

证券研究报告

纺织品和服装

推荐 (首次)

证券分析师

聂秀欣

投资咨询资格编号
S1060208050096
010-66299565
niexiuxin001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

富安娜 (002327)

直营优势凸显，规划立足长远

近日，我们和富安娜管理层就公司目前业务、发展前景等问题进行讨论。我们认为，相比同行，富安娜战略清晰，品牌塑造、产品设计、精细化管理是公司的核心优势，具有中长期投资价值。

- **公司是品牌家纺龙头之一。**目前旗下拥有富安娜、馨而乐、维莎和圣之花等品牌，定位和风格各有不同，逐渐形成多层次品牌梯队。富安娜主品牌稳定增长同时，实现了馨而乐品牌的高速增长，其他品牌有望在未来逐渐成为利润贡献点。
- **“艺术家纺”，立足长远。**相比罗莱家纺对市场拓展的重视，富安娜更加注重内功修炼——强调品牌塑造和产品的独特设计。首先，“艺术家纺”概念渐入人心，产品设计差异化明显，客户粘性较好，据估算，VIP 重复购买占比约为 30%左右，有助于长期竞争力的培养；其次，逐步塑造品牌高端化形象：减少高端品牌打折、提高正价产品结构、合理有序安排促销等；最后，公司较青睐直营，这有助于品牌形象提升、渠道控制力强化以及人才的培养和储备。
- **直营优势凸显，高毛利保障利润高增长。**进入高棉价时代，加之品牌形象日益提升，产品结构优化，在中高端品牌家纺提价背景下，以终端定价确认收入的直营优势逐渐凸显，高毛利的取得有望保障利润增速快于收入增速。这尤其会在加盟商渠道库存压力较大、资金紧张的情况下优势渐显。
- **渠道有序扩张，增长质、量兼重。**富安娜在维持较高的直营比例基础上，有序拓展加盟渠道，形成合理区位布局。目前，富安娜的渠道规模在三大家纺公司中最小，但增速最快，我们认为富安娜未来三年仍将保持每年 300-400 家的渠道扩张速度。并且，2010 年后大规模扩张的店铺在 2012 年逐渐成熟，加之富安娜对于费用的良好控制，盈利增长质、量兼有。
- **具有中长期投资价值，给予“推荐”评级。**受益消费升级，品牌家纺行业刚进入成长期，作为区域龙头的富安娜仍处在品牌化、快速扩张阶段，具有中长期投资价值。我们认为富安娜的业绩将伴随品牌影响力的提升以及渠道的快速扩张而稳定增长，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.60、2.01、2.65 元，对应 PE 分别为 27.8、22.2、16.8 倍，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济基本面超预期悲观；渠道拓展及费用控制低于预期。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
流动资产	1174	1123	1326	1642					
现金	667	602	649	760					
应收账款	22	35	45	59					
其他应收款	13	16	20	26					
预付账款	50	28	37	48					
存货	415	439	573	746					
其他流动资产	7	2	2	2					
非流动资产	276	419	555	685					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	185	286	395	507					
无形资产	49	46	43	40					
其他非流动资产	43	87	118	138					
资产总计	1451	1542	1881	2327					
流动负债	316	298	368	458					
短期借款	30	0	0	0					
应付账款	100	131	171	223					
其他流动负债	187	167	197	236					
非流动负债	16	4	5	6					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	4	5	6					
负债合计	332	302	373	465					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	134	134	134	134					
资本公积	701	701	701	701					
留存收益	283	404	673	1027					
归属母公司股东权	1119	1239	1508	1863					
负债和股东权益	1451	1542	1881	2327					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	-63	238	198	263					
净利润	128	215	269	354					
折旧摊销	17	15	21	27					
财务费用	-8	-8	-9	-10					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-208	28	-84	-111					
其他经营现金流	8	-11	2	3					
投资活动现金流	-131	-160	-160	-160					
资本支出	143	160	160	160					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	13	0	0	0					
筹资活动现金流	6	-143	8	8					
短期借款	30	-30	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	31	0	0	0					
资本公积增加	-31	0	0	0					
其他筹资现金流	-24	-113	8	8					
现金净增加额	-187	-64	46	111					

利润表					单位:百万元								
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E									
营业收入	1067	1454	1877	2455									
营业成本	575	756	985	1284									
营业税金及附加	4	5	6	8									
营业费用	268	356	460	601									
管理费用	66	73	94	123									
财务费用	-8	-8	-9	-10									
资产减值损失	1	1	1	1									
公允价值变动收益	0	0	0	0									
投资净收益	0	0	0	0									
营业利润	161	271	339	447									
营业外收入	2	1	1	1									
营业外支出	2	1	1	1									
利润总额	161	271	339	447									
所得税	33	56	70	93									
净利润	128	215	269	354									
少数股东损益	0	0	0	0									
归属母公司净利润	128	215	269	354									
EBITDA	170	278	351	465									
EPS (元)	0.95	1.60	2.01	2.65									
主要财务比率													
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E									
成长能力													
营业收入	34.8%	36.2%	29.1%	30.8%									
营业利润	59.7%	67.7%	25.2%	31.9%									
归属于母公司净利润	48.4%	68.0%	25.2%	31.9%									
获利能力													
毛利率(%)	46.1%	48.0%	47.5%	47.7%									
净利率(%)	12.0%	14.8%	14.3%	14.4%									
ROE(%)	11.4%	17.3%	17.8%	19.0%									
ROIC(%)	23.4%	33.0%	30.7%	31.7%									
偿债能力													
资产负债率(%)	22.9%	19.6%	19.8%	20.0%									
净负债比率(%)	9.03%	1.74%	1.16%	0.51%									
流动比率	3.71	3.77	3.61	3.58									
速动比率	2.40	2.29	2.05	1.95									
营运能力													
总资产周转率	0.79	0.97	1.10	1.17									
应收账款周转率	46	48	44	44									
应付账款周转率	6.65	6.55	6.53	6.53									
每股指标 (元)													
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.60	2.01	2.65									
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.47	1.78	1.48	1.97									
每股净资产(最新摊薄)	8.35	9.26	11.26	13.91									
估值比率													
P/E	46.64	27.77	22.17	16.81									
P/B	5.33	4.81	3.95	3.20									
EV/EBITDA	31	19	15	11									

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257