

富安娜(002327.SZ)

超募资金投向重点是扩张产能

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **39.13-40.35**
 消费品小组 分析师
 徐晓艳 谢刚
 S0740210080002 S0740210090003
 0531-68889515
 xuxy@qlzq.com.cn
 2011年1月25日

基本状况

总股本(百万股)	133.90
流通股本(百万股)	33.80
市价(元)	33.66
市值(百万元)	4507.07
流通市值(百万元)	1137.71

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	680.76	791.79	997.92	1,351.22	1,741.14
营业收入增速	15.34%	16.31%	26.03%	35.40%	28.86%
净利润增长率	11.61%	32.52%	34.84%	35.86%	33.21%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.87	0.90	1.22	1.63
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	45.69	35.82	26.36	19.79
PEG	0.00	1.40	1.03	0.74	0.60
每股净资产(元)	2.87	10.12	8.46	9.38	10.60
每股现金流量	0.87	1.25	0.94	1.23	1.91
净资产收益率	30.50%	8.58%	10.64%	13.05%	15.37%
市净率	0.00	3.92	3.81	3.44	3.04
总股本(百万股)	77.00	103.00	133.90	133.90	133.90

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件: 公司1月24日公告: 拟使用超募资金不超过7600万元和9200万元分别向“龙华生产基地二期项目”和“常熟富安娜家纺生产基地三期项目”追加投资, 使用超募资金7900万元投入龙华综合楼项目, 并且使用部分超募资金(不超过3000万元)向“国内市场营销网络体系建设项目”追加投资; 另外1亿元用于补充流动资金。同时公司发布首期股权激励计划(草案), 并将于2011年第一次临时股东大会(2011年2月11日)审议首期股权激励计划实施考核办法的议案。
- 超募资金投向: 重点是扩产能。公告中超募资金的主要投向是追加生产基地的投资, 这主要由于2007年销售能力持续扩张而产能建设滞后, 销售网络和产能建设的不同步性导致公司销售能力大于生产能力, 并且稳定增长的市场需求使公司产能压力有所扩大。追加投资之后, 常熟和龙华生产基地达产产能250和380万套, 比未追加投资之前分别增加130和220万套, 完全达产后新增净利润1.1亿元。
- 直营网络建设更贴近市场。直营网络选址范围扩大; 旗舰店和专卖店面积缩小, 并增加直营专柜数量; 延长营销网络建设期, 由两年延长到三年。我们认为调整后的项目更贴近市场, 选址地区更为灵活, 降低房租上涨带来经营压力, 增加的专柜可以有效的利用购物中心和商场平台, 扩大品牌影响力。
- 股权激励提升信心, 为2011-2013业绩增长提供保证。激励期权数目和对象数量略低, 行权要求基本相同。1月24日公布草案对加权平均净资产收益率提出较高的要求, 并且业绩考核基准由2009年改变为2010年, 行权条件规定的2011-2013年最低增速分别为20%、25%和20%。行权价格为34.24元, 高于当前股价, 对公司当前股价有一个较强的支撑作用, 激励目标也为未来三年的增长提供了有效的保证。
- 上调盈利预测和投资评级
 - 公司对产能的投资带来的规模效应促使产品的毛利率大幅提高, 另外原来用于外包的产品转为自产, 这都显著的提升了2011和2012年的盈利水平。预测2010-2012年的净利润分别为1.21、1.64和2.18亿元, 同比增长34.8%、35.9%和33.2%, 上调2011-2012的EPS为1.22和1.64元(原预测为1.16和1.44), 对应2011年的PE为26.37, 合理估值区间为39.13-40.35元, 上调投资评级为买入。

超募资金投向：重点是扩产能，其次改善营销网络项目

- 市场关注已久的富安娜 3.77 亿元的超募资金投向终于浮出水面：公司拟使用超募资金不超过 7600 万元和 9200 万元分别向“龙华生产基地二期项目”和“常熟富安娜家纺生产基地三期项目”追加投资；使用超募资金 7900 万元投入龙华综合楼项目，并且使用部分超募资金（不超过 3000 万元）向“国内市场营销网络体系建设项目”追加投资；另外 1 亿元用于补充流动资金。

生产基地追加投入，新增产能翻番

- 公告中超募资金的主要流向是追加生产基地的投资，这是基于两方面的考虑：
 - 一是招股说明书上的生产基地建设由立项、审批到实施已经过去了近两年的时间，项目的经济背景发生了较大的变化，国内物价的上升增加了对投入资金的需求。
 - 二是公司销售能力大于生产能力的情形日益严重，对于品质决定成败的家纺产品，解决产能缺口就成为公司当前的要务。

