



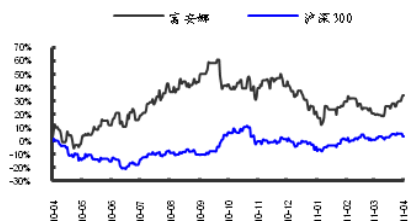
富安娜 (002327):

持续受益消费升级 坚定长期持有

消费品-纺织服装

维持评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现 (%)	1m	3m	12m
富安娜	11.0	11.8	28.7
沪深 300	2.8	11.9	3.9

市场数据 2011.04.20

当前价格 (元)	38.15
52 周价格区间 (元)	32-46.8
总市值 (百万)	5108.29
流通市值 (百万)	1289.47
总股本 (万股)	13390.00
流通股 (万股)	3380.00
日均成交额 (百万)	30.48
近一月换手 (%)	38.08

相关报告

《艺术家纺代表 增长空间巨大》
2010 年 6 月
《提价消化成本压力 力保毛利率稳定》
2010 年 12 月

分析师

刘金沪
电话: 0755-83704943
邮件: liujh01@ghzq.com.cn
证书编号: S0350209030572

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是 ☐ 否

- 公司 2010 年实现营业收入 10.67 亿元, 同比增长 34.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.28 亿元, 同比增长 48.37%, 每股收益 0.95 元。另外, 由于营销力度增强和产品毛利率提升, 2011 年 1 季度业绩预增 50-70%, 每股收益 0.41-0.46 元。此业绩超过我们先前的预期。
- 我国家纺产业可望在居民收入提高、城市中产阶级和富裕群体的消费升级、城市化以及婚庆市场兴起引发的家居重置需求等多重因素驱动下持续快速增长, 朝阳产业特征明显, 产业规模和增长空间巨大。而行业集中度目前较低, 中高端家纺产品市场竞争相对宽松, 作为雏形初现的龙头, 公司可享有市场规模和集中度提升的双重红利, 是分享我国家纺行业消费升级盛宴的理想载体。
- 公司综合优势明显, 已经初步完成从红海中的杀出, 开始享有品牌溢价, 可以有效的消化成本压力, 在棉价高企的 2010 年实现了 46.1% 的毛利率新高。
- 公司在全国主要市场表现均衡, 销售终端接近 1600 家, 加盟渠道建设快速扩张, 已贡献 64% 的销售; 此外, 近年来致力打造的副品牌和家居类产品也呈现快速增长的良好态势。
- 基于目前的股本规模, 2011-13 年的 EPS 分别为 1.30 元、1.75 元和 2.36 元, 对应 2011 年动态市盈率为 29.5 倍, 估值优势明显。我们坚定的看好公司的长远发展前景, 维持其长线“买入”评级。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	590	681	792	1,067	1,429	1,831	2,356
营业利润 (百万元)	63	81	101	161	222	300	405
净利润 (百万元)	58	66	86	128	173	234	316
摊薄每股收益 (元)	0.44	0.49	0.64	0.95	1.30	1.75	2.36
摊薄每股净资产 (元)	2.22	2.87	10.12	8.35	8.87	9.57	10.51
加权平均ROE (%)	41.3	34.7	32.6	11.8	15.0	19.0	23.5

2010 年报和 2011 年 1 季报表现靓丽

2011 年 4 月 20 日, 公司发布 2010 年年报: 报告期内, 公司实现营业收入 106,730.14 万元, 同比增长 34.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 12,775.78 万元, 同比增长 48.37%。分配预案为每 10 股派 7 元 (含税)。

另外, 4 月 1 日公司公告由于营销力度增强和产品毛利率提升, 2011 年 1 季度业绩预增 50-70%, 净利润 5446 万元 - 6172 万元, 折合每股收益 0.41-0.46 元。此业绩增速超过我们先前的预期。

2011 年公司计划销售 13.5 亿元, 比 2010 年增长 25%; 预计净利润 1.65 亿元, 增长 30%。

持续受益消费升级, 品牌溢价确保盈利能力稳步提升

受到国内需求逐步从政策拉动型向内生增长型转变、国内商品房销售数据回升等利好因素的影响, 2010 年家纺行业呈现快速增长的态势, 国内消费稳步增长。报告期内公司一方面积极加大渠道的拓展力度, 营销渠道网点增幅接近 30%, 加大品牌的宣传推广力度, 进一步提高品牌的知名度, 不断拓展市场空间; 另一方面通过提前储备原材料, 整合公司内部资源, 严格控制成本, 提升公司整体营运水平; 同时加大研发投入, 积极开发新产品、新工艺, 不断提高产品的附加值, 以保证产品在市场上竞争优势。总体而言, 公司 2010 年度抓住了行业快速增长的有利时机, 通过外延式的快速扩张和对经营成本的控制, 实现了主营业务收入和利润的较快发展。

