

富安娜 (002327.SZZ) 纺织行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

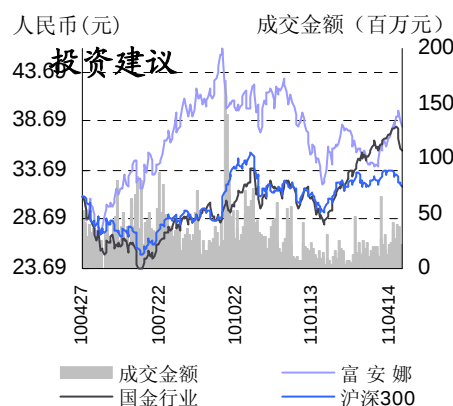
市价(人民币): 38.21元

目标(人民币): 53.40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)	5,116.32
年内股价最高最低(元)	46.11/27.15
沪深300指数	3209.50
中小板指数	6842.16



相关报告

1. 《业绩略超预期,此时正是买入时机》, 2011.2.27
2. 《富安娜三季报点评》, 2010.10.24
3. 《富安娜中报点评》, 2010.8.18

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

一家产品极具特色的家纺龙头, 前途无量

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.836	0.954	1.336	1.875	2.631
每股净资产(元)	10.12	8.35	9.09	10.12	12.16
每股经营性现金流(元)	1.25	-0.47	2.12	1.69	2.40
市盈率(倍)	47.44	41.39	28.60	20.38	14.52
行业优化市盈率(倍)	47.97	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	30.96%	48.37%	40.02%	40.33%	40.36%
净资产收益率(%)	8.26%	11.42%	14.70%	18.52%	21.65%
总股本(百万股)	103.00	133.90	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 11 年一季报, 实现收入 3.33 亿元、净利润 5927 万元, 分别同比增长 31.5%、63.3%, 季报中预计中报业绩增幅在 30-50%之间。

公司 2010 年年报显示, 实现营业收入 10.67 亿元, 同比增长 34.80%, 净利润 1.28 亿元, 同比增长 48.4%; 每股收益 0.95 元, 业绩基本符合我们预期。

经营分析

- **家纺市场高速发展, 而公司作为家纺行业龙头之一, 充分享受市场快速发展带来的机会:** 上市后, 公司不断加强品牌建设, 加大新产品研发, 加快外延式扩张, 10 年加盟渠道销售收入同比增长 47.7%, 直营渠道销售收入同比增长 18.5%, 直营毛利率提高 7.37 个百分点, 加盟提高 2.54 个百分点, 富安娜品牌毛利率提高 2.8 个百分点, 其它品牌则提高 6.5 个百分点。
- **多品牌战略开始实施, “馨儿乐”初步发力。** 公司产品多样化, 针对不同消费群体打造特色鲜明的品类, 10 年“馨儿乐”初步发力, 与“富安娜”品牌收入同比增幅 32.48%相比, “馨儿乐”等其他品牌收入增幅同比实现 44.32%的高增长, 其中馨而乐实现收入 1.3 亿元、净利润 2022 万元。
- **得益于收入的高速增长, 期间费用率小幅上升。** 报告期内公司销售费用和管理费用飙升, 其中广告投入净增加约 2637 万元, 同比增幅 118.05%但由于销售收入的高速增长, 公司期间费用率小幅上升, 其中销售费用率上升 1.27 个百分点到 25.12%, 管理费用率上升 0.6 个百分点到 6.19%。
- **棉价下跌趋势, 一季度公司原料储备降低, 规避可能的风险。** 应付账款和应付票据分别减少 2985 万元和 3375 万元, 为减少原材料采购所致。

盈利调整

- 我们看好公司前景, 一是因为家纺市场的高速发展, 而且市场竞争相对缓和, 二是公司作为家纺龙头充分享受市场发展良机。
- 我们预测公司 2011-13 年净利润分别为 1.79、2.51 和 3.52 亿元, 分别同比增长 40%、40.3%和 40.4%, EPS 分别为 1.336、1.875 和 2.631 元。鉴于公司的高速成长性, 我们给予公司 11 年 40 倍的 PE, 对应的股价为 53.4 元, 仍然维持公司买入评级。
- 我们原来预期公司业绩增速在 35%左右, 目前上调至 40%左右, 主要是基于公司 10 年的业绩, 对未来业绩增长可靠性和管理层信心的增强, 此外棉价下跌, 也将消除对公司毛利率和消费者购买意愿下降的担心。

