

富安娜 (002327.SZ) 纺织行业

评级: 买入 维持评级

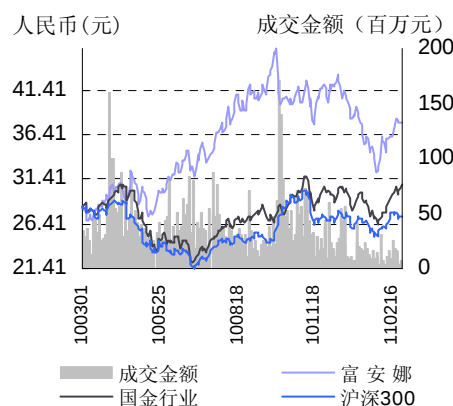
业绩点评

市价(人民币): 37.84 元
 目标(人民币): 44.36-50.70 元

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)	5,066.78
年内股价最高最低(元)	46.11/26.76
沪深 300 指数	3197.62
中小板指数	7313.63



相关报告

1. 《富安娜三季报点评》，2010.10.24
2. 《富安娜中报点评》，2010.8.18
3. 《富安娜股权激励点评》，2010.7.22

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

业绩略超预期，此时正是买入时机

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	0.836	0.935	1.268	1.707
每股净资产(元)	2.87	10.12	13.69	14.69	16.01
每股经营性现金流(元)	0.87	1.25	-0.10	1.84	1.69
市盈率(倍)	N/A	47.44	40.47	29.85	22.17
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%	45.40%	35.56%	34.69%
净资产收益率(%)	29.73%	8.26%	7.09%	8.96%	11.07%
总股本(百万股)	77.00	103.00	133.90	133.90	133.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布业绩快报，2010 年实现收入 10.68 亿元、净利润 1.25 亿元，分别同比增长 34.9% 和 45.4%，EPS 0.93 元，略超我们原 1.18 亿元净利润预期。

经营分析

- 包括家纺市场在内的纺织服装零售市场快速增长，公司作为行业龙头，业绩持续高速增长可靠性高。2010 年前 10 月国内纺织服装社会零售总额增速超过 25%，公司作为家纺行业龙头企业自然充分享受市场增长带来的机遇；同时上市也使得公司品牌知名度快速提升，而公司也扩大加盟方式销售网络占比，确保了外延式扩张速度，以上因素综合作用，使得公司业绩持续高速增长；。
- 应对棉花价格大涨，加大原材料储备。2010 年棉花价格持续飙升，4 季度棉价在 2.5-3 万元之间，公司为应对原材料成本的上涨，三季度再次新增原材料储备 6000 万，前三季度累计新增原材料储备 2.2 亿元，这些为利润增长奠定基础。
- 所得税率提高对业绩增长影响不大：地处深圳特区的企业所得税税率由 2009 年度的 20% 过度 2010 年的 22%，这使得公司净利润增速 45.4% 低于 48.6% 的利润总额增速。在公司主营业务持续情况下，所得税率的缓慢调整对业绩影响较小。

盈利调整

- 我们维持公司 11/12 年公司净利润 35% 左右的增速不变，仅根据 10 年净利润略微调整净利润，预计 2011-12 年实现净利润 1.7 和 2.29 亿元，较原预期提高 6.7% 和 7.8%，EPS 分别为 1.268 和 1.707 元。

投资建议

- 目前股价对应 29.8x11PE，考虑到未来 35% 甚至可能更高的业绩增长，我们认为给予 35-40 倍估值是合理的，对应的股价在 44.36-50.7 元之间，维持买入建议。
- 目前纺织服装零售板块调整，我们始终认为对于公司这样优质的纺织服装零售企业，调整正好是买入时机。