2010 年公司主营业务综合毛利率为 47.24%, 同比上升了 3.36 个百分点, 主要原因为公司扩大广告投入, 品牌的知名度、美誉度不断提升; 通过科技创新推动产品附加值的提升; 艺术家纺的定位使公司掌握了市场的定价权; 通过批量采购、规模经营降低成本, 抵销了原材料价格上涨造成的不良影响。公司在新品提价之后 10 年 4 季度和 11 年 1 季度的业绩高速增长, 充分证明了公司已经从低层次的红海中杀出, 开始享受多年来积累的品牌溢价, 将持续分享我国家纺行业消费升级的盛宴。

在成本上涨在未来几年可能成为常态的情况下, 我们相信公司可以

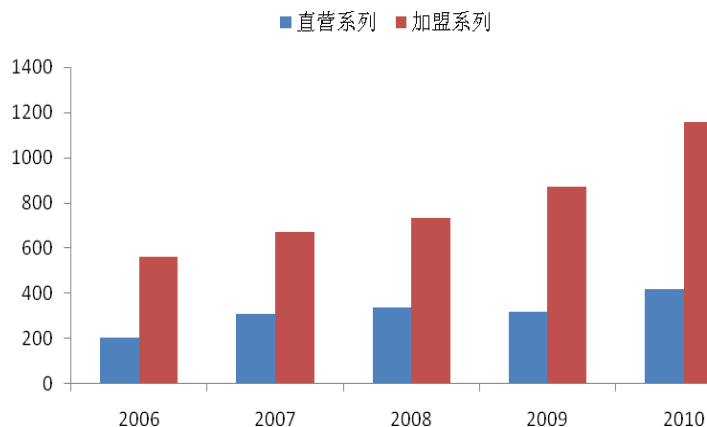
通过产品结构提升和卓越的管理能力向下游传递，从而保持盈利能力的稳中有升。

渠道建设更加均衡，各渠道毛利率同步攀升

公司在业内以直营比重大而著称，但 2010 年加快了加盟渠道的建设，2010 年渠道网点增幅约 30%，达到了接近 1600 家的终端数量，其中直营渠道超过了 420 家。和另外两家家纺龙头相比，公司明显加强了加盟渠道的建设，2010 年加盟渠道的销售收入比重从 2009 年的 58.3% 上升到 64.1%，从该趋势可以看出在加大加盟渠道投入力度之后，公司未来两年的营销扩张将更具弹性。

图 1 公司直营和加盟渠道网点建设持续推进

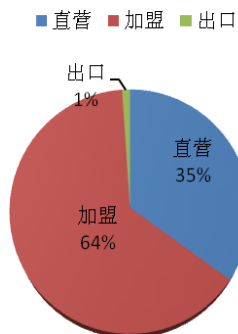
单位：个



资料来源：国海证券研究所

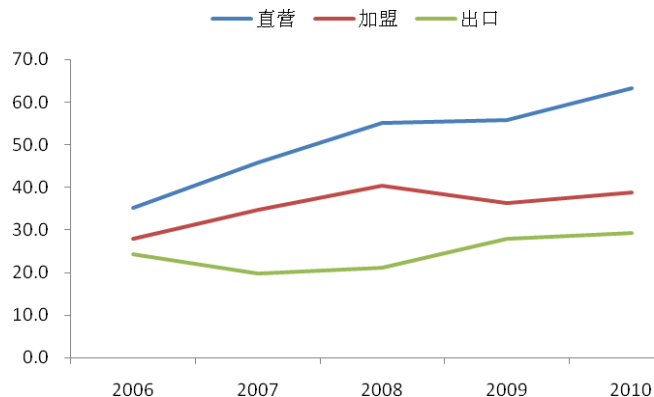
直营和加盟渠道齐头并进的同时，其毛利率也同步高歌猛进，直营的毛利率高达 63%，加盟的毛利率也稳定在 40% 左右，非战略重点的出口业务所占比重已跌至 1% 水平，较低的毛利率不影响大局。