图表1：公司产品盈利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010	2011E	2012E	2013E
直营										
销售收入（百万元）	157.43	216.28	292.33	141.85	305.28	172.81	361.60	440.00	530.00	640.00
增长率（YOY）		37.38%	35.16%		4.43%	21.82%	18.45%	21.68%	20.45%	20.75%
毛利率	35.26%	45.87%	55.10%	53.72%	55.86%	60.49%	63.23%	64.00%	64.50%	65.00%
销售成本（百万元）	101.92	117.08	131.25	65.65	134.74	68.27	132.96	158.40	188.15	224.00
增长率（YOY）		14.87%	12.10%		2.66%	4.00%	-1.32%	19.13%	18.78%	19.05%
毛利（百万元）	55.52	99.20	161.08	76.20	170.54	104.53	228.64	281.60	341.85	416.00
增长率（YOY）		78.68%	62.38%		5.87%	37.18%	34.07%	23.16%	21.40%	21.69%
占总销售额比重	37.85%	37.43%	44.05%	44.74%	39.58%	39.13%	34.86%	31.61%	28.01%	25.08%
占主营业务利润比重	43.97%	45.50%	52.93%	55.06%	50.39%	50.07%	46.66%	43.21%	38.61%	34.71%
加盟										
销售收入（百万元）	223.26	316.31	337.63	171.15	449.83	261.65	664.42	940.00	1,350.00	1,900.00
增长率（YOY）		41.68%	6.74%		33.23%	52.87%	47.70%	41.48%	43.62%	40.74%
毛利率	27.88%	34.73%	40.30%	35.88%	36.31%	39.02%	38.85%	39.00%	40.00%	41.00%
销售成本（百万元）	161.02	206.45	201.57	109.74	286.48	159.55	406.29	573.40	810.00	1,121.00
增长率（YOY）		28.22%	-2.37%		42.13%	45.40%	41.82%	41.13%	41.26%	38.40%
毛利（百万元）	62.24	109.85	136.07	61.42	163.36	102.09	258.13	366.60	540.00	779.00
增长率（YOY）		76.49%	23.86%		20.06%	66.23%	58.02%	42.02%	47.30%	44.26%
占总销售额比重	53.68%	54.74%	50.87%	53.98%	58.32%	59.24%	64.05%	67.53%	71.35%	74.45%
占主营业务利润比重	49.29%	50.39%	44.71%	44.38%	48.27%	48.90%	52.67%	56.25%	60.99%	65.00%
出口										
销售收入（百万元）	35.21	45.20	33.74	4.06	16.17	7.18	11.27	12.00	12.00	12.00
增长率（YOY）		28.38%	-25.37%		-52.07%	76.78%	-30.32%	6.50%	0.00%	0.00%
毛利率	24.17%	19.84%	21.21%	19.17%	28.01%	30.01%	29.21%	29.00%	29.00%	29.00%
销售成本（百万元）	26.70	36.23	26.58	3.28	11.64	5.03	7.98	8.52	8.52	8.52
增长率（YOY）		35.70%	-26.64%		-56.21%	53.07%	-31.47%	6.81%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	8.51	8.97	7.16	0.78	4.53	2.16	3.29	3.48	3.48	3.48
增长率（YOY）		5.40%	-20.22%		-36.70%	176.78%	-27.34%	5.73%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	8.47%	7.82%	5.08%	1.28%	2.10%	1.63%	1.09%	0.86%	0.63%	0.47%
占主营业务利润比重	6.74%	4.11%	2.35%	0.56%	1.34%	1.03%	0.67%	0.53%	0.39%	0.29%
销售总收入（百万元）	415.91	577.79	663.70	317.07	771.28	441.64	1037.29	1392.00	1892.00	2552.00
销售总成本（百万元）	289.64	359.76	359.39	178.67	432.85	232.85	547.23	740.32	1006.67	1353.52
毛利（百万元）	126.27	218.02	304.30	138.40	338.43	208.78	490.06	651.68	885.33	1198.48
平均毛利率	30.36%	37.73%	45.85%	43.65%	43.88%	47.27%	47.24%	46.82%	46.79%	46.96%

