

富安娜(002327.SZ)

渠道扩张仍是增长的首要推动力

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28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)	38.80
市值(百万元)	5195.32
流通市值(百万元)	1311.44

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	791.79	1,067.30	1,447.37	1,854.90	2,266.43
营业收入增速	16.31%	34.80%	35.54%	28.16%	22.19%
净利润增长率	32.52%	47.02%	23.20%	34.14%	18.74%
摊薄每股收益(元)	0.87	0.95	1.31	1.76	2.09
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%	6.60%
市盈率(倍)	45.69	41.31	29.39	21.88	18.42
PEG	1.40	0.88	1.27	0.64	1.01
每股净资产(元)	10.12	8.35	9.84	11.15	12.72
每股现金流量	1.25	-0.47	1.04	1.81	2.27
净资产收益率	8.58%	11.75%	13.33%	15.77%	16.42%
市净率	3.92	4.73	3.91	3.45	3.03
总股本(百万股)	103.00	133.90	133.90	133.90	133.90

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

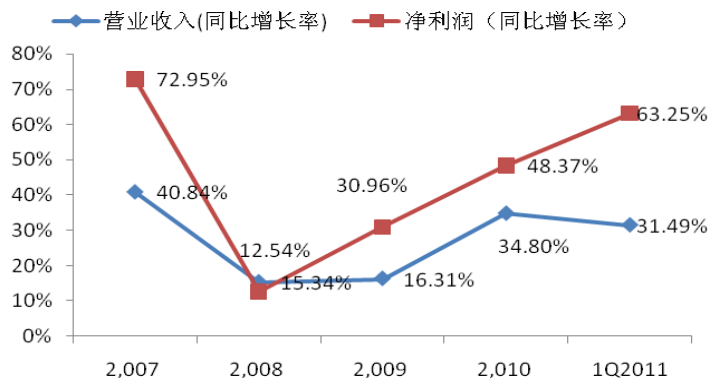
- 事件: 公司4月28日发布一季报, 2010年一季度公司营业总收入、利润总额和归属上市公司股东的净利润分别为3.33亿元、0.77亿元和0.59亿元, 分别比去年同期增长31.49%、66.99%和63.25%, EPS为0.44元。同时公司季报中预计2011年1-6月归属上市公司股东的净利润增幅为30%-50%
- 2011年一季度收入和净利润同比分别增长31.49%和63.25%, 收入增速与2010年全年增速基本持平, 而净利润增速显著超过2010年的增幅。通过分析一季度财务数据, 毛利率水平上升和期间费用率下降是净利润增速大幅增长的主要原因。2011年1-3月, 公司毛利率水平为49.56%, 比2010年增长3.45个百分点, 期间费用率由2010年的30.56%下降到25.06%, 其中销售费用率和管理费用率分别下降2.74和3.11个百分点。
- 春夏产品提价和成本增幅相对较小是2011年一季度公司毛利率水平大幅提升的主要原因, 二季度作为家纺消费的淡季, 打折促销活动将使二季度毛利率略有下降。由于2009年下半年秋冬的订货会锁定了2010年一季度的价格, 我们认为2010年公司产品提价在二季度以后, 因此提价因素是一季度毛利率水平大幅上升的主要原因, 相比于2011年一季度与去年同期的产品价格差距较大, 2011年二季度产品价格与上年同期相比差距缩小, 并且作为淡季的二季度打折促销比例的增加也造成毛利率水平有所下降。
- 渠道扩张仍是未来三年业绩驱动的主因, 销售网络建设步伐加速将显著提升未来三年收入水平。2010年公司销售网络数量净增350家左右, 增速约为30%, 新建店铺前三年产生的效益一般为50%、80%和100%, 2010年新建的店铺将会对2011年收入具有较大的促进作用。预计2011-2013年公司新建店铺的数量仍然在300家以上, 其中2011年新建店铺350-400家, 每年的新增店铺确保公司的收入增速在20%以上。

- **2011-2013 年产品提价幅度小于 2010 年，预计年提价幅度在 3%-5%。**由于产品成本的上升，2010 年公司产品提价幅度为 15%-20%，预计 2011-2013 年产品提价幅度下降，恢复为正常年度 3%-5%，产品提价的时点一般为公司召开订货会的时间。
- **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（常熟和龙华生产基地分为于 2011 年 6 月和 8 月完工）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。
- **维持盈利预测，维持买入评级**
 - 预测 2011-2012 年的净利润分别为 1.76、2.36 和 2.79 亿元，同比增长 23.20%、34.14%和 18.73%，对应 2011-2013 的 EPS 为 1.30、1.76 和 2.09 元，**维持目标价位 45.85-48.44 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。