图 2 公司加盟渠道已经贡献 64% 的销售收入



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 3 公司各渠道的毛利率呈现全面攀升态势

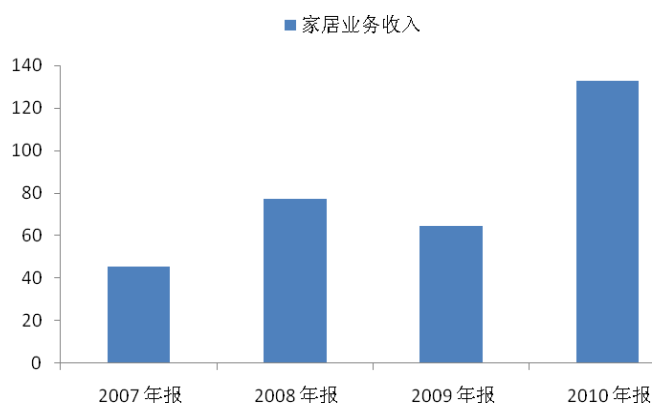


资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司副品牌和家居业务快速增长，全国市场表现均衡

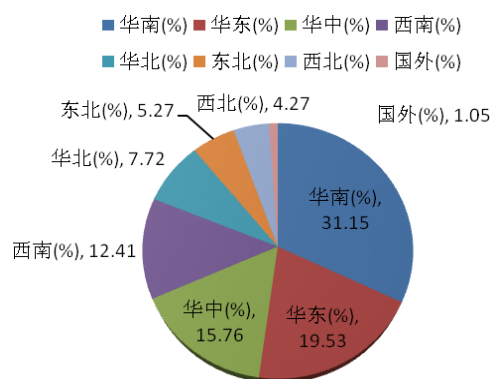
在“富安娜”主品牌不断强化国内市场的领导地位之外，在针对性的市场拓展下公司的“馨而乐”等副品牌也开始发力，2010 年已经合计贡献 1.9 亿元的销售收入，占比将近 2 成，毛利率也有 42.85%，和主品牌 48.2% 的毛利率并不显著逊色，显示了副品牌的潜力。此外，公司近年来加大了家居类产品的开发投入，除家纺外，尽量满足客户的一站式家居需求，床垫、浴巾等等衍生产品的销售在 2010 年出现了井喷，销售高达 1.33 亿元。副品牌和家居业务都有望持续的贡献业绩增长。

图 4 公司家居业务收入 2010 年出现快速增长



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 5 公司在全国范围内的市场趋于均衡



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司在全国范围内的市场日趋均衡，大本营华南市场仅贡献了 31% 的收入，公司在罗莱和梦洁根据地所在的华东和华中市场也颇有斩获，分别是其第二和第三大市场。南充基地的投产也加大了西南市场的渗透力度。整体来看公司在我国整个南方的市场竞争力较为均衡，无明显短板。

盈利预测

根据我们对家纺行业长期景气持续和公司管理能力的判断，我们更新了业绩预测。

盈利预测主要假设：

1、根据宏观经济运行趋势和前几年行业增长情况，公司各主营业务量年均增长 25%，平均价格年均增长 5%。

2、2011 年整体毛利率 46.5%，略高于 2010 年 46.1%的水平，此后每年增长约 0.4%。

3、销售费用年均增长 25%，管理费用年均增长 20%，因带息负债很少，财务费用基本为零。

4、公司 2011 年综合所得税率 22%。

表 1 2006 - 2011 年实际盈利及预测表:

单位: 人民币百万元

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	419	590	681	792	1,067	1,429	1,831	2,356
销售成本	293	369	374	451	575	765	971	1,240
毛利	126	221	306	340	492	664	860	1,116
毛利率	30.1%	37.5%	45.0%	43.0%	46.1%	46.5%	47.0%	47.4%
期间费用	87	156	223	237	326	437	553	703
期间费用率	20.7%	26.4%	32.8%	30.0%	30.6%	30.5%	30.2%	29.8%
营业利润	37	63	81	101	161	222	300	405
营业利润率	8.9%	10.7%	11.8%	12.8%	15.1%	15.6%	16.4%	17.2%
利润总额	40	63	79	109	161	222	300	405
所得税	6	5	13	22	33	49	66	89
归属母公司的净利润	34	58	66	86	128	173	234	316
净利润率	8.1%	9.9%	9.7%	10.9%	12.0%	12.1%	12.8%	13.4%
EPS (摊薄)	0.25	0.44	0.49	0.64	0.95	1.30	1.75	2.36
P/E		87.5	77.7	59.3	40.0	29.5	21.8	16.2

资料来源: 国海证券研究所

投资建议

我国家纺产业可望在居民收入提高、城市中产阶级和富裕群体的消费升级、城市化及由此导致的房地产发展以及婚庆市场兴起引发的家居重置需求等多重因素驱动下持续快速增长，行业具备明显的朝阳产业特征，产业规模和增长空间巨大。而行业集中度目前较低，中高端家纺产品市场竞争相对宽松，产品结构完成升级的龙头公司雏形初现，已经初步完成从红海中的杀出，开始享有品牌溢价，从而有望持久分享行业成长和产业集中度提升的双重果实。

公司综合优势明显，行业龙头地位初现，是分享我国家纺行业消费升级盛宴的理想载体。基于我国消费升级过程中家纺行业龙头公司可享市场规模和产业集中度提升的双重效应的预期，我们一如既往的认为公司在品牌、研发、产能布局、渠道拓展等方面的综合优势将确保分享这一果实，并在直营方面占有一定先发优势，故可享有一定程度的估值溢价。通胀预期下棉价等成本的上涨不会改变公司的长期盈利能力，品牌形成的溢价可以确保有效向下游传递成本压力，公司 2010 的靓丽年报和 11 年 1 季报的预增是该能力最好的解释。

基于目前的股本规模，2011-13 年的 EPS 分别为 1.30 元、1.75 元和 2.36 元，对应 2011 年动态市盈率为 29.5 倍，估值优势明显。我们坚定的看好公司的长远发展前景，维持其“买入”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。