

富安娜 (002327)

服装家纺/纺织服装

发布时间: 2012-12-31

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 首次覆盖

逆势下稳健增长的家纺龙头

报告摘要:

● 2012年1-9月公司实现营业收入11.92亿元,同比增长26.2%;营业利润2.14亿元,同比增长28.6%;归属母公司所有者净利润1.63亿元,同比增长26.4%;实现每股收益1.01元。公司预计2012年全年归属于母公司所有者净利润增速在0%-30%之间。

● **大股东增持显信心,股权激励有效促稳定。**公司定位于艺术家纺的中高端品牌家纺企业,旗下拥有富安娜、馨而乐、维莎、圣之花、酷奇智等五大品牌。大股东近期发布了增持计划,未来12个月内增持不超过总股本1%的股份,12月25日耗资500多万进行了首次增持,这显示了大股东对公司未来发展坚定信心;公司成立至今,一共实施了三次股权激励,覆盖近500人次,是业内最广的股权激励之一,有效地促进了核心人员的稳定性和积极性。

● **卓越的设计能力和合理的渠道布局,确保公司稳健经营。**1) 家纺行业未来前景依旧广阔,乔迁和婚庆需求仍能支持行业成长;2) 公司经营稳健,优于行业水平,主要得益于优秀的设计能力和管理能力的增强;3) 卓越的设计能力,引领家纺潮流,研发设计能力是公司品牌创立的基础,目前拥有100多人的设计团队;4) 合理的渠道布局,直营优势明显,公司拥有近600家直营店,直营和加盟平衡发展的模式具有生命力。

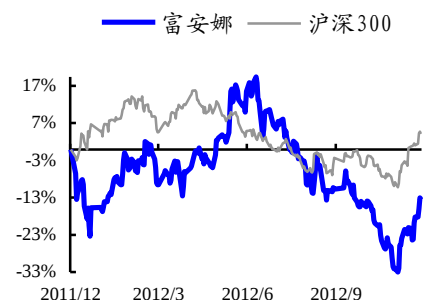
● **新渠道强势崛起,互助基金优化应收。**1) 新渠道强势崛起,成为收入增长的生力军,电商、电视购物和团购定制等新渠道形成的收入增量可观,预计全年新增收入1.3亿元;2) 订货会成立互助基金,优化公司应收账款,互助基金担保由民生银行提供贷款扶持加盟商做大做强,减少公司应收账款,实现三方共赢。

● **盈利预测。**我们看好公司较强产品设计能力、合理的渠道布局以及直营运营优势,能在弱市下保持稳健经营,预计2012-2014年EPS分别为1.63元、2.05元和2.58元,目前股价对应的PE为21倍、17倍和13倍,具备中长期投资价值,给予“推荐”评级。

● **风险提示。**调控影响需求;同店和渠道扩张不及预期;小非解禁。

股票数据	2012/12/27
收盘价(元)	34.05
12个月股价区间(元)	25.70~50.47
总市值(百万元)	5,471
总股本(百万股)	161
A股(百万股)	161
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	22%	-4%	-7%
相对收益	8%	-12%	-13%

相关报告

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1067	1453	1828	2238	2767
(+/-)%	34.80%	36.18%	25.76%	22.46%	23.60%
归属母公司净利润	128	207	262	329	415
(+/-)%	48.37%	61.98%	26.51%	25.60%	26.21%
每股收益(元)	0.95	1.55	1.63	2.05	2.58
市盈率	43	26	21	17	13
市净率	5	4	4	3	3
净资产收益率(%)	11.42%	16.72%	17.46%	18.79%	20.08%
股息收益率(%)	1.77%	0.00%	1.44%	1.80%	2.28%
总股本(百万股)	134	134	161	161	161

