



加快超募资金使用 推动主营业务更快增长

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	纺织服装
目标价	43 元
报告发布日期	2011 年 1 月 25 日 星期二

施红梅	纺织服装行业首席分析师
	63325888×6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860200010014

事件：公司董事会公告了一系列关于超募资金使用方案的决议及股权激励计划（草案）修订稿。

我们的观点：

- **本次董事会系列公告对超募资金的使用主要围绕原有募集资金项目的产能再扩张和渠道建设的再丰富展开，投入的加大和资金使用节奏的加快将进一步推动公司实现主营业务更快更好的增长。**公司于 2009 年 12 月发行上市，募集资金净额 73497 万元，超额募集资金 37701 万元，本次公司董事会公告主要涉及五项超募资金使用的决议（1）同意部分变更“国内市场连锁营销网络体系建设项目”实施方案暨追加不超过 3000 万元超募资金投资的议案。其中变更主要表现为根据市场形势的变化拓宽了营销渠道的布点区域，同时根据目前中国的商业环境增加了商场专柜的建设数量，由原来的 60 家增加到 210 家等。而追加渠道建设的投资主要就是因为店柜数量的增加和物业成本本身的上涨。（2）同意使用不超过 7600 万元的超募资金对公司募集资金项目“龙华家纺生产基地二期建设项目”进行追加投资，项目新增产能将由原先的 160 万套增加到 380 万套，以弥补日益增长的产能缺口（3）同意使用不超过 9000 万元的超募资金对募集资金项目“常熟富安娜家纺生产基地三期建设项目”追加投资，项目新增产能将由原先的 120 万套增加到 250 万套，以弥补日益增长的产能缺口（4）同意使用不超过 7900 万元的超募资金用于“龙华家纺基地综合楼项目”的建设，以满足龙华基地整个生产、管理和物流等配套运营的需要（5）同意使用超募资金 10000 万元永久性补充流动资金，主要用于原材料采购、市场推广等经营性支出。
- **本次董事会通过了股权激励计划（草案）修订稿，已经中国证监会审核无异议，但目前二级市场价格已经跌破了行权价格，中期投资价值凸显。**与 7 月份公布的草案相比，主要有两个方案的更改（1）因部分受激励对象离职，相应激励总人数和期权总数也发生变化（2）对行权条件的绩效考核目标做了调整，原先的草案以 2009 年盈利为基数，要求 2011—2013 年的业绩增长分别为 65%、105%和 145%，本次修订后更改为以 2010 年盈利为基数，要求 2011—2013 年的业绩增长分别为 20%、50%和 80%。考虑到我们原先的预测公司 2010 年业绩增长在 37%左右，方案修订后对 2011—2013 年的业绩增长要求实际与修订前基本一致。本次董事会公告后，公司股权激励（草案）的修订稿将提交股东大会审议后实施。**近期消费类小盘股的持续回调已经使得公司二级市场价格已经跌破公司激励计划的行权价格 34.24 元，我们认为公司已经具备较好的中长期投资价值。**
- **我们仍然坚定看好国内家纺行业快速增长前景，看好公司作为龙头企业的未来扩张前景及其在直营管理方面的优势所奠定的长期竞争实力。**我们在前期推出的家纺行业深度报告《以史为鉴 看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头 Zucchi 兴衰启示录》中指出，国内经济的增长和消费升级为国内家纺行业创造良好的平台，推动行业持续快速增长；国内家纺龙头企业的市场占有率有很大的提升空间（2007 年欧洲家纺巨头素琦公司在意大利本土和法国家纺市场的份额分别为 16.47%和 5.46%左右）；从中长期看主动性更新需求将为行业带来更大更持续的增长空间。以史为鉴，我们坚定看好国内家纺行业，中短期家纺的平均增速将高于普通服装，以上市公司为领头羊的优势企业将分享到行业快速增长和市场份额提高带来的乘数效应增长。相对于竞争对手而言，公司在直营管理方面的优势有利于在长期竞争中的效益发挥。
- **股价的回调带来更好的投资机会，维持“增持”评级。**公司未来 3 年业绩增长主要来自于行业增长大背景下渠道的较快增长、单店的稳步增长以及多品牌业务的梯度成长。维持对公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.88 元、1.15 元和 1.52 元的盈利预测，对应 2011 年的动态市盈率为 28 倍左右，维持“增持”评级。
- 公司的投资风险在于 2011 年房地产政策调控可能引发自住型房产成交量持续低迷对公司业绩的短期影响。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析（富安娜（002327））

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	1008	1122	1380	营业收入	792	1063	1387	1789
现金	853	673	682	823	营业成本	451	579	756	973
应收账款	22	30	41	51	营业税金及附加	3	9	11	14
其它应收款	8	11	14	18	营业费用	189	263	340	433
预付账款	12	16	20	26	管理费用	44	64	80	100
存货	197	278	365	461	财务费用	4	-3	-2	-3
其他	1	0	0	0	资产减值损失	-1	1	1	1
非流动资产	174	382	497	527	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	238	342	392	营业利润	101	151	201	270
无形资产	50	50	50	50	营业外收入	8	3	3	3
其他	30	95	105	85	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1267	1389	1619	1907	利润总额	108	153	203	272
流动负债	225	281	356	440	所得税	22	35	49	68
短期借款	0	0	0	0	净利润	86	118	154	204
应付账款	73	109	143	179	少数股东损益	0	0	0	0
其他	151	172	213	261	归属母公司净利润	86	118	154	204
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	119	168	236	318
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.84	0.88	1.15	1.52
其他	0	0	0	0					
负债合计	225	281	356	440	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%	34.3%	30.5%	28.9%
留存收益	207	274	428	632	营业利润	25.4%	49.6%	32.9%	34.5%
归属母公司股东权益	1042	1109	1263	1467	归属于母公司净利润	31.0%	37.0%	30.7%	32.4%
负债和股东权益	1267	1389	1619	1907	获利能力				
					毛利率	43.0%	45.6%	45.5%	45.6%
					净利率	10.9%	11.1%	11.1%	11.4%
					ROE	8.3%	10.6%	12.2%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率	17.7%	20.2%	22.0%	23.1%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.87	3.59	3.15	3.14
					速动比率	3.99	2.60	2.13	2.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.80	0.92	1.01
					应收账款周转率	33	39	37	37
					应付账款周转率	5.48	6.36	6.01	6.05
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.88	1.15	1.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.73	1.17	1.63
					每股净资产(最新摊薄)	7.78	8.28	9.43	10.96
					估值比率				
					P/E	38.58	36.60	28.00	21.15
					P/B	3.19	3.89	3.42	2.94
					EV/EBITDA	29	21	15	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn