

富安娜(002327.SZ)

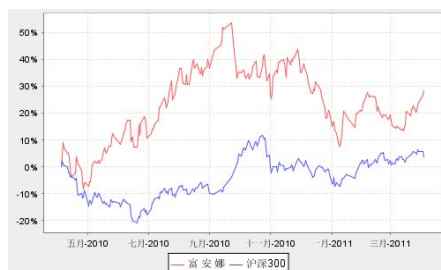
提价和原料储备显著提升毛利率水平

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **45.85-48.44**
 分析师: 徐晓艳 分析师: 谢刚
 S0740210080002 S0740210090003
 0531-68889515 021-20315178
 xuxy@qlzq.com.cn xiegang@qlzq.com.cn
 2011年4月20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)	37.98
市值(百万元)	5085.52
流通市值(百万元)	1283.72

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	1,067.30	1,447.37	1,854.90
营业收入增速	15.34%	16.31%	34.80%	35.54%	28.16%
净利润增长率	11.61%	32.52%	47.02%	23.20%	34.14%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.87	0.95	1.31	1.76
前次预测每股收益(元)	—	—	—	1.22	1.64
市场预测每股收益(元)	—	—	—	1.24	1.65
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	5.75%	6.60%
市盈率(倍)	0.00	45.69	41.31	29.36	21.89
PEG	0.00	1.40	0.88	1.27	0.64
每股净资产(元)	2.87	10.12	8.35	9.84	11.15
每股现金流量	0.87	1.25	-0.47	1.04	1.81
净资产收益率	30.50%	8.58%	11.75%	13.33%	15.77%
市净率	0.00	3.92	4.73	3.91	3.45
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

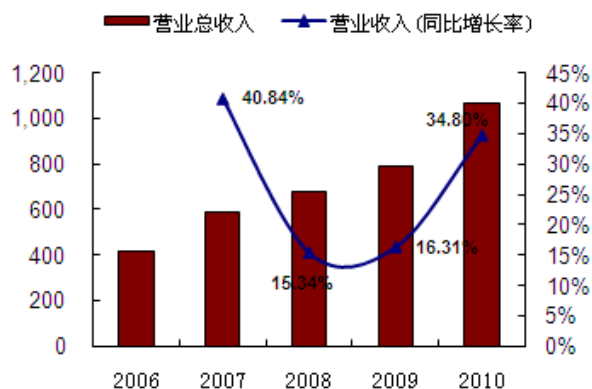
- 事件: 公司 4 月 20 日发布年报, 2010 年营业总收入、利润总额和归属上市公司股东的净利润分别为 10.67 亿元、1.61 亿元和 1.28 亿元, 分别比去年同期增长 34.8%、59.74%和 48.37%, EPS 为 0.95 元。2010 年利润分配预案: 每 10 股派发现金红利 7 元(含税)。
- 2010 年收入和净利润同比增速加快, 并且 2010 年四季度和 2011 年一季度收入和净利润增幅显著提高。通过单季度数据的对比, 2010 年第四季度收入和净利润的同比增幅分别为 37.09%和 66.19%, 高于前三季度 33.61%和 36.57%的增幅。根据公司 3 月 31 日发布的一季度业绩预告, 2011 年公司一季度归属上市公司股东的净利润为 5545.8 万元-6171.9 万元, 同比增长 50%-70%, EPS 为 0.41-0.46 元。
- 提价和原料储备是公司毛利率水平大幅提升的主要原因。坯布和填充物价格的上升给整个纺织服装行业都带来较大的压力, 成本的推动促使家纺终端零售价格的提升, 公司 2010 年上半年在对产品进行相应提价的同时, 储备近 6 个月的原料。有计划的原料储备很大程度的缓解了公司的成本压力, 这在棉花价格上升幅度较大的 2010 年下半年(328 棉花价格指数期间涨幅为 50%)为公司带来了较大的盈利的空间。提价和原料储备造成公司整体毛利率水平由 2009 年的 42.99%提升至 2011 年的 46.11%。
- 直营渠道的毛利率提升幅度高于加盟渠道 5 个百分点。由于成本提升幅度小于零售价格提升幅度造成 2010 年产品毛利率水平大幅提升, 但是由于订货会的存在导致直营毛利率提升的幅度(7.3%)显著高于加盟渠道(2.5%)。公司 2010 年 5 月和 11 月举办两次订货会, 订货会的占比一般在 40%以上, 订货的产品价格基本商定, 可变动的弹性较小, 因此公司产品提价对直营渠道的终端零售价格影响较大, 而对加盟渠道的批发价格影响较小。

- **2011 年原料成本波动幅度有所降低，公司成本压力减弱，但是整体毛利率水平将有所下降。**我们认为 2011 年公司原材料价格虽然依旧在高位运行，但是向上波动的幅度有所降低，公司的成本压力有所减弱但是原料储备对盈利能力的驱动力也随之消退，综合考虑募投项目和超募资金对相关产能建设对毛利率的提升作用，我们预测 2011 和 2012 年公司毛利率水平在 45.5%-46.5%之间。
- **销售政策向加盟商倾斜的效果已经显现，2010 年加盟销售收入增速为 47.71%，显著高于直营渠道 18.45% 的收入增幅。**由于直营店铺资金需求较高，扩张的速度较慢，为抢占市场成长为全国优势品牌，公司自 2010 年开始将加盟渠道建设提升到战略高度，在保有直营收入占比 40%的同时，计划 2-3 年内每年增加 300 家左右加盟店铺。销售战略向加盟渠道倾斜加大公司业绩弹性，预计 2011-2012 年加盟收入复合增长率 32%。
- **广告宣传费用和新品研发费用的投入促使期间费用率提升 0.67 个百分点。**直营收入占比仅 40%导致公司的期间费用率处于行业中较高的水平，2010 年广告费用和新品研发费用同比分别增长 118.05%和 71.77%，但是财务费用为-1.80%相应削减了期间费用率。我们认为在由区域化品牌向全国性品牌转化的过程中，加大研发和宣传力度是非常有必要的，预计未来 2-3 年公司的期间费用率仍有小幅提升。
- **全国化进程加速，华南和华中虽然仍为贡献收入的主要区域，但是两地收入占比由 2009 年 57%下降为 2010 年的 52%。**2009 年底公司成功登陆中小板为公司带来了较大的资金支持和较大的品牌影响力，也成为公司由华南区域性品牌向全国性品牌转变的重要转折点。2010 年公司以所在区域为核心加大了对外围市场的覆盖力度，其中华中、西南和华北收入增幅皆超过 50%。
- **2010 年大力推出馨而乐，主品牌富安娜占比降低 1 个百分点，2011 年公司继续强化多品牌战略，做强富安娜品牌，做大馨而乐品牌，做实圣之花品牌。**虽然先前罗莱利用加盟品牌，富安娜和梦洁利用自主品牌都理论构造了多品牌的产品系列，但是主品牌占比仍在 82%以上，其他品牌推动的力度较小。公司 2009 年以来加大对第二品牌馨而乐的推广，加强中档品牌收入占比，正式启动真正的多品牌战略，预计未来 2-3 年内，馨而乐品牌收入增速仍将保持在 25%以上。
- **未来两年产能扩张加速，公司有望成为中国生产能力最大的家纺企业。**根据前期公布的超募资金投向，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，有望成为中国生产能力最大的家纺企业。
- **上调盈利预测，维持买入评级**
 - 预测 2011-2012 年的净利润分别为 1.76 和 2.36 亿元，同比增长 23.20%和 34.14%，上调 2011-2012 的 EPS 为 1.31 和 1.76 元（原为 1.22 和 1.64 元），**上调目标价位 45.85-48.44 元（原为 40.35-42.81 元）。**作为直营收入占比 40%的企业，过去富安娜以牺牲规模扩张速度获得更为确定的成长，我们认为相较于加盟占比较大的罗莱和梦洁家纺，富安娜的业绩增长更为确定，2009 年底的成功上市也将成为公司业绩的转折点，近期的估值回调带来中长期的投资机会，**维持公司买入投资评级。**

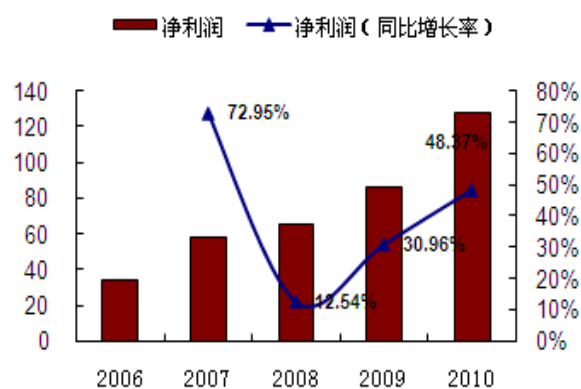
图表 1: 主要财务数据 (百万元)

项目	2009-3-31	2009-6-30	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2009-12-31	2010-12-31
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1-Q4
营业总收入	181.75	141.41	199.30	269.33	253.17	200.05	244.85	369.23	791.79	1,067.30
同比	—	—	5.96%	26.79%	39.30%	41.47%	22.86%	37.09%	16.31%	34.80%
环比	-14.44%	-22.20%	40.94%	35.14%	-6.00%	0.38%	22.39%	50.80%	16.31%	34.86%
营业总成本	150.71	131.02	181.05	227.91	206.86	184.90	217.31	296.75	690.69	905.82
销售毛利率	42.87%	42.98%	42.06%	43.76%	46.66%	46.09%	44.64%	46.11%	42.99%	46.11%
期间费用率	26.00%	35.10%	32.59%	28.08%	27.85%	38.19%	32.51%	26.99%	29.99%	30.56%
销售费用率	21.57%	28.22%	26.68%	20.98%	22.61%	29.91%	26.31%	23.45%	23.84%	25.12%
管理费用率	3.93%	5.32%	5.57%	6.94%	5.31%	8.57%	6.45%	5.34%	5.61%	6.19%
财务费用率	0.50%	1.55%	0.35%	0.16%	-0.07%	-0.29%	-0.25%	-1.80%	0.53%	-0.75%
利润总额	31.53	11.54	20.69	44.74	46.31	14.94	26.96	73.01	108.50	161.22
同比	—	—	13.42%	78.96%	46.88%	29.49%	30.28%	63.20%	37.01%	48.59%
环比	26.12%	-63.40%	79.31%	116.21%	3.52%	-27.78%	80.40%	170.84%	37.01%	48.62%
所得税率	21.49%	22.41%	17.62%	20.98%	21.60%	23.17%	21.27%	19.53%	20.64%	20.76%
净利润	24.75	8.95	17.05	35.35	36.31	11.48	21.22	58.75	86.11	127.76
同比	—	—	14.76%	71.82%	46.67%	28.22%	24.50%	66.19%	30.96%	48.37%
环比	20.31%	-63.83%	90.39%	107.38%	2.70%	-32.65%	84.85%	176.83%	30.96%	48.37%

来源: 齐鲁证券研究所

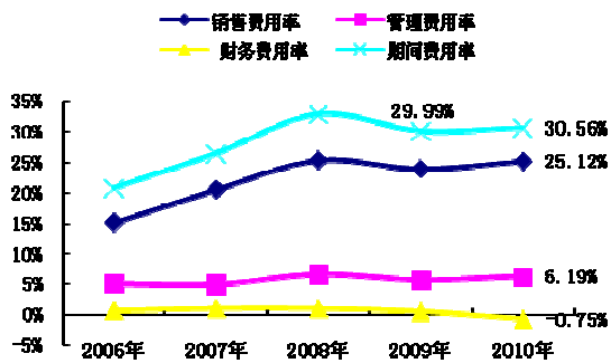
图表 2: 2010 营业收入增速比 2009 快 18 个百分点


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 2010 年净利润增速高达 48.37%


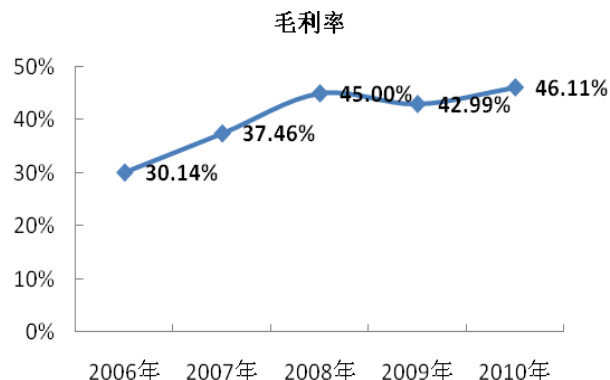
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4：期间费用率保持稳定



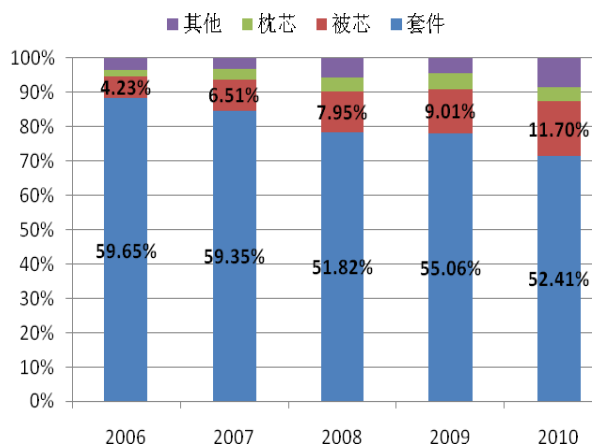
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：整体毛利率水平上升 3 个百分点



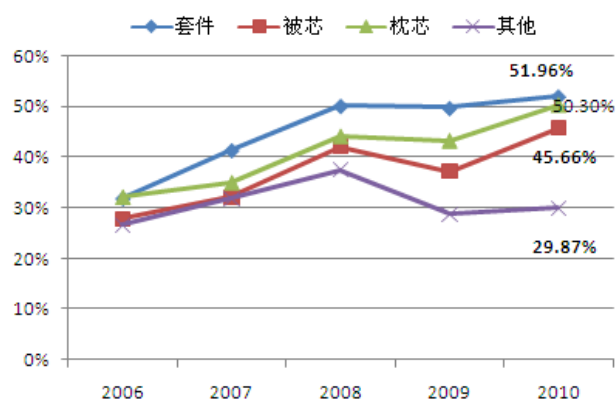
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：套件和被芯是收入主要来源，但占比下降



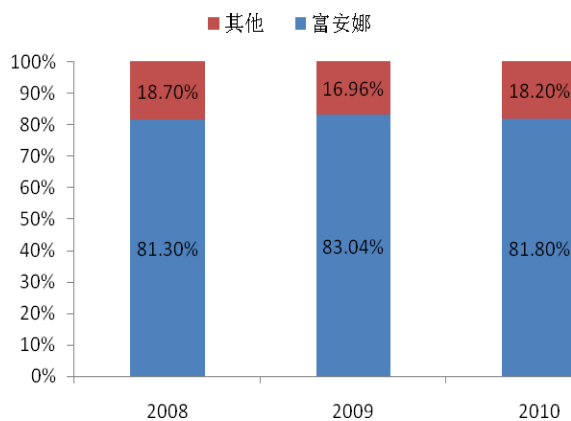
来源：齐鲁证券研究所

图表 7：枕芯和套件毛利率增幅最大：7%和5%



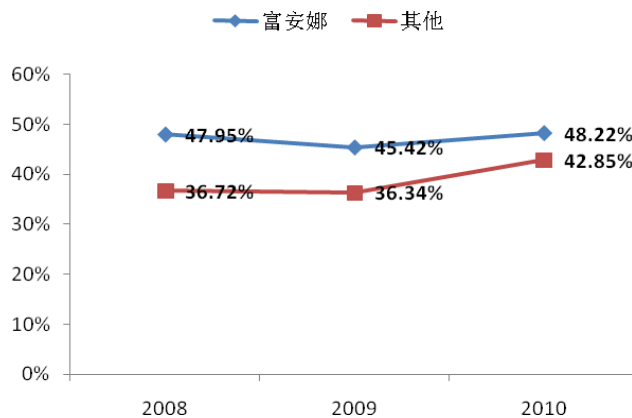
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：其他品牌收入占比上升 1 个百分点



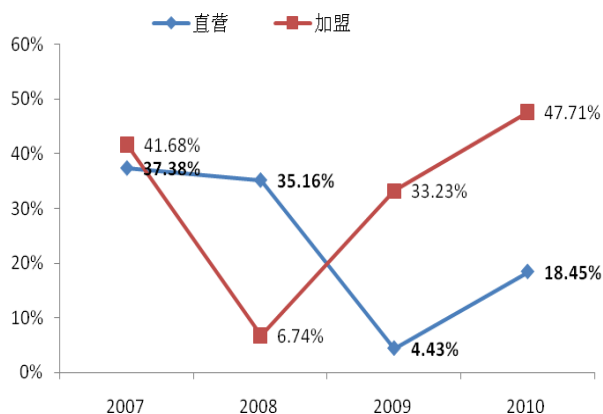
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：其他品牌毛利率提升幅度高于主品牌



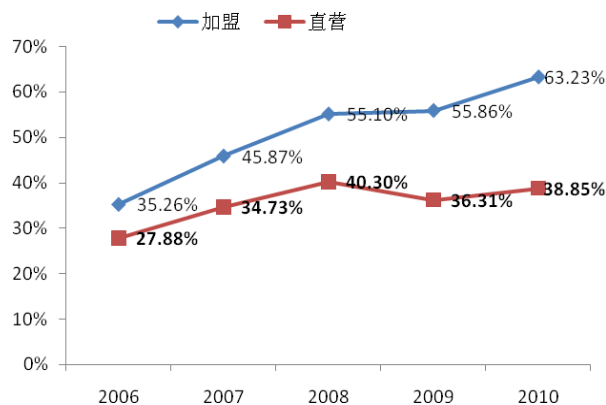
来源：齐鲁证券研究所

图表 10：加盟收入增幅高于直营 30 个百分点



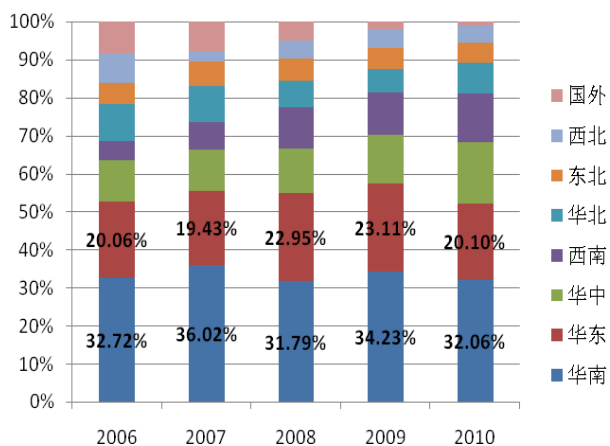
来源：齐鲁证券研究所

图表 11：直营毛利率水平提升 7.3 个百分点



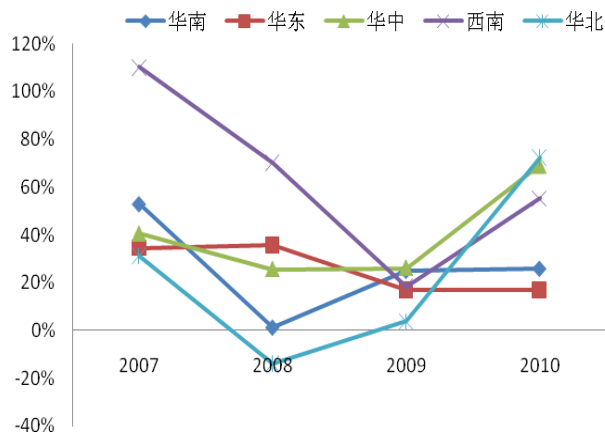
来源：齐鲁证券研究所

图表 12：华南和华东仍是主要区域，占比下降



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：华北、华中和西南收入增幅均超 50%



来源：齐鲁证券研究所

图表 14：财务数据变动说明

项目	2010 年 (百万)	同比增减	变动原因
费用项目			
销售费用	268.08	42.00%	加大了广告宣传费的投入,增幅为 118.05%;销售网络的扩大,使得销售人员增加,租赁费和差旅费随之增长
管理费用	66.10	48.73%	扩大了新品研发费用的投入,增幅为 71.77%;管理人员的增加及工资和福利上涨,加大折旧费、中介费和办公费等费用的投入
财务费用	-8.01	-289.61%	下降的原因是公司 IPO 超募资金的定期存款利息收入抵销了日常的结算费用和利息支出
所得税	33.46	49.44%	应纳税所得额随着营业收入的增长而增长;二是公司所处的深圳经济特区的企业所得税率由 2009 年 20%过渡到 2010 年 22%。
资产项目			
货币资金	666.52	-0.22	支付材料采购款、分配 2009 年度的股利和募投资金使用等
预付款项	49.82	3.01	预付南充市财政局土地款、供应商材料款以及常熟工业园三期基建工程款等
其他应收款	13.37	0.75	支付募投项目工程保证金、各子公司房租押金等
存货	415.12	1.10	为应对原材料价格上涨而增加的储备
其他流动资产	7.49	12.22	大量采购存货的增值税进项税额留待后期认证抵扣
固定资产	185.11	0.96	结转了募投项目部分已竣工的厂房
在建工程	29.53	0.79	募投项目正常开展增加的工程投入
资产周转能力			
应收账款周转率(次)	45.98	14.52	主营业务收入比上年同期增长了 34.49%,而同期的应收账款仅增长了 1.17%
存货周转率	1.88 次	-0.2	应对原材料价格上涨造成的不良影响,增加原材料和产成品的储备,期末存货比期初增长了 110.47%
偿债能力			
流动比率(倍)	3.71	-23.68%	随着公司成功上市,募集资金到位,经营情况持续向好,公司的资产负债率上升了 5.16 个百分点的,主要原因是报告期末的负债总额比期初增长了 47.85%,增长的主要项目为短期借款、应付股利、应付职工薪酬、应交税费以及待以后期间确认的政府补助等。
速动比率(倍)	2.4	-39.80%	
资产负债率	22.90%	5.16%	
利息保障倍数	不适用	不可比	
现金流构成			
经营活动产生的现金流	-62.78	-148.58%	存货的大幅增长,期末存货比期初增加了 21,788.36 万元,增幅为 110.47%
投资活动产生的现金流	-130.74	363.97%	公司募投项目按进度投入资金
筹资活动产生的现金流	6.20	-99.08%	上期公司在深圳交易所成功发行了 2,600 万股普通股,募集资金净额 73,497.23 万元

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%

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