证券分析师: 叶长青

执业证书编号: S0550512050002
(021)20361174 yecq@nesc.cn

研究助理: 周煜斌

(021)20361154 zhoyyb@nesc.cn

目 录

1. 公司概况：中高端品牌家纺企业.....	3
1.1. 定位于“艺术家纺”的中高端品牌家纺企业.....	3
1.2. 大股东增持显信心，股权激励有效促稳定.....	4
2. 经营特点：卓越的设计能力和合理的渠道布局，确保公司稳健经营.5	
2.1. 家纺行业，未来前景依旧广阔.....	5
2.2. 公司经营稳健，优于行业水平.....	7
2.3. 卓越的设计能力，引领家纺潮流.....	8
2.4. 合理的渠道布局，直营优势明显.....	9
3. 近期跟踪：新渠道强势崛起，互助基金优化应收.....	10
3.1. 新渠道强势崛起，成为收入增长的生力军.....	10
3.2. 订货会成立互助基金，优化公司应收账款.....	11
4. 盈利预测及投资建议.....	13
5. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 富安娜旗下品牌树.....	3
图表 2: 富安娜股权结构.....	4
图表 3: 富安娜历次股权激励情况.....	5
图表 4: 国内外家用纺织品消费占比对比.....	5
图表 5: 服装、鞋和床品三大类城镇居民人均消费额.....	5
图表 6: 历年住宅销售面积.....	6
图表 7: 12 年住宅销售已开始回暖.....	6
图表 8: 2005-2015 年 20-29 岁人口占比情况.....	6
图表 9: 历年新婚人口数据.....	6
图表 10: 家纺上市公司收入同比增速.....	7
图表 11: 家纺上市公司净利润同比增速.....	7
图表 12: 富安娜品牌四大品类——印花类.....	8
图表 13: 富安娜品牌四大品类——提绣类.....	8
图表 14: 富安娜品牌四大品类——婚庆类.....	8
图表 15: 富安娜品牌四大品类——大家居.....	8
图表 16: 富安娜研发费用投入情况.....	9
图表 17: 富安娜历年渠道情况.....	10
图表 18: 富安娜历年渠道收入占比.....	10
图表 19: 家纺上市公司直营渠道数量占比.....	10
图表 20: 家纺上市公司直收入占比.....	10
图表 21: 2012 年“双十一”家居用品销售排名.....	11
图表 22: 互助基金担保模式和原有信用支持模式对比.....	11
图表 23: 利润表预测.....	13