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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	681	792	1,067	1,392	1,892	2,552
增长率		16.3%	34.8%	30.4%	35.9%	34.9%
主营业务成本	-374	-451	-575	-740	-1,007	-1,354
% 销售收入	55.0%	57.0%	53.9%	53.2%	53.2%	53.0%
毛利	306	340	492	652	885	1,198
% 销售收入	45.0%	43.0%	46.1%	46.8%	46.8%	47.0%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-7	-9
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-172	-189	-268	-341	-454	-600
% 销售收入	25.3%	23.8%	25.1%	24.5%	24.0%	23.5%
管理费用	-44	-44	-66	-85	-114	-151
% 销售收入	6.5%	5.6%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	88	104	154	221	311	439
% 销售收入	13.0%	13.1%	14.5%	15.9%	16.4%	17.2%
财务费用	-7	-4	8	6	7	7
% 销售收入	1.0%	0.5%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-1	1	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	101	161	226	318	446
营业利润率	11.8%	12.8%	15.1%	16.3%	16.8%	17.5%
营业外收支	-1	7	0	0	0	0
税前利润	79	108	161	226	318	446
利润率	11.6%	13.7%	15.1%	16.3%	16.8%	17.5%
所得税	-13	-22	-33	-48	-67	-94
所得税率	17.0%	20.6%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	66	86	128	179	251	352
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	66	86	128	179	251	352
净利率	9.7%	10.9%	12.0%	12.9%	13.3%	13.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	86	128	179	251	352
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	12	18	28	43	58
非经营收益	1	3	0	12	0	0
营运资金变动	-13	28	-208	65	-68	-88
经营活动现金净流	67	129	-63	284	226	322
资本开支	-12	-28	-143	-212	-159	-160
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	12	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-28	-131	-213	-159	-160
股权募资	0	780	0	0	-32	0
债权募资	-26	-65	30	-46	0	1
其他	-30	-42	-24	-33	-80	-80
筹资活动现金净流	-56	673	6	-79	-112	-79
现金净流量	-1	774	-187	-8	-45	83

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	78	853	667	659	614	696
应收款项	32	30	36	74	100	135
存货	219	197	415	365	496	667
其他流动资产	7	13	57	61	83	110
流动资产	336	1,093	1,174	1,159	1,293	1,609
% 总资产	67.6%	86.3%	81.0%	72.0%	69.5%	70.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	96	111	215	390	499	593
% 总资产	19.2%	8.8%	14.8%	24.2%	26.8%	26.0%
无形资产	55	52	50	57	66	75
非流动资产	162	174	276	450	567	669
% 总资产	32.4%	13.7%	19.0%	28.0%	30.5%	29.4%
资产总计	498	1,267	1,451	1,609	1,859	2,278
短期借款	37	0	30	0	0	0
应付款项	193	198	205	254	345	464
其他流动负债	18	26	81	138	158	186
流动负债	248	225	316	392	504	650
长期贷款	28	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	16	0	0	0
负债	277	225	332	392	504	651
普通股股东权益	221	1,042	1,119	1,217	1,356	1,628
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	498	1,267	1,451	1,609	1,859	2,278

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.854	0.836	0.954	1.336	1.875	2.631
每股净资产	2.873	10.119	8.353	9.089	10.125	12.156
每股经营现金净流	0.871	1.255	-0.469	2.121	1.687	2.404
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	29.73%	8.26%	11.42%	14.70%	18.52%	21.65%
总资产收益率	13.20%	6.80%	8.81%	11.12%	13.50%	15.47%
投入资本收益率	25.60%	7.91%	10.65%	14.34%	18.13%	21.31%
增长率						
主营业务收入增长率	15.34%	16.31%	34.80%	30.42%	35.92%	34.88%
EBIT增长率	27.31%	17.58%	48.58%	43.15%	40.86%	41.19%
净利润增长率	12.65%	30.96%	48.37%	40.02%	40.33%	40.36%
总资产增长率	15.48%	154.45%	14.51%	10.92%	15.56%	22.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.2	10.7	7.5	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	177.9	168.3	194.3	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	71.8	66.6	54.9	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	50.3	43.5	63.3	81.0	80.7	73.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.99%	-81.88%	-56.91%	-54.14%	-45.25%	-42.70%
EBIT利息保障倍数	12.8	24.6	-19.3	-35.9	-45.4	-62.6
资产负债率	55.58%	17.74%	22.90%	24.36%	27.09%	28.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	2	12	12	21	22
买入	1	4	5	8	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.26	1.28	1.28	1.30

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
8 2011-02-27	买入	37.84	44.36 ~ 50.70

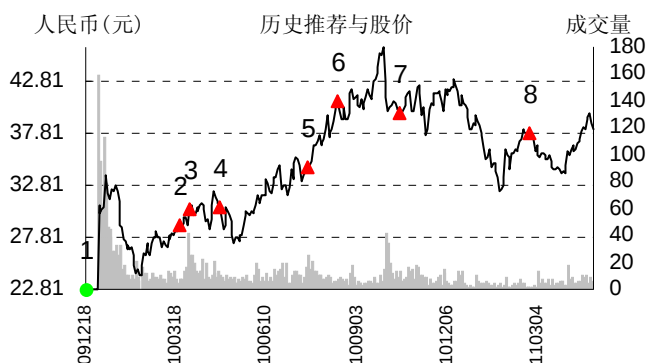
来源：国金证券研究所

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