 水平分别为 40 倍、31 倍和 25 倍, 给以增持评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	791.8	253.2	1059.6	1383.2	1591.3
(+/-%)	16.3	0.0	33.8	30.5	15.0
归属母公司净利润(百万元)	86.1	36.3	114.0	146.4	182.4
(+/-%)	31.0	0.0	32.3	28.5	24.6
EPS(元)	0.64	0.27	0.85	1.09	1.36
P/E(倍)	53.2	126.3	40.2	31.3	25.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1 行权条件

行权期	绩效考核目标
第一个	2011 年加权平均 ROE 不低于 10%，2011 年净利润增速不低于 09 年的 65%，即 2011 年净利润不低于 1.42 亿元；
第二个	2012 年加权平均 ROE 不低于 10%，2012 年净利润增速不低于 09 年的 105%，即 2012 年净利润不低于 1.77 亿元；
第三个	2013 年加权平均 ROE 不低于 10%，2013 年净利润增速不低于 09 年的 145%，即 2013 年净利润不低于 2.11 亿元；

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

表 2 公司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	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	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	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、华泰联合证券研究所整理

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	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	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	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、华泰联合证券研究所整理

表 4 未来预计摊销的管理费用测算表

时间	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	total
各年摊销期权费用	330.44	915.76	795.97	485.92	199.80	2727.89

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1093	1114	1304	1516	营业收入	792	1060	1383	1591
现金	853	741	817	956	营业成本	451	587	764	879
应收账款	22	35	44	51	营业税金及附加	3	4	6	7
其他应收款	8	29	41	48	营业费用	189	263	342	377
预付账款	12	13	19	21	管理费用	44	63	89	100
存货	197	294	382	440	财务费用	4	-1	-2	-1
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	-1	-0	-1	-1
非流动资产	174	285	312	333	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	94	153	194	224	营业利润	101	143	184	230
无形资产	50	46	43	40	营业外收入	8	5	5	6
其他非流动资产	30	85	75	69	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1267	1398	1616	1848	利润总额	108	146	188	234
流动负债	225	294	364	415	所得税	22	32	41	51
短期借款	0	0	0	0	净利润	86	114	146	182
应付账款	73	117	153	176	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	151	176	212	239	归属母公司净利润	86	114	146	182
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	119	158	205	257
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	0.85	1.09	1.36
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	225	294	364	415	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	103	134	134	134	成长能力				
资本公积	732	701	701	701	营业收入	16.3%	33.8%	30.5%	15.0%
留存收益	207	270	416	598	营业利润	25.4%	41.3%	28.7%	24.9%
归属母公司股东权益	1042	1105	1251	1433	归属于母公司净利润	31.0%	32.3%	28.5%	24.6%
负债和股东权益	1267	1398	1616	1848	获利能力				
					毛利率 (%)	43.0%	44.6%	44.8%	44.7%
					净利率 (%)	10.9%	10.8%	10.6%	11.5%
					ROE (%)	8.3%	10.3%	11.7%	12.7%
					ROIC (%)	46.4%	31.2%	33.4%	38.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	17.7%	21.0%	22.6%	22.4%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.87	3.79	3.58	3.65
					速动比率	3.99	2.79	2.53	2.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.80	0.92	0.92
					应收账款周转率	32	35	33	32
					应付账款周转率	5.48	6.16	5.65	5.35
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.85	1.09	1.36
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.97	0.48	0.92	1.40
					每股净资产 (最新摊薄)	7.78	8.25	9.34	10.71
					估值比率				
					P/E	53.25	40.23	31.32	25.14
					P/B	4.40	4.15	3.66	3.20
					EV/EBITDA	31	24	18	15

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com