

富安娜 (002327.sz)

收入增速健康，直营优势突出

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

执业编号: S0260511010001

收入增速健康

公司前三季度收入、净利润分别为 9.45 亿元、1.29 亿元，同比分别增长 35.34%、86.77%，对应 EPS 为 0.96 元，好于市场预期（之前已发过业绩修正公告）。其中 Q3 单季度收入、净利润分别为 3.37 亿元、0.43 亿元，同比分别增长 37.72%、103.65%，对应 EPS 为 0.32 元。公司预计 11 年全年净利润为 2.04-2.30 亿元，同比增幅为 60%-80%，对应 EPS 为 1.53-1.72 元。

毛利率提升、费用率下降是业绩增长的主要原因

公司前三季度综合毛利率为 47.72%，同比增加 1.93 个百分点；费用率为 28.96%，同比降低 3.49 个百分点（其中销售费用率、管理费用率分别下降 1.30 个百分点、1.60 个百分点），净利率由此增加 3.76 个百分点达到 13.64%。Q3 单季度毛利率、净利率分别为 46.35%、12.82%，同比分别增加 1.71 个百分点、4.15 个百分点。

直营占比高，外延式扩张进程中实现盈利能力的同步提升

公司业绩的持续增长既受益于原料价格的回落，更是受益于外延式扩张及直营模式的高盈利。公司直营店铺数量占比达到 1/4，在三大家纺公司中直营收入占比最高（H1 为 42.99%）、毛利贡献率最大（H1 为 52.82%）。直营店铺占比较高，既便于公司通过管理提高平效及单店收入，又可适当的控制费用，在规模扩张过程中实现盈利能力的同步提升。

盈利预测

公司前三季度收入增长 35%（行业平均水平），且直营占比较高，因此公司收入增速较为真实。预计 11 年、12 年 EPS 分别为 1.55 元、2.07 元，目前股价对应 11 年、12 年 PE 分别为 32.23X、24.0X，成长期的家纺行业高增长（35% 以上）有望继续，维持“买入”评级，短期关注 11 月底召开的 12 年春夏订货会。

风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险；国内其他家纺企业的陆续上市。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	791.79	1067.30	1521.00	1967.00	2554.00
增长率(%)	16.31%	34.80%	42.51%	29.32%	29.84%
EBITDA(百万元)	117.37	171.04	294.73	408.46	530.59
净利润(百万元)	86.11	127.76	206.88	277.62	359.06
增长率(%)	30.96%	48.37%	61.93%	34.19%	29.33%
每股收益(元)	0.84	0.95	1.55	2.07	2.68
市盈率	47.44	41.39	32.23	24.02	18.57
市净率	3.92	4.73	5.47	4.85	4.17
EV/EBITDA	27.53	27.19	20.13	14.56	10.98

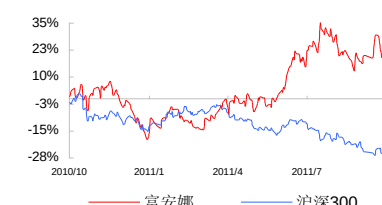
数据来源:深圳市富安娜家居用品股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	49.80 元
合理价值	58.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.66	10.67	23.30
沪深 300	-1.65	-11.55	-24.58

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	134/34
主要股东:	林国芳
主要股东持股比例	40.47%
流通 A 股比例	25.37%

财务比率

ROE	11.42%
ROA	9.40%
资产负债率	22.90%

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

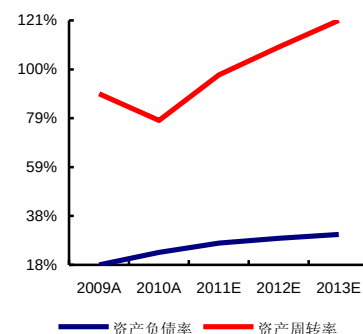
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,093	1,174	1,217	1,344	1,651
货币资金	853	667	735	721	842
应收及预付	42	85	95	123	160
存货	197	415	387	500	649
其他流动资产	1	7	0	0	0
非流动资产	174	276	448	590	653
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	94	185	321	424	468
在建工程	17	30	80	120	140
无形资产	52	50	48	47	46
其他长期资产	11	12	0	0	0
资产总计	1,267	1,451	1,665	1,934	2,304
流动负债	225	316	447	559	703
短期借款	0	30	0	0	0
应付及预收	225	286	447	559	703
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	16	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	16	0	0	0
负债合计	225	332	447	559	703
股本	103	134	134	134	134
资本公积	732	701	701	701	701
留存收益	207	283	383	540	765
归属母公司股东权益	1,042	1,119	1,218	1,375	1,601
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,267	1,451	1,665	1,934	2,304

利润表

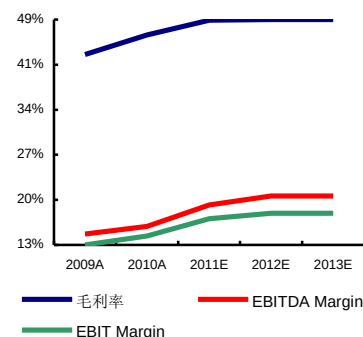
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	792	1067	1521	1967	2554
营业成本	451	575	785	1013	1315
营业税金及附加	3	4	6	8	10
销售费用	189	268	377	482	626
管理费用	44	66	91	108	140
财务费用	4	-8	-6	-7	-8
资产减值损失	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	101	161	267	363	470
营业外收入	8	2	3	4	5
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	108	161	269	365	472
所得税	22	33	62	88	113
净利润	86	128	207	278	359
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	128	207	278	359
EBITDA	117	171	295	408	531
EPS (元)	0.84	0.95	1.55	2.07	2.68

