

富安娜(002327) 下半年销售有望超出市场预期

研究员: 高国
执业证书编号: S0570210030022
电话: 025-83290912
E-mail: gaoguo108@163.com
地址: 南京市中山东路 90 号

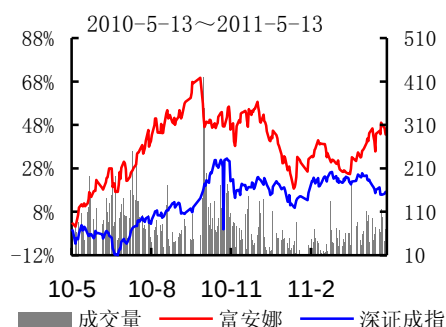
投资评级: 买入(维持)

纺织 II

当前价格(元): 39.00

目标价格(元): 55.60

股价走势图



相关研究

- 1 《富安娜(002327):全年业绩超预期, 加盟收入提升明显》2011.4
- 2 《富安娜(002327):业绩符合预期, 成长确定》2010.8
- 3 《资本市场助力, 家纺龙头再次启航》2010.5

投资要点:

- 家纺行业处于成长前期, 发展前景广阔, 从行业的竞争情况来看, 家纺行业竞争尚不激烈。一方面, 家纺行业国外品牌并不强势, 本土家纺品牌更受到消费者的喜爱, 另一方面, 即使国内的家纺品牌, 消费者熟知的品牌也较少。这使得龙头企业具有较大的竞争优势。
- 渠道为王, 谁拥有了渠道谁便在市场竞争中占得先机。公司直营比例达到 35%, 远超过竞争对手与行业平均水平。加大直营比例是品牌企业发展的必然方向, 公司在这一点走在行业的前列, 较大的直营店比例, 使得公司更加贴近市场, 经营更加稳健, 更有利于创建基业长青的百年老店。上市后, 公司渠道策略有微调, 在直营稳健发展的基础上, 适当加快了加盟店发展速度, 我们认为, 由于公司直营店经营积累了非富的门店管理经验, 公司对加盟店的管理与支持也更容易成功。
- “艺术家纺”的品牌特色难以被竞争对手复制, 近二年公司对于品牌的维护卓有成效。下半年, 随纺织原料的价格下降, 公司成本下降, 若采取灵活的促销措施, 则对产品的销售促进作用将更加明显, 效果优于竞争对手, 对下半年公司的销售我们持乐观态度。
- 预计 2011、2012、2013 年, 公司可实现每股收益 1.39、1.91、2.63 元, 最近三年复合增长率 40%, 按 40 倍市盈率估值, 6 个月内目标价 55.60 元。给予“买入”评级。

公司基本资料

总股本(万)	13390.00
流通 A 股(万)	3380.00
52 周内股价区间(元)	32.0-46.8
总市值(亿)	52.22
总资产(亿)	14.22
每股净资产(元)	8.80

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	10.67	16.67	23.09	32.40
+/-%	34.80	56.27	38.47	40.33
净利润(百万)	127.76	186.19	256.00	352.24
+/-%	48.37	45.95	37.49	37.59
EPS(元)	0.95	1.39	1.91	2.63
P/E	40.87	28.05	20.40	14.80

一、 上市以后高增长延续

上市第一年公司向投资者交了一份合格的答卷，2010 年公司实现营业收入 10.67 亿，同比增长 34.8%，实现净利润 1.27 亿，扣除非经常性损益后同比增长 61.94%。2006-2009 年三年间，公司收入复合增长率 23.5%，利润复合增长率 36.7%。上市后第一年收入、利润增速均创下记录。保持了良好的发展势头。公司 2009 年报对 2010 年的销售计划是销售收入 9.9 亿，利润 1.12 亿，实际情况收入超额 7%，利润超额 13%，收入、利润均超额完成年初制订的销售计划。

2010 年公司毛利率大幅增加，加盟渠道毛利率达到 38.85%，比去年提高 2.54%，直营渠道毛利率 63.23%，比去年增加 7.37%。2010 年公司产品提价约 15%-20%，这使得毛利率有较大幅度的增加。

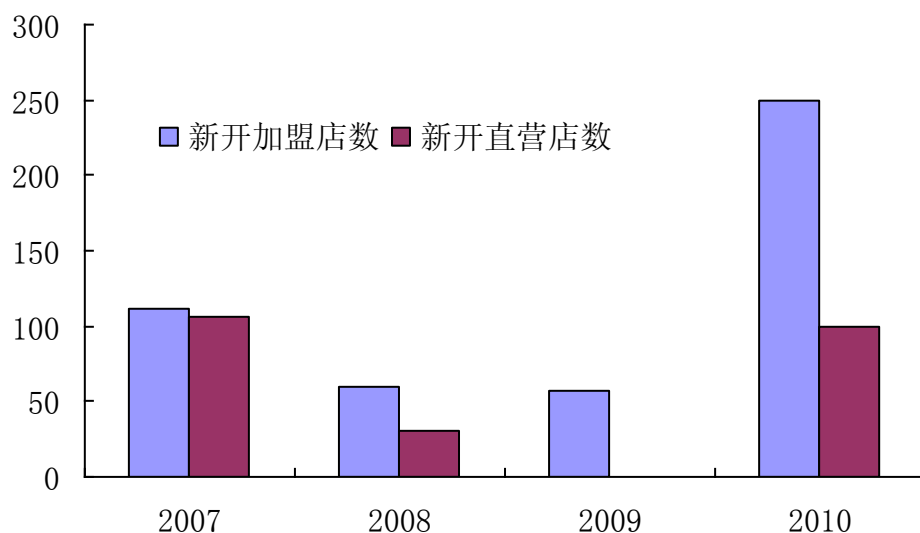
今年春夏产品，公司再次提价 15%-20%左右，一季度，毛利率再创新高，达到 49.56%，收入增幅 31.49%，扣除非经常损益后的利润增加 62.91%。同时，公司预告 2011 年中报，公司利润增速在 30%-50%之间。

二、 渠道扩展速度加快

2010 年，公司净增门店约 350 家，其中直营店约 100 家，加盟店约 250 家。

从门店增长情况来看，公司加大了市场开拓力度。

图 1：当年新开门店数量（个）



来源：华泰证券研究所

从公司历年开店情况来看，2009 年是公司开店的低谷期，2010 年开店数量创下历年之最。根据行业经验，新开门店有一个培育期，一般当年平效是成熟门店的 30%左右，第二年达到 80%，第三年进入成熟期。由于 2009 年开店数量较少，因此，新开门店对 2010 年公司收入贡献不大。2010 年收入增长主要来自成熟门店

的内生性增长。成熟门店的内生性增长有二个途径，A：产品单价的提高；B：销量的增长。内生性增长最能体现产品的市场竞争力，主要取决于公司产品知名度与美誉度的提高，消费者认可某一品牌，愿意为此付出更高的溢价。我们认为内生性增长是一种最有质量的增长，是可持续的增长，这使得公司在资本支出较少的情况下实现成长，同时，可摆脱市场空白区域的有限性对品牌发展的限制，突破门店数量瓶颈产生的销售天花板现象。我们推测 2010 年公司平效增长在 20% 左右。

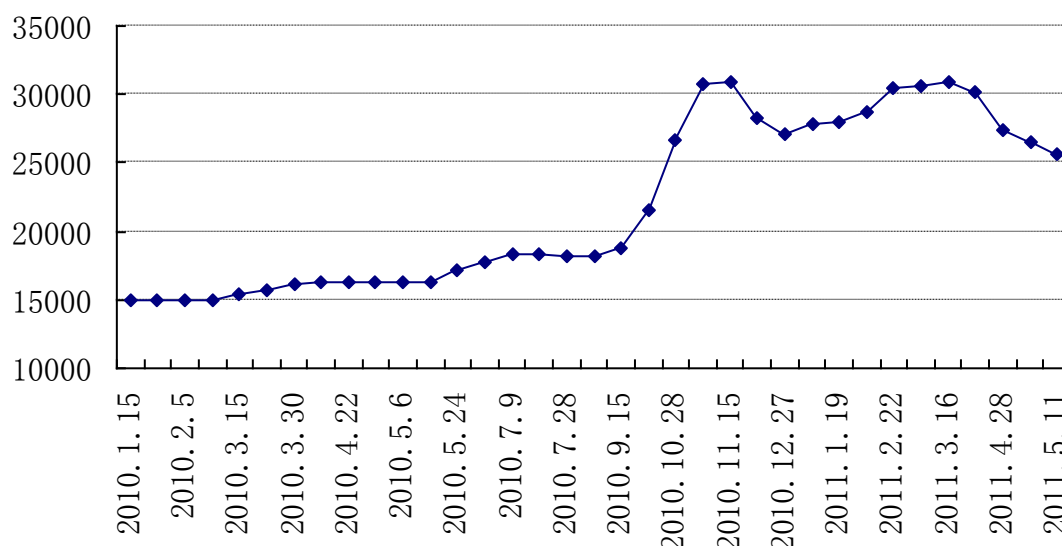
外延式增长主要靠新开门店产生销售增量，2010 年公司新开门店在 2011 年后将逐步进入成熟期，我们预计 2011 年公司将获得超越历史平均水平的高增长。