图表 1：生产基地追加投资的概况（万元）

	常熟生产基地			龙华生产基地			简要说明
	投资金额		追加金额	投资金额		追加金额	
	追加前	追加后		追加前	追加后		
建筑工程	2,577.40	9,885.81	7,308.41	5,761.60	10,769.83	5,008.23	物价上涨带来建筑成本提高
设备购置	1,612.00	3,297.64	1,685.64	2,908.00	5,286.69	2,378.69	设备数量的增加所致
安装工程	175.90	381.21	205.31	349.20	487.84	138.64	物价及人工成本上涨所致
其他费用	270	270		495.4	495.4		
合计	4,635.30	13,834.66	9,199.36	9,514.20	17,039.76	7,525.56	

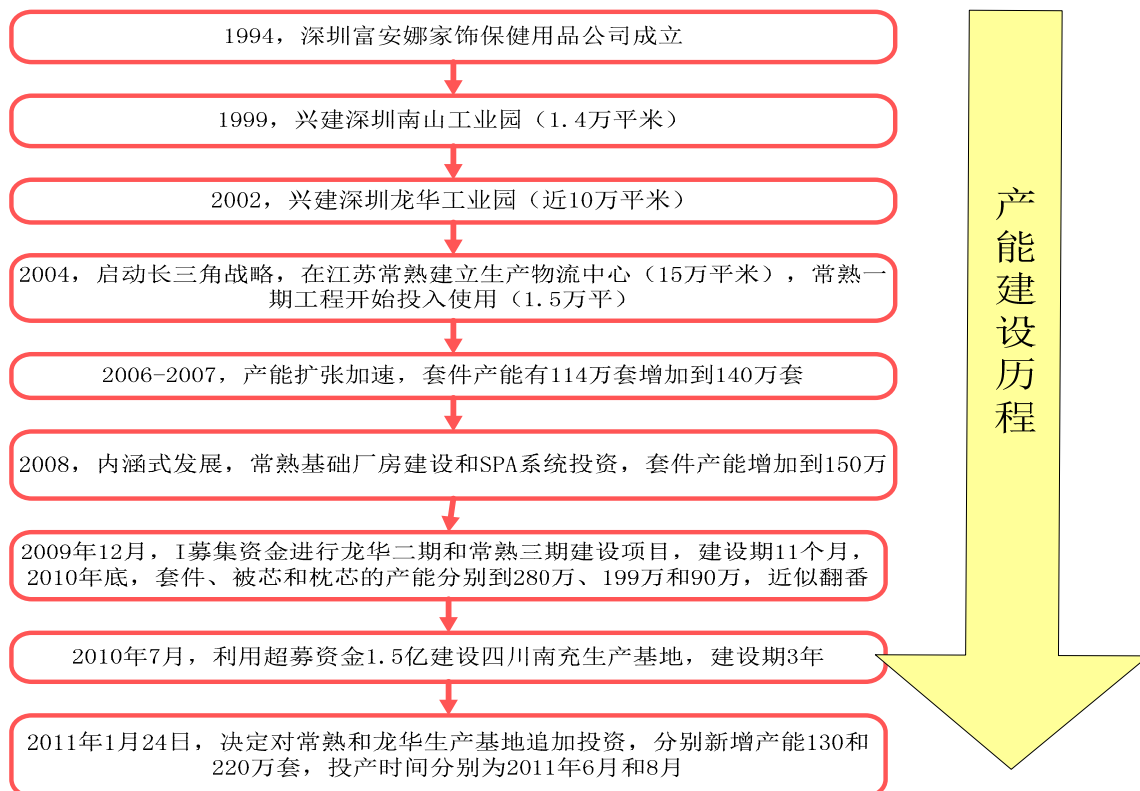
来源：齐鲁证券研究所

- 考虑到长三角和珠三角为家纺聚集地，2004 年公司提出长三角和珠三角战略，是当前国内唯一同时在长三角和珠三角建生产基地的床上用品公司。自 2007 年投资建设龙华家纺生产基地一期项目后，公司一直未在扩建产能方面有较大的投入，而公司的销售网络和单店的销售能力一直呈增长的态势，由此造成销售能力与生产能力不匹配现象持续存在。