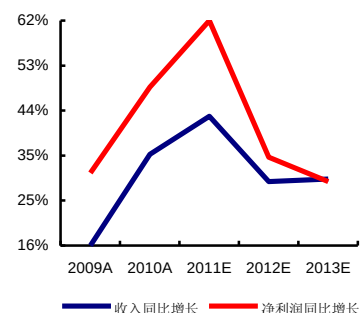
资产负债率趋势



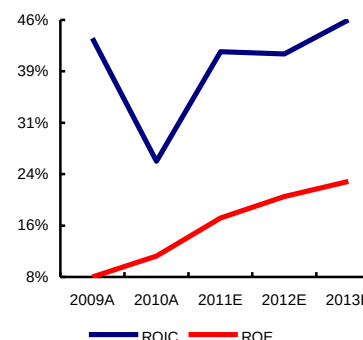
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

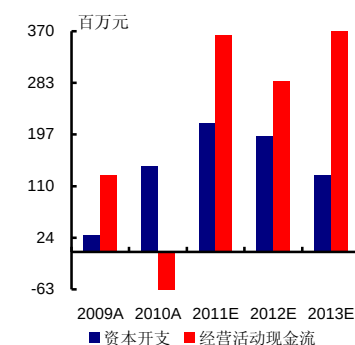
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	129	-63	363	286	370
净利润	86	128	207	278	359
折旧摊销	14	17	33	53	69
营运资金变动	28	-208	111	-42	-55
其它	1	0	12	-2	-2
投资活动现金流	-28	-131	-216	-193	-129
资本支出	-28	-143	-216	-193	-129
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	12	0	0	0
筹资活动现金流	673	6	-79	-107	-121
银行借款	0	30	-30	0	0
债券融资	-65	0	-16	0	0
股权融资	780	0	0	0	0
其他	-42	-24	-33	-107	-121
现金净增加额	774	-187	68	-14	121
期初现金余额	78	853	667	735	721
期末现金余额	852	666	735	721	842

主要财务比率

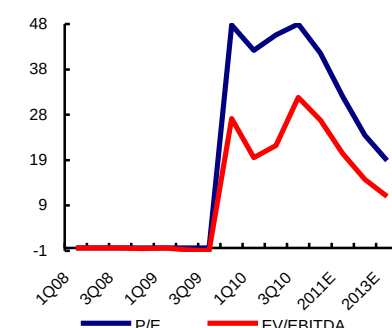
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.3%	34.8%	42.5%	29.3%	29.8%
营业利润	25.4%	59.7%	65.5%	35.9%	29.5%
归属于母公司净利润	31.0%	48.4%	61.9%	34.2%	29.3%
获利能力					
毛利率	43.0%	46.1%	48.4%	48.5%	48.5%
净利率	10.9%	12.0%	13.6%	14.1%	14.1%
ROE	8.3%	11.4%	17.0%	20.2%	22.4%
ROIC	43.6%	25.4%	41.6%	41.3%	46.3%
偿债能力					
资产负债率	17.7%	22.9%	26.8%	28.9%	30.5%
净负债比率	-81.9%	-56.9%	-60.3%	-52.4%	-52.6%
流动比率	4.87	3.71	2.72	2.40	2.35
速动比率	3.93	2.24	1.75	1.40	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.79	0.98	1.09	1.21
应收账款周转率	34.04	48.48	45.63	45.63	45.63
存货周转率	2.17	1.88	2.03	2.03	2.03
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.95	1.55	2.07	2.68
每股经营现金流	1.25	-0.47	2.71	2.14	2.77
每股净资产	10.12	8.35	9.10	10.27	11.95
估值比率					
P/E	47.4	41.4	32.2	24.0	18.6
P/B	3.9	4.7	5.5	4.8	4.2
EV/EBITDA	27.5	27.2	20.1	14.6	11.0

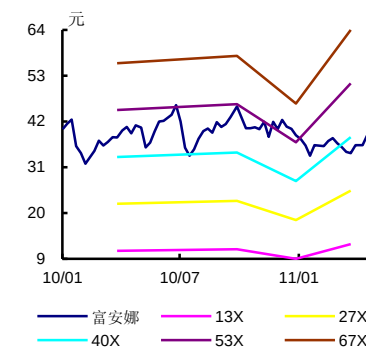
资本支出与经营活动现金流



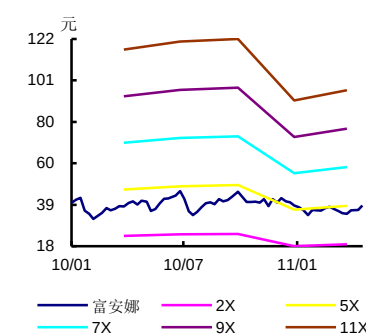
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，分析师，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

袁立，研究助理，上海财经大学 MBA，多年纺织企业工作经验，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yuanli@gf.com.cn，电话：020-87555888-8091

相关研究报告

富安娜（002327.sz）：收入超预期，三季报业绩增速由 50-70%修正至 70-90%	马涛	2011-10-11
富安娜一季报点评：毛利率创新高、费用率创新低，业绩增长略高于预期：	马涛	2011-04-28
富安娜年报点评：加盟收入占比逐年提高，毛利贡献率超过直营：	马涛	2011-04-20

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。