三、 下半年成本压力下降，销售有望超预期

2010 年及 2011 年第一季度，公司经营的主要特点是高成本，2010 年全年棉花价格不断攀升，全年价格上涨超过 1 倍。因而 2010 年，富安娜面对不断上升的成本压力，但公司通过涨价，完全化解这一成本压力。毛利率并创下新高。2011 年一季度，公司处于前所未有的高成本经营环境，依然成功提价 20% 左右，且对终端未产生明显的抑制作用，毛利、销量双增加，因而一季度获得高增长。

3 月中旬以后，纺织原料价格高位回落，国内 328 级棉价由 3 月中的高点 30881 元/吨下降至最近的 25578 元/吨，降幅 17%，下游纺织行业成本压力有所减轻。我们预计下半年棉花价格可能运行在 20000-25000 元/吨之间，在成本压力减轻的情况下，公司秋冬季产品价格同比增幅小于春夏季产品同比增幅，对产品销售产生刺激作用，秋冬季产品销量将增加，超出市场预期。

图 2：2010、1---2011、5 国内棉花价格（元/吨）



来源：华泰证券研究所

四、 三个理由确定公司的投资价值

1、 行业发展前景广阔，竞争尚不激烈

家纺行业处于成长前期，发展前景广阔，未来 5 年行业增速仍可保持在 20%左右，而龙头企业可保持 30%的利润增速。从行业的竞争情况来看，家纺行业竞争尚不激烈。一方面，家纺行业国外品牌并不强势，本土家纺品牌更受到消费者的喜爱，另一方面，即使国内的家纺品牌，消费者熟知的品牌也较少。这使得龙头企业具有较大的竞争优势。

2、 公司具有行业最强的渠道管控能力

渠道为王，谁拥有了渠道谁便在市场竞争中占得先机。公司直营比例达到 35%，远超过竞争对手与行业平均水平。加大直营比例是品牌企业发展的必然方向，公司在这一点走在行业的前列，尽管从短期来看，由于公司直营比例较大，从而减缓了发展速度。从长期来看，较大的直营店比例，使得公司更加贴近市场，经营更加稳健，更有利于创建基业长青的百年老店。上市后，公司渠道策略有微调，在直营稳健发展的基础上，适当加快了加盟店发展速度，我们认为，由于公司直营店经营积累了丰富的门店管理经验，公司对加盟店的管理与支持也更容易成功。

3、 品牌建设卓有成效

“艺术家纺”的品牌特色较难被竞争对手复制，近二年公司产品提价幅度大于竞争对手，且较少采用打折的促销策略，对于品牌的维护卓有成效。下半年，随纺织原料的价格下降，公司成本下降，若采取灵活的促销措施，则对产品的销售促进作用将更加明显，效果优于竞争对手，对下半年公司的销售我们持乐观态度。

五、 盈利预测与估值

预计 2011、2012、2013 年，公司可实现每股收益 1.39、1.91、2.63 元，最近三年复合增长率 40%，按 35-40 倍市盈率估值，6 个月内目标价 55.60 元。给予“买入”评级。

附表：预测利润表（万元）

	2011E	2012E	2013E
营业收入	166787	230947	324099
营业成本	87458	121577	168945
营业税金及附加	751	1039	1458
销售费用	42254	57823	83557
管理费用	10324	14296	20062
财务费用	1501	2079	3111
资产减值损失			
营业利润	24499	34134	46965
营业外收入			
营业外支出			
利润总额	24499	34134	46965
所得税	5879	8533	11741
净利润	18619	25600	35224
少数股东权益			
归属于母公司权益	18619	25600	35224
EPS	1.39	1.91	2.63

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。