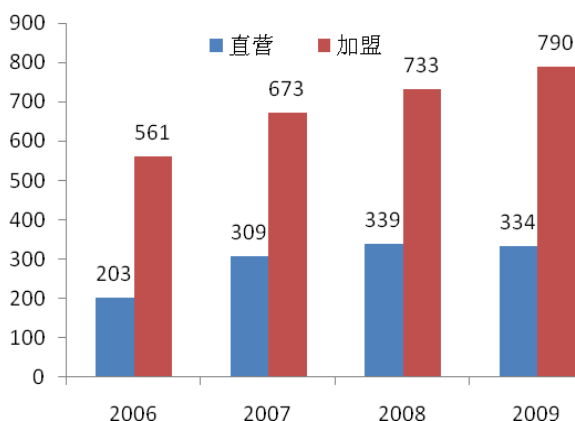
图表 2：产能缺口持续增大（单位：万套）

	产能	产量	销量	产销缺口
2006	267	216.18	272	55.82
2007	279	270.49	355	84.51
2008	280	277.7	370	92.3
2009	290	270.2	420	149.8

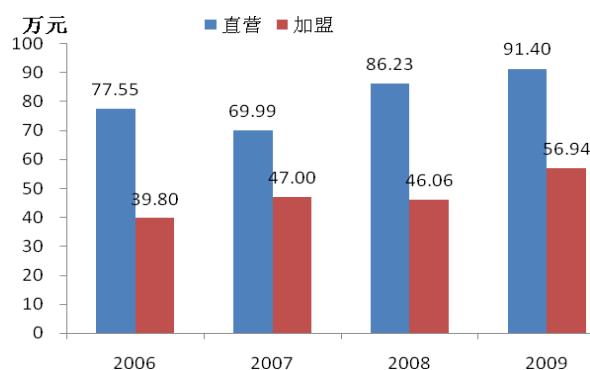
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：2007-2009 年公司产能建设极其缓慢


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：销售网络持续增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：单店销售能力持续增长


来源：齐鲁证券研究所

- 截至2009年底，公司拥有套件、被芯和枕芯的产能分别为150、99和40万件。2009年公司首发上市实际募集资金7.35亿元，其中1.55亿元用于深圳龙华二期和江苏常熟三期产能建设，11个月的建设期完成后，产能近似扩张一倍。
- 追加投资之后，常熟和龙华生产基地建设期由原来的11个月分别延长至18和20个月，分别于2011年6月和8月完工，完成产能250和380万套，

比未追加投资之前分别增加130和220万套。

公司预测追加投资后新增净利润 1.1 亿元

图表 6：追加投资前后项目预测对比（万元）

	追加投资之前			追加投资之后			前后对比
	常熟	龙华	合计	常熟	龙华	合计	合计
销售收入	15600	28400	44000	48000	72000	120000	172.73%
利润总额	1546.7	2212.1	3758.8	7320	10970	18290	386.59%
净利润	1160	1659.1	2819.1	5490	8220	13710	386.33%
内部收益率	22.11%	15.71%	——	28.24%	27.66%	——	——
净现值	3626	3447	7073	17233.33	25412.32	42645.65	——
投资回收期（年）	5.45	6.67	——	4.33	4.45	——	——

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 根据公告，对比追加投资前后公司对生产基地项目的预测，追加投资之后，销售收入增长172.73%，项目新增净利润近1.1亿元。并且规模效应的存在使项目的内部收益率大幅提高，投资回收期也大幅的减少。

营销网络建设更贴近市场

- **直营网络选址范围扩大：**由原来的限定部分城市变为有重点的选择增加一些沿海经济发达城市和经济情况较好的二线城市，直营网络选址更为灵活。
- **旗舰店和专卖店面积缩小，并增加直营专柜数量。**
 - 旗舰店面积由单店 500-600 平米缩小到 350 平米，专卖店和专柜的面积分别由 200 和 70 平米减小为 150 和 50 平米。其中销售面积的减少是因为房租压力的上升，单店面积的减少有利于增加平效，降低经营风险。
 - 店铺资源的稀缺导致专卖店选址的困难，而专柜数量有利于公司借助购物中心和商场和影响力，提高开设渠道的成功率和效率，因此减少 10 家专卖店，增加 150 家直营专柜。
- **延长营销网络建设期，由两年延长到三年。**一至三年的完成进度分别为 30%、70%、100%。预计新建店前三年产生效益分别为正常年份的50%、80%和100%。追加投资之后，营销网络项目由原来的180家增为320家。延长建设期的做法显示公司稳健的开店步伐，增加了单店开设的成功率。虽然当年和前一年的开店数目对公司的销售收入具有较大的影响，但是我们认为盲目的快速开店会为公司的管理、物流和人员配给等各方面的能力造成很大压力，这种做法是不可取的，并可能为未来埋下隐患。我们比较欣赏公司稳健的开店作风，认为扎实拓展远胜于盲目扩张。
- **项目完全达产后，公司预测实现销售收入3.87亿元，净利润为2897万元，所得税后内部收益率为11.38%。**