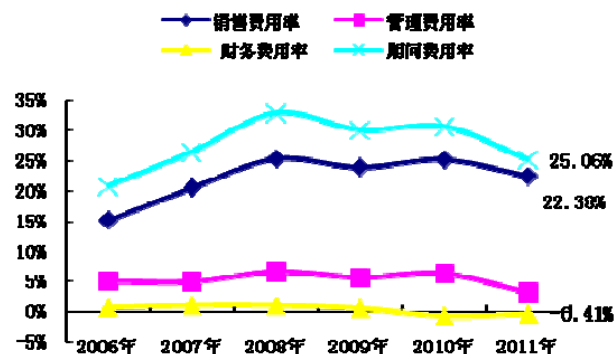
图 表 1：主要财务数据（百万元）

项目 (百万元)	2009 单季度数据				2010 单季度数据				2011 单季度数据		
	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-1Q 同比增减	11-1Q 环比增减
主营业务收入	181.75	141.41	199.30	269.33	253.17	200.05	244.85	369.23	332.89	79.72	(36.34)
增长率（同比）	—	—	5.96%	26.79%	39.30%	41.47%	22.86%	37.09%	31.49%	-7.81%	-5.60%
增长率（环比）	-14.44%	-22.20%	40.94%	35.14%	-6.00%	-20.98%	22.39%	50.80%	-9.84%	-3.84%	-60.64%
营业成本	103.83	80.63	115.48	151.47	135.03	107.85	135.55	196.71	167.92	32.89	(28.78)
成本率	57.13%	57.02%	57.94%	56.24%	53.34%	53.91%	55.36%	53.27%	50.44%	-2.9%	-2.8%
主营业务税金及附加	0.92	0.54	0.82	1.02	1.06	0.55	0.72	1.37	3.62	2.56	2.25
占销售收入百分比	0.51%	0.38%	0.41%	0.38%	0.42%	0.27%	0.29%	0.37%	1.09%	0.67%	0.72%
主营业务利润	31.04	10.39	18.26	41.40	46.31	15.16	27.54	72.48	77.17	30.86	4.69
营业利润率	17.08%	7.35%	9.16%	15.37%	18.29%	7.58%	11.25%	19.63%	23.18%	4.89%	3.55%
主营毛利	77.92	60.78	83.82	117.86	118.14	92.20	109.29	172.52	164.97	46.83	(7.56)
毛利率	42.87%	42.98%	42.06%	43.76%	46.66%	46.09%	44.64%	46.73%	49.56%	2.89%	2.83%
销售费用	39.20	39.91	53.17	56.51	57.24	59.84	64.43	86.57	74.50	17.26	(12.07)
销售费用收入	21.57%	28.22%	26.68%	20.98%	22.61%	29.91%	26.31%	23.45%	22.38%	-0.23%	-1.07%
管理费用	7.14	7.53	11.09	18.69	13.45	17.14	15.79	19.72	10.26	(3.18)	(9.46)
管理费用收入	3.93%	5.32%	5.57%	6.94%	5.31%	8.57%	6.45%	5.34%	3.08%	-2.23%	-2.26%
财务费用	0.91	2.19	0.70	0.43	(0.17)	(0.58)	(0.62)	(6.64)	(1.35)	(1.18)	5.29
财务费用收入	0.50%	1.55%	0.35%	0.16%	-0.07%	-0.29%	-0.25%	-1.80%	-0.41%	-0.34%	1.39%
三项费用/收入	26.00%	35.10%	32.59%	28.08%	27.85%	38.19%	32.51%	26.99%	25.06%	-2.79%	-1.93%
资产减值损失	- 1.30	0.22	- 0.20	- 0.20	0.26	0.11	1.43	- 0.98	0.76	0.50	1.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.04	10.39	18.26	41.40	46.31	15.16	27.54	72.48	77.17	30.86	4.69
增长率（同比）	—	—	5.96%	26.79%	39.30%	41.47%	22.86%	37.09%	31.49%	-7.81%	-5.60%
增长率（环比）	-14.44%	-22.20%	40.94%	35.14%	-6.00%	-20.98%	22.39%	50.80%	-9.84%	-3.84%	-60.64%
加：营业外收入	0.73	1.21	2.82	3.51	0.21	0.79	0.44	0.78	0.34	0.13	(0.43)
减：营业外支出	0.24	0.06	0.39	0.18	0.21	1.00	1.03	0.24	0.18	(0.03)	(0.06)
利润总额	31.53	11.54	20.69	44.74	46.31	14.94	26.96	73.01	77.33	31.02	4.32
增长率（同比）	—	—	13.42%	78.96%	46.88%	29.49%	30.28%	63.20%	66.99%	20.11%	3.79%
增长率（环比）	26.12%	-63.40%	79.31%	116.21%	3.52%	-67.73%	80.40%	170.84%	5.92%	2.40%	-164.92%
所得税	6.78	2.59	3.65	9.39	10.00	3.46	5.73	14.26	18.06	8.06	3.80
实际税率(%)	21.49%	22.41%	17.62%	20.98%	21.60%	23.17%	21.27%	19.53%	23.36%	1.75%	3.83%
净利润	24.75	8.95	17.05	35.35	36.31	11.48	21.22	58.75	59.27	22.96	0.52
净利润率(%)	13.62%	6.33%	8.55%	13.13%	14.34%	5.74%	8.67%	15.91%	17.80%	3.46%	1.89%
增长率（同比）	—	—	14.76%	71.82%	46.67%	28.22%	24.50%	66.19%	63.25%	16.59%	-2.93%
增长率（环比）	20.31%	-63.83%	90.39%	107.38%	2.70%	-68.38%	84.85%	176.83%	0.89%	-1.81%	-175.94%
归属母公司所有者的净利润	24.75	8.95	17.05	35.35	36.31	11.48	21.22	58.75	59.27	22.96	0.52

