

富安娜 (002327.SZ) 纺织行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

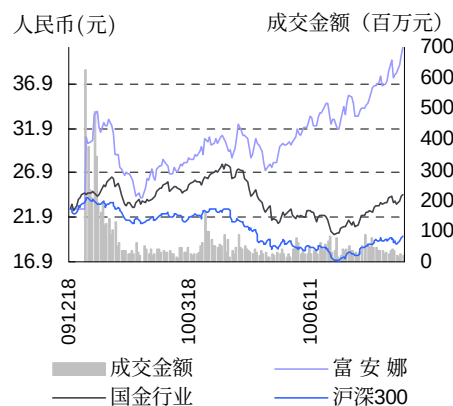
市价（人民币）：41.00 元

富安娜中报点评

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	33.80
总市值(百万元)	5,489.90
年内股价最高最低(元)	41.00/22.81
沪深 300 指数	2942.29
中小板指数	6390.61



相关报告

1. 《富安娜股权激励点评》，2010.7.22
2. 《年报符合预期》，2010.4.28
3. 《一季报业绩预增符合我们预期》，2010.3.31

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

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.854	0.643	0.882	1.164	1.603
每股净资产(元)	2.87	10.12	13.64	14.34	15.56
每股经营性现金流(元)	0.87	1.25	0.64	1.36	1.93
市盈率(倍)	N/A	61.67	38.81	29.42	21.36
行业优化市盈率(倍)	19.82	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	12.65%	30.96%	37.18%	31.91%	37.74%
净资产收益率(%)	29.73%	8.26%	6.71%	8.42%	10.69%
总股本(百万股)	77.00	133.90	133.90	133.90	133.90

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2010 年中报：上半年实现营业总收入 4.53 亿元，扣除非经常性损益后净利润 4795 万元，分别同比增长 40.25%和 48.34%；实现每股收益 0.46 元，业绩基本符合预期。

经营分析

- 纺织服装零售市场持续复苏，加盟方式渠道扩张加速确保业绩高增速。公司从去年下半年开始逐步调整外延式扩张策略，扩大加盟方式销售网络占比。报告期内，公司加盟方式销售收入占总收入比重 59.25%，较去年同期占比提升 5.26 个百分点；
- 两个主要品牌效益均有较大程度的提升。报告期内富安娜主品牌收入增长 37.55%，毛利率提升 3.17 个百分点至 48.7%；而公司今年重点推进的馨而乐品牌收入更是大增 88.66%，毛利率提升 3.51 个百分点至 43.17%；
- 上半年新增店铺超过 100 家。截止到 2010 年 6 月 30 日，公司共计拥有 1370 个零售终端，上半年店铺增速符合我们的预期；
- 快速扩张和加大营销力度导致期间费用占比提升。报告期内公司销售费用率和管理费用率分别为 26.51%和 6.93%，共计同比提升 4.42 个百分点；由于利息支出减少，公司财务费用同比减少 386 万元；
- 存货比期初绝对额增加了 1.59 亿元，上涨幅度为 80.71%，增长的主要是公司为了应对原材料价格的持续上升，增加储备以便降低原材料价格上涨对销售成本的影响。

盈利调整

- 下半年公司计划继续加大渠道开拓力度，加快在二三级城市的渠道网络建设工作，减少空白区域，并不断提升店铺质量，优化店铺结构。公司中报预计 2010 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增减变动幅度在 20%-40%之间，我们认为公司完全可以实现业绩预期；
- 家纺行业处于高速成长期，红利效应促进业绩增长。宏观经济发展，城市化的高速进程将给家纺行业带来源源不断的市场需求，未来几年行业将处于高速成长期；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；

- **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年下半年公司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占比，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；
- **推进馨而乐品牌，迎合 80 后消费观念。**馨而乐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，该品牌经过十年的培育，将进入快速的市场拓展阶段，我们预计未来几年馨而乐品牌业绩将呈现高速增长；
- **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，我们认为这将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；
- **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；
- 我们基本维持原有业绩预期不变，2010-2012 年净利润增速分别为 37.18%、31.91%和 37.74%；EPS 分别为 0.882 元、1.164 元和 1.603 元。

投资建议

- 我们一直坚定看好纺织服装零售企业的未来发展前景，一直认为这些企业具有明显的短中长期投资价值。富安娜公司管理层专心经营品牌，管理策略灵活适应市场，我们相信公司管理层能够实现业绩的持续稳定快速增长，维持买入评级不变。