股权激励提升信心

- 公司公布股权激励草案，激励期权 266.88 万份（占当前股本 1.99%，包括 26.69 万份预留），有效期自授权日起五年。激励对象可在授权日满 24 个月后，在行权日按 30%、30%和 40%的比例分期行权，行权价格 34.24 元，行权条件为 2011-2013 年的加权平均净资产收益率分别不低于 11%、11.5%和 12%，并且 2011-2013 年净利润增长率分别不低于 2010 年净利润的 20%、50%和 80%。

激励期权数目和对象数量略低，行权要求基本相同

- 与 2010 年 7 月 22 日发布的股权激励草案相比，1 月 24 日公布的总的激励股票期权数量低于之前公告的 300 万股。公布的股权激励对象由 2196 人减少至 186 人，并且首次激励的股权由 256.2 万股减少 16 万股至 240.2 万股。
- 以前公布的行权条件为 2011-2013 年的加权平均净资产收益率不低于 10%，并且 2011-2013 年净利润增长率分别不低于 2009 年净利润的 65%、105%和 145%。相比而言，1 月 24 日公布草案对加权平均净资产收益率提出较高的要求，并且业绩考核基准由 2009 年改变为 2010 年，行权条件规定的 2011-2013 年最低增速分别为 20%、25%和 20%。

图表 7：两次草案对比

	2010 年 7 月 22 日草案	2011 年 1 月 24 日草案
激励人数	196 人	186 人
激励数目	300 万	266.88 万
行权价格	34.24 元	34.24 元
行权条件		
净资产收益率	2011-2013 年加权平均净资产收益率不低于 10%	11-13 年加权平均净资产收益率分别不低于 11%、11.5%和 12%
股权激励考核基准	2009 年扣除非经常性损益净利润:0.79 亿元	2010 年扣除非经常性损益净利润
2011 年业绩底线	以 2009 年为基数，增长超过 65%，不低于 1.30 亿元	以 2010 年为基数，增长超过 20%
2012 年业绩底线	以 2009 年为基数，增长超过 105%，不低于 1.62 亿元	以 2010 年为基数，增长超过 50%
2013 年业绩底线	以 2009 年为基数，增长超过 145%，不低于 1.94 亿元	以 2010 年为基数，增长超过 80%

来源：齐鲁证券研究所

激励重视管理和设计，为 2011-2013 年业绩提供保障

- 公司上市前核心高管已持股，本次激励人员以核心技术人员和中层管理人员为主，共计 186 人。本次的股权激励计划显示出公司对管理和设计能力的重视。
- 根据行权的条件，公司 2011-2013 年的净利润增速最低为 20%、25%和 20%。2009 年公司净利润为 8610.53 万元，以公司 2010 年 10 月 23 日公告的业绩增长在 20%-40%测算，2010 年净利润在 1.03-1.21 亿元，根据行权条件 2010-2013 年复合增长率在 21.23%-25.99%之间。而 2010 年 7 月 22 日公布的草案，2010-2013 年的复合增长率在，方案修正前后对业绩的考核条件大致相同，
- 基于产能扩张和销售渠道的建设，达到公司设定的行权条件难度不是很大，但是也需要公司的中高层管理层和核心技术人员努力发挥积极性才能较好的实现激励效果，这样有利于公司管理效率和设计能力的提高。

激励价格对当前股价形成支撑

- 作为第一家推出股权激励方案的家纺上市公司,公司显示除对行业 and 自身发展的坚定信心。从行权的期限来看公司的股权激励趋于长期,行权价格为 34.24 元,高于当前股价(截止 01.24 为 32.25 元),对公司当前股价有一个较强的支撑作用,激励目标也为未来三年的增长提供了有效的保证。

投资建议

- 公司对产能的投资带来的规模效应促使产品的毛利率大幅提高,另外原来用于外包的产品转为自产,这都显著的提升了 2011 和 2012 年的盈利水平。预测 2010-2012 年的净利润分别为 1.21、1.64 和 2.18 亿元,同比增长 34.8%、35.9%和 33.2%,上调 2011-2012 的 EPS 为 1.22 和 1.64 元(原预测为 1.16 和 1.44),对应 2011 年的 PE 为 26.37,合理估值区间为 39.13-40.35 元,上调投资评级为买入。