1. 公司概况：中高端品牌家纺企业

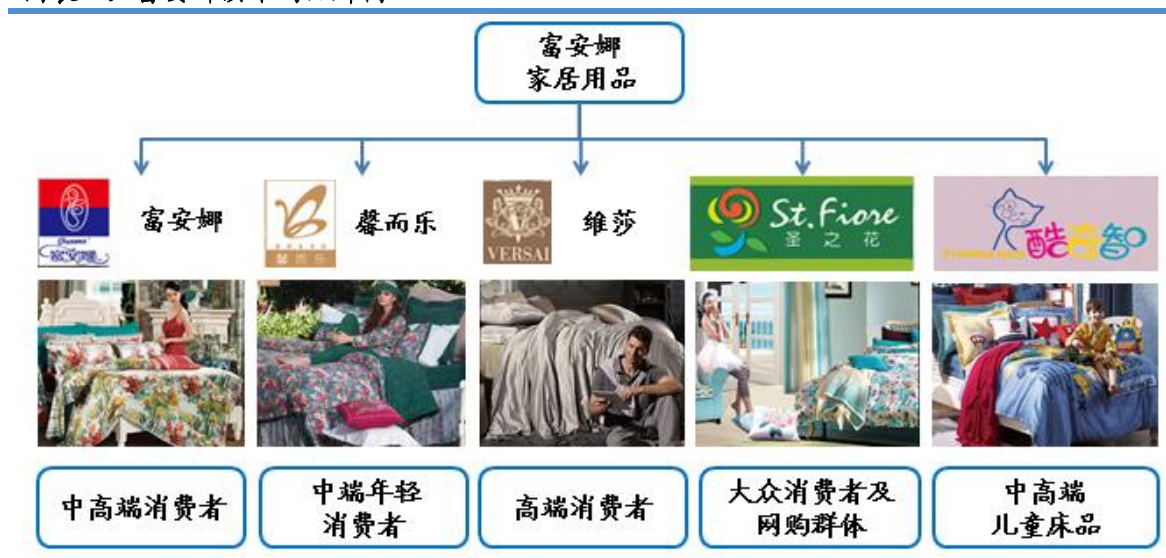
1.1. 定位于“艺术家纺”的中高端品牌家纺企业

深圳市富安娜家居用品股份有限公司成立于 1994 年 8 月，是一家集研发、设计、生产、营销和物流于一体的综合型家纺企业。公司以“创造美好睡眠生活，打造百年家居品牌”为经营理念，拥有国内外资深专业设计师一百多人。目前，富安娜拥有深圳龙华、江苏常熟、四川南充三大工业园，并采用国际先进的德国 SAP 公司 ERP 系统实施信息化管理。截止目前，公司在全国已拥有 24 家子公司和 2300 多家专卖店/柜，全面进驻全国一、二线城市知名商圈，确立了其在家纺行业的领导者品牌地位。

公司从上市之初就鲜明地提出“艺术家纺”的品牌定位，将生活艺术作为床上用品设计的目标，以适应现代人对高品位生活的追求。公司的“艺术家纺”是一种极致追求，致力于把人们休憩中所体验的最高境界、最为美妙的情感传递给消费者。将“艺术家纺”作为品牌内涵，明确公司产品价值定位，帮助公司摆脱产品层面的市场竞争，并在市场发展的长期战略上捷足先登，为此公司聘请艺术家杨丽萍女士担任“富安娜”的品牌形象代言人，其艺术气息正好符合“艺术家纺”的定位。同时，公司提出面向“中高端市场”的定位和多品牌战略，以帮助公司赢得了家纺市场中较多的优质客户。

目前，公司拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“酷奇智”等五大品牌，各个品牌的品牌定位、产品设计和零售渠道都不同，可以覆盖不同的消费人群，其中以富安娜为主品牌，主要面对中高端消费者，其 2011 年收入占全公司总收入的 80.2%；馨而乐是公司在 2000 年创立的第二个品牌，主要面对中端年轻消费者，该品牌的收入约占去 14% 左右；维莎是公司于 2003 年从意大利引进的奢侈品品牌，主要面对高端消费者；圣之花则是公司 2004 年创立主要面对大众消费者和网购群体的品牌；酷奇智是公司 2012 年推出全新的儿童家纺品牌。