图表1：盈利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
直营									
平均店铺销售收入 (万元/个)	77.55	69.99	86.23	0.45		0.47			
增长率 (YOY)		-9.75%	23.20%			5.76%			
销售店铺数量 (个)	203	309	339	316		364			
增长率 (YOY)		52.22%	9.71%			15.19%			
销售收入 (百万元)	157.43	216.28	292.33	141.85	305.28	172.81	390.00	500.00	630.00
增长率 (YOY)		37.38%	35.16%		4.43%	21.82%	27.75%	28.21%	26.00%
毛利率	35.26%	45.87%	55.10%	53.72%	55.86%	60.49%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本 (百万元)	101.92	117.08	131.25	65.65	134.74	68.27	159.90	205.00	258.30
增长率 (YOY)		14.87%	12.10%		2.66%	4.00%	18.68%	28.21%	26.00%
毛利 (百万元)	55.52	99.20	161.08	76.20	170.54	104.53	230.10	295.00	371.70
增长率 (YOY)		78.68%	62.38%		5.87%	37.18%	34.92%	28.21%	26.00%
占总销售额比重	37.85%	37.43%	44.05%	44.74%	39.58%	39.13%	35.78%	33.78%	31.50%
占主营业务利润比重	43.97%	45.50%	52.93%	55.06%	50.39%	50.07%	45.94%	43.70%	41.13%
加盟									
平均店铺销售收入 (万元/个)	39.80	47.00	46.06	0.20		0.26			
增长率 (YOY)		18.10%	-2.00%			32.51%			
销售店铺数量 (个)	561	673	733	872		1,006			
增长率 (YOY)		19.96%	8.92%			15.37%			
销售收入 (百万元)	223.26	316.31	337.63	171.15	449.83	261.65	680.00	960.00	1,350.00
增长率 (YOY)		41.68%	6.74%		33.23%	52.87%	51.17%	41.18%	40.63%
毛利率	27.88%	34.73%	40.30%	35.88%	36.31%	39.02%	39.00%	39.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	161.02	206.45	201.57	109.74	286.48	159.55	414.80	585.60	823.50
增长率 (YOY)		28.22%	-2.37%		42.13%	45.40%	44.79%	41.18%	40.63%
毛利 (百万元)	62.24	109.85	136.07	61.42	163.36	102.09	265.20	374.40	526.50
增长率 (YOY)		76.49%	23.86%		20.06%	66.23%	62.35%	41.18%	40.63%
占总销售额比重	53.68%	54.74%	50.87%	53.98%	58.32%	59.24%	62.39%	64.86%	67.50%
占主营业务利润比重	49.29%	50.39%	44.71%	44.38%	48.27%	48.90%	52.94%	55.47%	58.25%
出口									
销售收入 (百万元)	35.21	45.20	33.74	4.06	16.17	7.18	20.00	20.00	20.00
增长率 (YOY)		28.38%	-25.37%		-52.07%	76.78%	23.69%	0.00%	0.00%
毛利率	24.17%	19.84%	21.21%	19.17%	28.01%	30.01%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	26.70	36.23	26.58	3.28	11.64	5.03	14.40	14.40	14.40
增长率 (YOY)		35.70%	-26.64%		-56.21%	53.07%	23.71%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	8.51	8.97	7.16	0.78	4.53	2.16	5.60	5.60	5.60
增长率 (YOY)		5.40%	-20.22%		-36.70%	176.78%	23.62%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	8.47%	7.82%	5.08%	1.28%	2.10%	1.63%	1.83%	1.35%	1.00%
占主营业务利润比重	6.74%	4.11%	2.35%	0.56%	1.34%	1.03%	1.12%	0.83%	0.62%
销售总收入 (百万元)	415.91	577.79	663.70	317.07	771.28	441.64	1090.00	1480.00	2000.00
销售总成本 (百万元)	289.64	359.76	359.39	178.67	432.85	232.85	589.10	805.00	1096.20
毛利 (百万元)	126.27	218.02	304.30	138.40	338.43	208.78	500.90	675.00	903.80
平均毛利率	30.36%	37.73%	45.85%	43.65%	43.88%	47.27%	45.95%	45.61%	45.19%