图表 8：店铺销售收入预测

单位：人民币万元

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营							
平均销售收入（万元/家）	77.55	69.99	86.23	91.40	97.10	117.66	151.89
增长率（YOY）	N/A	-9.75%	23.20%	5.99%	6.24%	21.17%	29.08%
销售数量（家）	203.00	309.00	339.00	334.00	419.00	495.00	514.00
增长率（YOY）	N/A	52.22%	9.71%	-1.47%	25.45%	18.14%	3.84%
销售面积（平米）	12,045.00	25,275.00	29,861.00	29,511.00	42,411.00	59,611.00	72,511.00
平效（万元/平米）	1.31	0.86	0.98	1.03	0.96	0.98	1.08
销售收入	15,743.47	21,627.64	29,232.99	30,527.58	40,686.85	58,244.10	78,070.24
增长率（YOY）	—	37.38%	35.16%	4.43%	33.28%	43.15%	34.04%
毛利率	35.26%	45.87%	55.10%	55.86%	55.32%	55.73%	55.92%
销售成本	10,192.32	11,707.04	13,125.61	13,474.87	18,180.01	25,784.97	34,415.22
增长率（YOY）	N/A	14.86%	12.12%	2.66%	34.92%	41.83%	33.47%
毛利	5,551.15	9,920.60	16,107.38	17,052.71	22,506.84	32,459.13	43,655.02
增长率（YOY）	N/A	78.71%	62.36%	5.87%	31.98%	44.22%	34.49%
占总销售额比重	37.85%	37.43%	44.05%	39.58%	40.77%	43.10%	44.84%
占主营业务利润比重	43.96%	45.50%	52.93%	50.39%	50.55%	53.06%	54.56%
加盟							
平均销售收入（万元/家）	39.80	47.00	46.06	56.94	52.37	53.56	56.79
增长率（YOY）	N/A	18.10%	-2.00%	23.62%	-8.03%	2.28%	6.02%
销售数量（家）	561.00	673.00	733.00	790.00	1,090.00	1,390.00	1,640.00
增长率（YOY）	N/A	19.96%	8.92%	7.78%	37.97%	27.52%	17.99%
销售面积（平米）	61666.00	71074.00	88296.00	95022.00	126522.00	158022.00	184272.00
平效（万元/平米）	0.36	0.45	0.38	0.47	0.49	0.51	0.54
销售收入	22,326.04	31,630.56	33,763.08	44,982.60	57,083.51	74,452.11	93,132.64
增长率（YOY）	N/A	41.68%	6.74%	33.23%	26.90%	30.43%	25.09%
毛利率	27.88%	34.73%	40.30%	36.31%	37.50%	37.75%	38.25%
销售成本	16,101.54	20,645.27	20,156.56	28,649.42	35,677.19	46,346.44	57,509.41
增长率（YOY）	N/A	28.22%	-2.37%	42.13%	24.53%	29.90%	24.09%
毛利	6,224.50	10,985.29	13,606.52	16,333.18	21,406.32	28,105.67	35,623.24
增长率（YOY）	N/A	76.48%	23.86%	20.04%	31.06%	31.30%	26.75%
占总销售额比重	53.68%	54.74%	50.87%	58.32%	57.20%	55.10%	53.49%
占主营业务利润比重	49.30%	50.38%	44.71%	48.27%	48.08%	45.95%	44.53%
出口							
销售收入	3,521.17	4,520.32	3,373.62	1,617.21	2,021.51	2,425.82	2,910.98
增长率（YOY）	N/A	28.38%	-25.37%	-52.06%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	24.17%	19.84%	21.21%	28.04%	30.00%	25.00%	25.00%
销售成本	2,670.10	3,623.49	2,658.08	1,163.74	1,415.06	1,819.36	2,183.23
增长率（YOY）	N/A	35.71%	-26.64%	-56.22%	21.60%	28.57%	20.00%
毛利	851.07	896.83	715.54	453.47	606.45	606.45	727.74
增长率（YOY）	N/A	5.38%	-20.21%	-36.63%	33.74%	0.00%	20.00%
占总销售额比重	8.47%	7.82%	5.08%	2.10%	2.03%	1.80%	1.67%
占主营业务利润比重	6.74%	4.11%	2.35%	1.34%	1.36%	0.99%	0.91%
销售收入小计	41590.68	57778.52	66369.69	77127.39	99791.87	135122.03	174113.86
销售成本小计	28963.97	35975.80	35940.25	43288.04	55272.26	73950.77	94107.87
毛利	12626.71	21802.72	30429.44	33839.35	44519.61	61171.26	80006.00
平均毛利率	30.36%	37.73%	45.85%	43.87%	44.61%	45.27%	45.95%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308