

富安娜 (002327.SZ) 纺织和服装

中报业绩超预期，受益毛利率提升

公司研究简报

◆公布上半年业绩预告修正公告，净利增 70-90%，受益毛利率提升

公司公布 2011 年上半年业绩预告修正公告，中报归属上市公司股东净利润比上年同期增长 70-90%，达 8123.6-9079.3 万元，每股收益为 0.78-0.87 元。此增速超过了一季报中预计的 30-50%，也远超市场预期。

70-90% 的业绩增速，主要受益于三个方面：一是公司销售情况较为理想。二是，公司准确预测了原材料价格走势，适当增加了低价原材料备货量，有效控制了成本；同时，得益于艺术家纺定位享有定价权，春夏产品价格较去年同期有所提高，且公司减少打折力度（终端平均折扣从 7 折提高到 8 折），导致毛利率同比大幅提升。三是，公司继续严格控制支出，管理费用和营销费用控制得当。

◆秋冬订货会锁定下半年高增长，外延扩张保持 400 多家增速

6 月结束的 2011 年秋冬订货会情况喜人，预计订货金额同比增长 50-60%，其中价格同比增 15-20%（和去年年底实际销售价格环比基本持平），量增 40% 左右，锁定下半年高增长。

外延增长方面，2010 年门店增幅约 30%，11 年将保持目前较快的渠道扩张步伐（年增 400 多家终端网点），落实募投项目以“跑马圈地”抢占市场，同时加强加盟渠道的建设，以便更好地实现渠道在二三线城市的下沉。

◆原料价格预判能力突出，ERP 系统和设计能力奠定长远发展基石

公司采购部门对原料价格预判较为准确，大量坯布储备是在 2010 年 9 月棉花价格飞涨前完成的，11 年一季度基本没有进行采购。公司认为未来棉花价格大概率会在 1.98-2.4 万/吨之间波动，若棉价下跌到 2.1 万/吨以下，公司将考虑大量采购坯布。

公司 ERP 采用的是德国 SAP 系统，其产品结构分析能做到促销实施后立刻计算出单个门店的毛利率变动，有效帮助公司实现对终端的掌控。此外，公司极其重视产品设计，研发支出占收入比重 10 年提高到 1.81%，今后有望进一步提升。设计团队共有 100 多人，每年去欧洲出访采风，力求产品设计充满艺术气息、倡导个性化生活方式。同时，新一届订货会可以看到，公司正在做宽产品线，向整体家纺发展，计划未来成长为家居用品商。

◆全年高增长无忧，维持“买入”评级

公司下半年收入由订货会锁定在 50-60% 的增速；而毛利率因低价备料控制成本、且产品终端价格具备一定的刚性（即很难随棉花价格的下跌而大幅降价）有望维持高位，2H11 净利润增速有望超过 60%。外加上半年净利增 70-90%，理论上全年可实现 60% 以上的净利增速。考虑到订货会中直营渠道订货若因市场情况不好不能结算为收入的风险，我们预计 11 年净利增 57%，上调 11-13 年 EPS 为 1.50 元、2.13 元和 2.88 元，上调目标价为 52.50 元，重申“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	792	1,067	1,552	2,149	2,880
营业收入增长率	16.31%	34.80%	45.40%	38.47%	34.02%
净利润（百万元）	86	128	201	285	386
净利润增长率	30.96%	48.37%	57.39%	41.83%	35.27%
EPS（元）	0.64	0.95	1.50	2.13	2.88
ROE（归属母公司） （摊薄）	8.26%	11.42%	16.40%	19.66%	22.03%
P/E	65	44	28	20	14

买入（维持）

当前价/目标价：41.67/52.50 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebsecn.com

市场数据

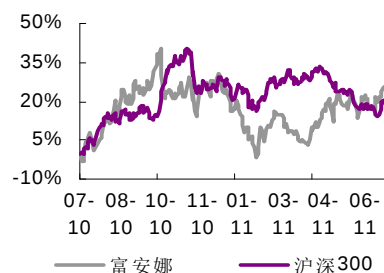
总股本(亿股)：1.34

总市值(亿元)：55.80

一年最低/最高(元)：32.00/46.80

近 3 月换手率：24.43%

股价表现(一年)

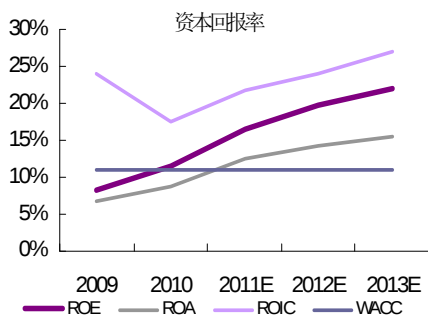
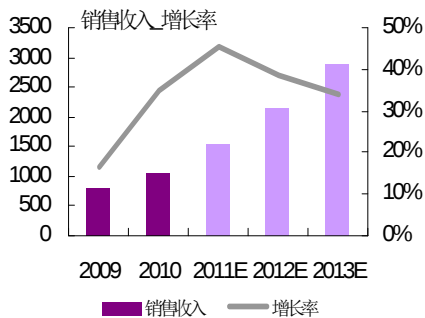
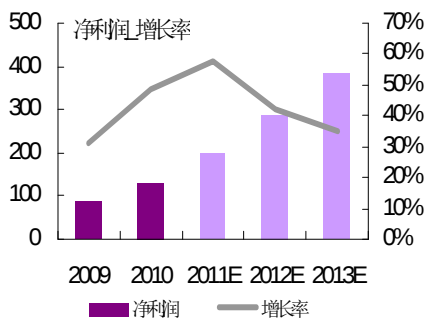
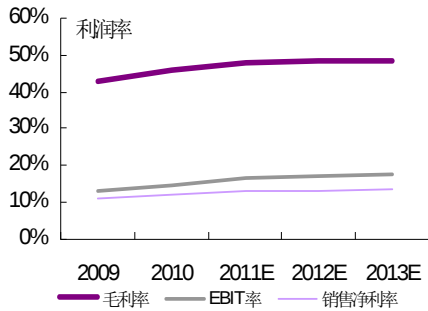


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.63	22.02	10.58
绝对	3.75	15.21	30.93

相关研报

- 业绩超预期，超募资金项目将增厚盈利
..... 2011-05-02
- 10 年净利润增 45%，业绩亮丽
..... 2011-02-21
- 三季报点评：加盟渠道快速扩张，毛利率提升
..... 2010-10-24



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	792	1,067	1,552	2,149	2,880
营业成本	451	575	810	1,113	1,490
折旧和摊销	14	17	22	29	33
营业税费	3	4	6	9	12
销售费用	189	268	385	530	706
管理费用	44	66	92	124	164
财务费用	4	-8	-6	-6	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	101	161	262	379	513
利润总额	108	161	263	380	514
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86.11	127.76	201.07	285.18	385.77

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,267	1,451	1,617	1,990	2,469
流动资产	1,093	1,174	1,224	1,526	2,008
货币资金	853	667	635	714	918
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	22	22	37	51	68
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	8	13	16	21	29
存货	197	415	484	666	892
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	94	185	293	357	363
无形资产	50	49	46	44	42
总负债	225	332	391	540	718
无息负债	225	302	391	540	718
有息负债	0	30	0	0	0
股东权益	1,042	1,119	1,226	1,451	1,751
股本	103	134	134	134	134
公积金	756	733	753	768	768
未分配利润	183	251	339	549	849
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	129	-63	222	215	292
净利润	86	128	201	285	386
折旧摊销	14	17	22	29	33
净营运资金增加	-10	262	104	212	267
其他	40	-469	-105	-311	-393
投资活动产生现金流	-28	-131	-150	-100	-30
净资本支出	28	143	150	100	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-56	-274	-300	-200	-60
融资活动现金流	673	6	-104	-36	-58
股本变化	26	31	0	0	0
债务净变化	-65	30	-30	0	0
无息负债变化	13	78	89	148	179
净现金流	774	-187	-32	79	205