图表1: 产品盈利预测

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	370.00	460.00	570.00
增长率 (YOY)		37.38%	35.16%		4.43%	21.82%	21.20%	24.32%	23.91%
毛利率	35.26%	45.87%	55.10%	53.72%	55.86%	60.49%	60.50%	61.00%	61.50%
销售成本 (百万元)	101.92	117.08	131.25	65.65	134.74	68.27	146.15	179.40	219.45
增长率 (YOY)		14.87%	12.10%		2.66%	4.00%	8.47%	22.75%	22.32%
毛利 (百万元)	55.52	99.20	161.08	76.20	170.54	104.53	223.85	280.60	350.55
增长率 (YOY)		78.68%	62.38%		5.87%	37.18%	31.26%	25.35%	24.93%
占总销售额比重	37.85%	37.43%	44.05%	44.74%	39.58%	39.13%	34.58%	31.72%	28.64%
占主营业务利润比重	43.97%	45.50%	52.93%	55.06%	50.39%	50.07%	44.64%	41.62%	38.26%
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	970.00	1,400.00
增长率 (YOY)		41.68%	6.74%		33.23%	52.87%	51.17%	42.65%	44.33%
毛利率	27.88%	34.73%	40.30%	35.88%	36.31%	39.02%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	161.02	206.45	201.57	109.74	286.48	159.55	408.00	582.00	840.00
增长率 (YOY)		28.22%	-2.37%		42.13%	45.40%	42.42%	42.65%	44.33%
毛利 (百万元)	62.24	109.85	136.07	61.42	163.36	102.09	272.00	388.00	560.00
增长率 (YOY)		76.49%	23.86%		20.06%	66.23%	66.51%	42.65%	44.33%
占总销售额比重	53.68%	54.74%	50.87%	53.98%	58.32%	59.24%	63.55%	66.90%	70.35%
占主营业务利润比重	49.29%	50.39%	44.71%	44.38%	48.27%	48.90%	54.24%	57.55%	61.13%
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%	1.87%	1.38%	1.01%
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%	0.61%
销售总收入 (百万元)	415.91	577.79	663.70	317.07	771.28	441.64	1070.00	1450.00	1990.00
销售总成本 (百万元)	289.64	359.76	359.39	178.67	432.85	232.85	568.55	775.80	1073.85
毛利 (百万元)	126.27	218.02	304.30	138.40	338.43	208.78	501.45	674.20	916.15
平均毛利率	30.36%	37.73%	45.85%	43.65%	43.88%	47.27%	46.86%	46.50%	46.04%