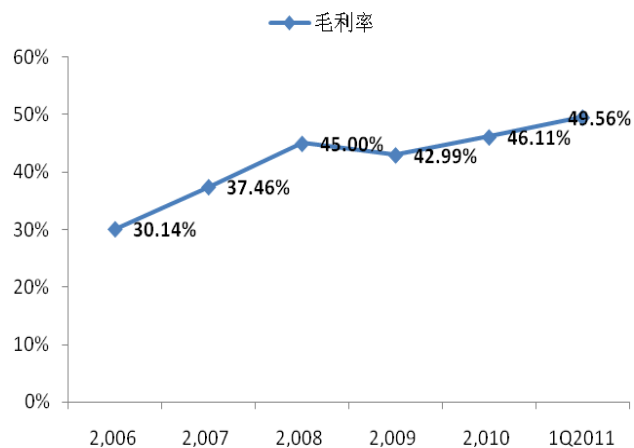
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 1Q2011 收入和净利润增速分别为 31.49% 和 63.25%


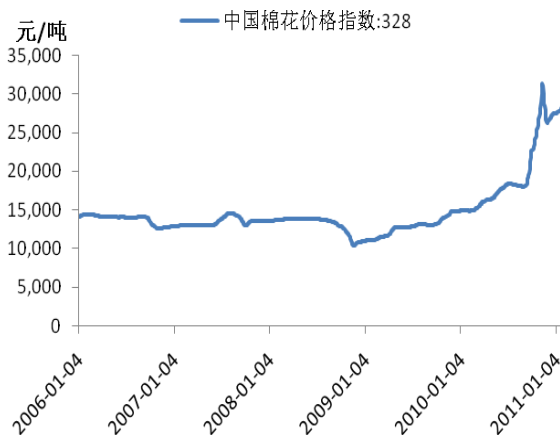
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 1Q2011 期间费用率下降 5.5 个百分点


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 1Q2011 毛利率水平上升 3.45 个百分点


来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 棉价成本趋于稳定有利于公司成本控制


来源: 齐鲁证券研究所

图表 6：财务数据变动

项目	1Q2011 (万)	同比增减	变动原因
利润项目			
营业收入	7971.82	31.49%	一是销售网络（经营网点）进一步扩大；二是国内需求逐渐增大，行业发展前景广阔；三是品牌的知名度、美誉度不断提升。
营业税金及附加	255.94	48.73%	本期实际缴纳的增值税与上年同期相比大幅上升导致应交的城建税和教育费附加增加。
销售费用	1726.21	30.16%	一是营业收入的增长带动变动费用的上升；二是公司为了提高产品的知名度和美誉度，扩大了广告的投放力度；三是职工薪酬成本的增加
财务费用	-177.75	683.10%	公司 IPO 超募资金银行存款利息增加
资产减值损失	50.36	196.81%	公司报告期末按会计政策计提的应收款项减值准备增加
营业利润	3086.41	66.65%	主要受益于营业收入的增长和毛利率的提升
所得税	805.95	80.56%	本期应纳税所得额的增长和所得税税率的调整（深圳经济特区的所得税率由上年度的 22% 过度到本年度的 24%）。
资产负债项目			
应收账款	1669.54	76.75%	一是报告期末对加盟客户的授信因促销活动较多而增加；二是由于商场专柜销售增长导致的未结货款有所增加。
其他流动资产	555.24	74.11%	前期待认证抵扣的增值税进项税额本期已认证抵扣。
在建工程	2062.89	69.86%	募投项目的正常开展所增加的工程投入
长期待摊费用	-32.66%	-31.95%	根据公司的会计政策正常摊销待摊费
短期借款	0	-3000	本期流动资金较充裕，公司提前归还了前期的流动资金银行借款
应收票据	-3375.23	-59.91%	报告期采购原材料相对前期有所减少
应付账款	-2984.82	-29.94%	报告期采购原材料相对前期有所减少
应交税费	1659.83	-64.54%	营业收入的增加导致应交增值税和应交所得税的增加
现金流量项目			
经营活动产生的现金流	5380.81	681.78%	一是本期营业收入的增长带来现金流入的增加；二是本期采购材料的付款比上年同期有所下降
投资活动产生的现金流	1071.76	50.86%	支付募投项目的工程款增加
筹资活动产生的现金流	2824.22	848.60%	本期归还了前期的短期银行借款

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