来源：国金证券研究所

图2：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	1,090	1,480	2,000	货币资金	79	78	853	1,421	1,362	1,364
增长率		15.3%	16.3%	37.7%	35.8%	35.1%	应收款项	36	32	30	47	64	87
主营业务成本	-369	-374	-451	-589	-805	-1,096	存货	146	219	197	274	353	450
% 销售收入	62.5%	55.0%	57.0%	54.0%	54.4%	54.8%	其他流动资产	11	7	13	14	18	24
毛利	221	306	340	501	675	904	流动资产	272	336	1,093	1,756	1,798	1,926
% 销售收入	37.5%	45.0%	43.0%	46.0%	45.6%	45.2%	% 总资产	63.2%	67.6%	86.3%	85.4%	78.8%	74.5%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-6	-8	长期投资	0	0	0	51	150	250
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	99	96	111	188	266	334
营业费用	-121	-172	-189	-278	-370	-490	% 总资产	22.9%	19.2%	8.8%	9.2%	11.7%	12.9%
% 销售收入	20.5%	25.3%	23.8%	25.5%	25.0%	24.5%	无形资产	53	55	52	58	67	75
管理费用	-29	-44	-44	-74	-98	-128	非流动资产	159	162	174	300	485	661
% 销售收入	4.9%	6.5%	5.6%	6.8%	6.6%	6.4%	% 总资产	36.8%	32.4%	13.7%	14.6%	21.2%	25.5%
息税前利润 (EBIT)	69	88	104	144	201	278	资产总计	431	498	1,267	2,056	2,282	2,586
% 销售收入	11.8%	13.0%	13.1%	13.3%	13.6%	13.9%	短期借款	51	37	0	0	0	0
财务费用	-6	-7	-4	2	2	4	应付款项	145	193	198	236	322	437
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	其他流动负债	24	18	26	61	80	111
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	流动负债	220	248	225	297	402	548
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	28	0	0	30	31
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	297	432	579
营业利润	63	81	101	146	203	281	普通股股东权益	171	221	1,042	1,759	1,850	2,007
营业利润率	10.7%	11.8%	12.8%	13.4%	13.7%	14.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	7	5	5	5	负债股东权益合计	431	498	1,267	2,056	2,282	2,586
税前利润	63	79	108	151	208	286	比率分析						
利润率	10.7%	11.6%	13.7%	13.9%	14.0%	14.3%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-5	-13	-22	-33	-52	-72	每股指标						
所得税率	7.4%	17.0%	20.6%	22.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.758	0.854	0.643	0.882	1.164	1.603
净利润	58	66	86	118	156	215	每股收益	2.218	2.873	10.119	13.639	14.344	15.558
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	0.657	0.871	1.255	0.642	1.360	1.933
归属于母公司的净利润	58	66	86	118	156	215	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%	10.8%	10.5%	10.7%	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%	6.71%	8.42%	10.69%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	13.54%	13.20%	6.80%	5.74%	6.83%	8.30%
净利润	58	66	86	118	156	215	投入资本收益率	24.56%	25.60%	7.91%	6.40%	8.03%	10.22%
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%	37.66%	35.78%	35.14%
非经营收益	-1	1	3	5	-1	-3	EBIT增长率	68.32%	27.31%	17.58%	39.10%	39.35%	38.02%
营运资金变动	-17	-13	28	-55	-4	3	净利润增长率	72.77%	12.65%	30.96%	37.18%	31.91%	37.74%
经营活动现金净流	51	67	129	83	175	249	总资产增长率	33.62%	15.48%	154.45%	62.29%	11.00%	13.31%
资本开支	-41	-12	-28	-96	-104	-105	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	-147	-204	-205	应付账款周转天数	58.2	71.8	66.6	60.0	60.0	60.0
股权募资	10	0	780	631	-24	0	固定资产周转天数	57.5	50.3	43.5	53.9	58.8	55.9
债权募资	30	-26	-65	0	30	1	偿债能力						
其他	-10	-30	-42	0	-36	-43	净负债/股东权益	6.86%	-5.99%	-81.88%	-80.76%	-72.00%	-66.44%
筹资活动现金净流	30	-56	673	631	-30	-42	EBIT利息保障倍数	11.5	12.8	24.6	-61.4	-125.5	-78.7
现金净流量	35	-1	774	567	-59	2	资产负债率	60.38%	55.58%	17.74%	14.43%	18.93%	22.40%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	2
买入	0	13	16	18	28
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.97	1.96	1.95

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

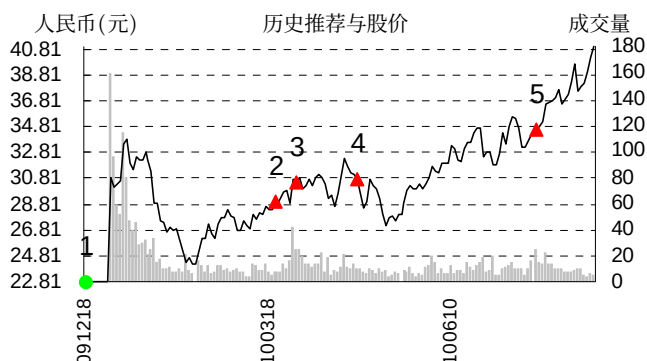
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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
5 2010-07-22	买入	34.52	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室