来源: 国金证券研究所

图表2：公司报表摘要

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	1,070	1,450	1,990	货币资金	79	78	853	1,325	1,326	1,298
增长率		15.3%	16.3%	35.1%	35.5%	37.2%	应收账款	36	32	30	47	63	87
主营业务成本	-369	-374	-451	-569	-776	-1,074	存货	146	219	197	389	404	530
% 销售收入	62.5%	55.0%	57.0%	53.1%	53.5%	54.0%	其他流动资产	11	7	13	19	25	34
毛利	221	306	340	501	674	916	流动资产	272	336	1,093	1,780	1,819	1,949
% 销售收入	37.5%	45.0%	43.0%	46.9%	46.5%	46.0%	% 总资产	63.2%	67.6%	86.3%	85.6%	79.0%	74.7%
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	-273	-360	-488	% 总资产	22.9%	19.2%	8.8%	9.1%	11.5%	12.8%
% 销售收入	20.5%	25.3%	23.8%	25.5%	24.8%	24.5%	无形资产	53	55	52	58	67	75
管理费用	-29	-44	-44	-71	-96	-127	非流动资产	159	162	174	300	485	661
% 销售收入	4.9%	6.5%	5.6%	6.6%	6.6%	6.4%	% 总资产	36.8%	32.4%	13.7%	14.4%	21.0%	25.3%
息税前利润 (EBIT)	69	88	104	154	213	293	资产总计	431	498	1,267	2,080	2,303	2,609
% 销售收入	11.8%	13.0%	13.1%	14.4%	14.7%	14.7%	短期借款	51	37	0	0	0	0
财务费用	-6	-7	-4	2	3	3	应付款项	145	193	198	253	329	434
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	24	18	26	60	79	110
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	流动负债	220	248	225	313	408	544
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	28	0	0	0	0
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	313	408	544
营业利润	63	81	101	156	215	296	普通股股东权益	171	221	1,042	1,766	1,895	2,065
营业利润率	10.7%	11.8%	12.8%	14.5%	14.9%	14.9%	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	2,080	2,303	2,609
税前利润	63	79	108	161	220	301	比率分析						
利润率	10.7%	11.6%	13.7%	15.0%	15.2%	15.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-5	-13	-22	-35	-51	-72	每股指标						
所得税率	7.4%	17.0%	20.6%	22.0%	23.0%	24.0%	净资产收益率	34.17%	29.73%	8.26%	7.09%	8.96%	11.07%
净利润	58	66	86	125	170	229	总资产收益率	13.54%	13.20%	6.80%	6.02%	7.37%	8.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	24.56%	25.60%	7.91%	6.78%	8.65%	10.79%
归属于母公司的净利润	58	66	86	125	170	229	增长率						
净利率	9.9%	9.7%	10.9%	11.7%	11.7%	11.5%	主营业务收入增长率	40.84%	15.34%	16.31%	35.14%	35.51%	37.24%
现金流量表 (人民币百万元)							EBIT增长率	68.32%	27.31%	17.58%	47.93%	38.53%	37.80%
净利润	58	66	86	125	170	229	净利润增长率	72.77%	12.65%	30.96%	45.40%	35.56%	34.69%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产增长率	33.62%	15.48%	154.45%	64.14%	10.76%	13.28%
非现金支出	10	14	12	15	24	34	资产管理能力						
非经营收益	-1	1	3	5	-5	-5	应收账款周转天数	14.5	14.2	10.7	12.0	12.0	12.0
营运资金变动	-17	-13	28	-158	49	-40	存货周转天数	132.5	177.9	168.3	250.0	190.0	180.0
经营活动现金净流	51	67	129	-13	238	218	应付账款周转天数	58.2	71.8	66.6	65.0	65.0	65.0
资本开支	-41	-12	-28	-96	-104	-105	固定资产周转天数	57.5	50.3	43.5	54.9	60.0	56.1
投资	-4	0	0	-51	-100	-100	偿债能力						
其他	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	6.86%	-5.99%	-81.88%	-75.00%	-69.99%	-62.86%
投资活动现金净流	-46	-12	-28	-147	-204	-205	EBIT利息保障倍数	11.5	12.8	24.6	-68.1	-77.6	-107.9
股权募资	10	0	780	631	0	0	资产负债率	60.38%	55.58%	17.74%	15.06%	17.73%	20.84%
债权募资	30	-26	-65	0	0	0							
其他	-10	-30	-42	0	-32	-41							
筹资活动现金净流	30	-56	673	631	-32	-41							
现金净流量	35	-1	774	471	2	-28							

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	二月内	三月内	六月内
强买	5	9	9	10	13
买入	1	3	4	7	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.22	1.26	1.31	1.41

来源：朝阳永续

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
6 2010-08-18	买入	40.99	N/A
7 2010-10-24	买入	39.85	N/A

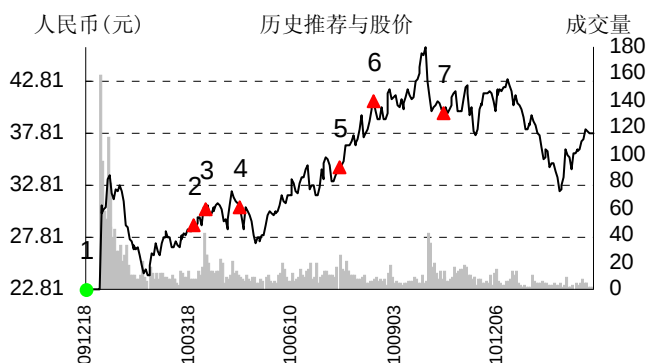
来源：国金证券研究所

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



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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室