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.31%	34.80%	45.40%	38.47%	34.02%
净利润增长率	30.96%	48.37%	57.39%	41.83%	35.27%
EBITDA 增长率	18.57%	43.23%	63.46%	44.48%	34.34%
EBIT 增长率	20.41%	45.72%	66.91%	45.66%	35.95%
估值指标					
PE	65	44	28	20	14
PB	5	5	5	4	3
EV/EBITDA	30	30	19	13	10
EV/EBIT	34	34	21	14	10
EV/NOPLAT	43	42	27	19	14
EV/Sales	5	5	3	2	2
EV/IC	10	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	42.99%	46.11%	47.81%	48.20%	48.25%
EBITDA 率	15.01%	15.95%	17.93%	18.71%	18.75%
EBIT 率	13.30%	14.38%	16.51%	17.36%	17.62%
税前净利润率	13.70%	15.11%	16.94%	17.70%	17.86%
税后净利润率 (归属母公	10.87%	11.97%	12.96%	13.27%	13.40%
ROA	6.80%	8.81%	12.43%	14.33%	15.62%
ROE (归属母公司) (摊	8.26%	11.42%	16.40%	19.66%	22.03%
经营性 ROIC	24.07%	17.49%	21.74%	23.98%	27.01%
偿债能力					
流动比率	4.87	3.71	3.39	3.11	3.10
速动比率	3.99	2.40	2.05	1.75	1.72
归属母公司权益/有息债务	-	37.28	-	-	-
有形资产/有息债务	-	46.30	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.64	0.95	1.50	2.13	2.88
每股红利	0.38	0.70	0.45	0.64	0.86
每股经营现金流	0.97	-0.47	1.66	1.61	2.18
每股自由现金流(FCFF)	0.58	-1.98	-0.25	-0.02	0.88
每股净资产	7.78	8.35	9.16	10.83	13.08
每股销售收入	5.91	7.97	11.59	16.05	21.51

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

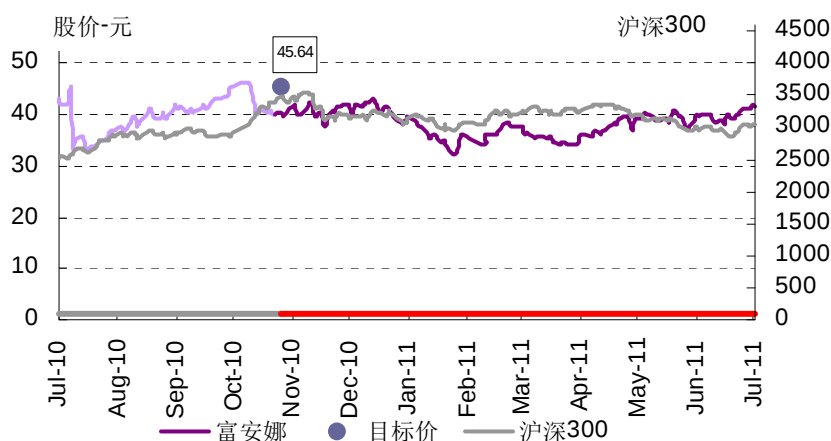
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。2001 年进入证券行业，2006、2007 连续两年获得纺织服装新财富最佳分析师第 3 名，2008 年起任职国泰基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券研究所。

投资建议历史表现图

富安娜（002327）



日期	股价	目标	评级
2010-10-24	39.85	45.64	增持
2011-02-21	37.20	45.64	买入
2011-02-28	37.20	45.64	买入
2011-05-02	36.87	46.20	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com