



纺织服装业/可选消费品

富安娜 (002327)

二次股权激励再次彰显信心

——富安娜二次股权激励草案点评

张昂
021-38676434
zhangang@gtjas.com
编号 S0880511010029

本报告导读：

公司推出上市后第二次股权激励计划，行权条件较为严格，较第一次有所提高。我们认为二次股权激励再次彰显管理层信心，对市场影响正面，给予增持评级。

事件：

- 公司推出上市后的第二次股权激励计划，拟以定向增发方式向激励对象授予股票期权共计 295 万份，占签署日公司总股本 13390 万股的 2.2%。
- 本次激励对象的范围为公司核心技术业务人员以及公司中层管理人员共计 199 人。
- 行权条件：1) 净利润增速：以 2011 年净利润为基数，2013-2015 年净利润增速依次不低于 60%、90%和 120%；2) 加权平均净资产收益率依次不低于 12%、12.5%和 13%。
- 行权价格为 42.78 元。
- 行权安排：有效期为自股票期权授权日起五年。本次授予的股票期权自本期激励计划授权日起满 24 个月后，激励对象在可行权日内按 30%、30%、40%的行权比例分期行权。

评论：

- 和上次股权激励对比，我们发现如下变化趋势：
- 1) 行权条件分析：根据方案公布的行权条件经过计算后可以得到公司 2012 年-2015 年四年间的净利润复合增速达到 22%，其中 2013 年相对于 2011 年两年间的净利润复合增速为 26.4%；保守计算 2011 年公司净利润增长 60%。和上次股权激励相比以及经过测算，我们认为本次的考核标准明显提高，同样是 13 年的净利润最低规模由第一次的 2 个多亿，上调至 3.2 亿元。其次，从 ROE 水平上来看，本次股权激励方案的标准也较上次每年不低于 10%的目标明显上调。
- 2) 激励对象分析：和上次股权激励对象类似，本次方案仍然涵盖了公司的生产、销售、设计、财务等部门，以及一线班组长和店柜长也在激励范围内，若全部激励对象行权，公司持股员工数将接近 500 人（激励对象有所重叠）。从激励详细名单来看，本次激励的对象进一步下沉，尤其是设计师、销售代表、商务专员的激励，中层主管的比例有所下降。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**50.00**

上次预测：**50.00**

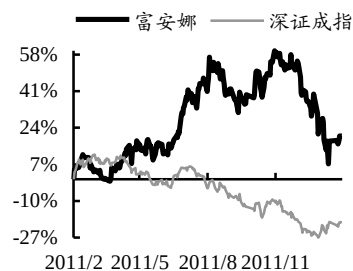
当前价格：**40.60**

2012.02.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	33.80-54.49
总市值 (百万元)	5,436
总股本/流通 A 股 (百万股)	134/34
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	12

52周内股价走势图



相关报告

《直营效率有所改善，成本控制锦上添花》	2011.07.06
《第二品牌建设初见成效，区域发展多点开花》	2010.08.19
《大力推行员工持股计划》	2010.07.21
《发力打造第二品牌》	2010.06.08
《渠道扩张稳步推进》	2010.04.29

- 激励成本测算：假设 2012 年 2 月 3 日为股票期权授予日，初步测算需要摊销的总费用为 4291 万元，计入管理费用后，根据公告公布的摊销计划，2012、2013 年为共摊销 65%，和净利润规模相比较，不构成重大影响。
- 总结：公司持续大面积推行员工持股，将提高员工的工作积极性和企业忠诚度，有利于公司长期发展。此外，更为严格的行权考核条件，未来四年 22% 的净利润复合增速都彰显了公司对未来发展的信心。我们认为本次股权激励方案较为积极，对提振二级市场信心还是有一定作用的。预计 11-13 年 EPS 分别为 1.52 元、1.98 元、2.57 元，股价经过前期调整后目前对应 PE 分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，处于较低水平。家纺行业目前正处于调整中，来自三个方面原因：1) 作为可选消费品中的滞后消费品，整个服装行业受经济周期影响较大，终端销售数据并不理想。家纺作为其中消费升级的代表品种，波动性更为明显；2) 快开店、多开店成为去年家纺黄金时期的主旋律，因此行业库存压力较大；3) 房地产数据对家纺行业的影响。所以我们认为虽然家纺作为一个新兴行业值得长期关注，但短期不确定性较大。全年来看给予公司 2012 年 25 倍估值，目标价 50 元，增持评级。

表：公司两次股权激励方案对比

	第一次股权激励	第二次股权激励
公告时间	2010 年 7 月	2012 年 2 月
拟授予股票期权数量	300 万份	295 万份
占总股本比例	2.24%	2.20%
激励范围	两名新加入公司高管和中层及以下员工，涵盖广泛。	核心技术业务人员和中层管理人员，激励对象进一步下沉
激励对象人数	196 人	199 人
行权条件	1) 净利润增速：以 09 年净利润为基数，2011-2013 年增长不低于 65%、105% 和 145%； 2) ROE 水平，每年不低于 10%	1) 净利润增速：以 11 年净利润为基数，2013-2015 年增长不低于 60%、90% 和 120%； 2) ROE 水平，依次不低于 12%、12.5% 和 13%

数据来源：公司公告，国泰君安研究所

作者简介:

张昂:

执业资格证书编号: S0880511010029

电话: 021-38676434

邮箱: zhangang@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gt.jaresearch@gt.jas.com		