图表 1：富安娜旗下的品牌树

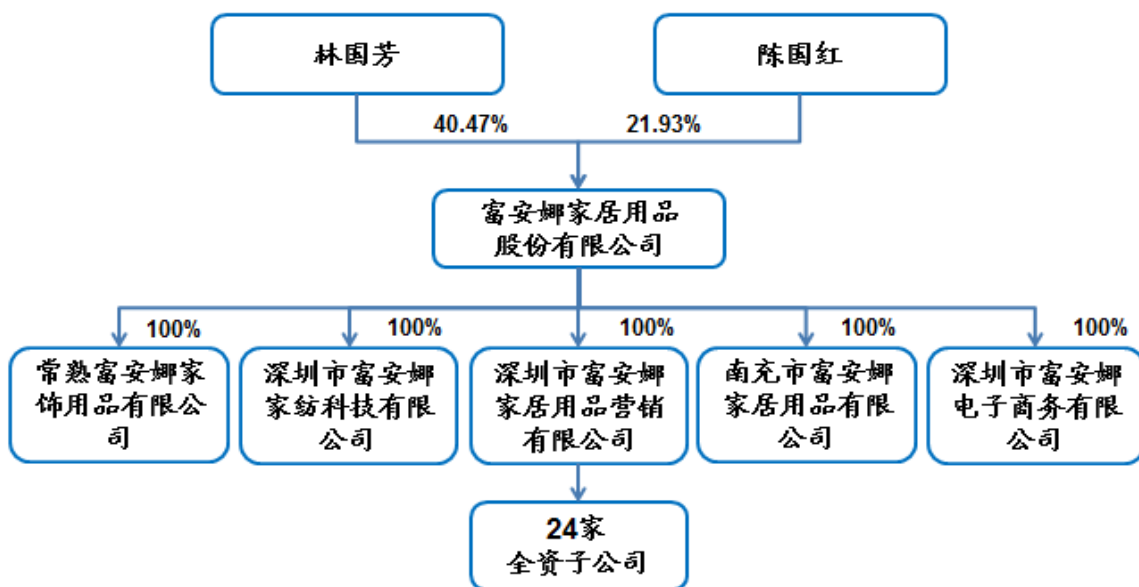


数据来源：东北证券，官网

1.2. 大股东增持显信心，股权激励有效促稳定

公司目前股本 16,068 万股，实际控制人为林国芳和陈国红夫妇，两人合计持有公司 62.4% 的股权，其中林国芳先生是纺织服装行业资深人士，曾任中国家纺行业协会副会长、广东省家纺协会名誉会长和北京服装学院顾问教授，目前在公司任董事长、总经理，持有公司股份 5419.05 万股，占比 40.47%；陈国红女士任公司董事、副总经理，持有公司股份 2936.57 万股，占比 21.93%。近期，大股东通过上市公司发布了增持计划，在未来 12 月内增持不超过公司总股本 1% 的股份，并与 2012 年 12 月 25 日通过二级市场增持了 15.342 万股，增持均价 33.096 元，耗资 507.75 万元，这也充分说明大股东长期看好公司的发展。

图表 2：富安娜股权结构



数据来源：东北证券，公司年报

公司成立至今一共进行了三次股权激励，而且涵盖层面较广（上至高管，下至一线员工），涉及员工人数近 500 名，是业内最广的激励方案之一。从目前公司披露的核心人员动态以及历年业绩情况来看，公司的股权激励机制有效地提高了核心人员的稳定性和积极性，从而确保公司预期业绩的实现。

第一次，公司在 07 年 6 月 20 日，向 99 名核心人员发行 700 万股限制性股票，发行价按每股 1.45 元。之后由于部分人员变动，经历数次回购和重新授予，在公司上市前，此次股权激励共向 109 名核心人员授予 700 万股股票，并与 2008 年 3 月 20 日转换为无限制性股票，占公司上市后总股本的 6.8%。该部分股权将于 2012 年 12 月 30 日解禁。

第二次，公司在 11 年 2 月 23 日实施首期股票期权激励计划，授予 175 名激励对象（草案时为 185 人）共计 223.3 万份股票期权，预留股票期权 24.7 万份。后期经过分红送股以及人事变动，于 2012 年 8 月 21 日，首期激励对象调整为 139 人，首次授予期权数量调整至 203.64 万份，行权价格调整为 27.92 元；预留部分调

整为 29.64 万份，并于 2012 年 2 月 9 日授予激励对象 3 人，行权价格调整为 35.31 元。

第三次，公司在 12 年 5 月 11 日实施二期股票期权激励计划，授予 194 名激励对象共计 307.2 万份，预留部分为 34.08 万份。后经过相关人事变动，于 2012 年 8 月 21 日，二期股权激励对象调整为 179 人，二期授予期权数量调整为 261.18 万份，行权价格为 35.65 元，预留部分为 34.08 万份。

图表 3: 富安娜历次股权激励情况

	首期股票期权激励计划	首期预留部分股票期权授予	二期股票期权激励计划
股票期权数量	公司于 2012 年 8 月 21 日，将首期激励对象调整为 139 人，首期授予期权数量调整为 203.64 万份，预留部分为 29.64 万份	公司将首期股权激励预留的 29.64 万份股票期权授予公司 3 位激励对象	公司向 179 名激励对象授予 261.18 万份股票期权，预留部分为 34.08 万份。
授予日期	2011 年 2 月 23 日	2012 年 2 月 9 日	2012 年 5 月 11 日
行权价格	27.92 元	35.31 元	35.65 元
行权条件	以 2010 年净利润为基数，2011-2013 年净利润增长率不低于 20%、50%和 80%，加权平均 ROE 不低于 11%、11.5% 和 12%	同首期	以 2011 年净利润为基数，2013-2015 年净利润增长率不低于 60%、90%和 120%，加权平均 ROE 不低于 12%、12.5%和 13%

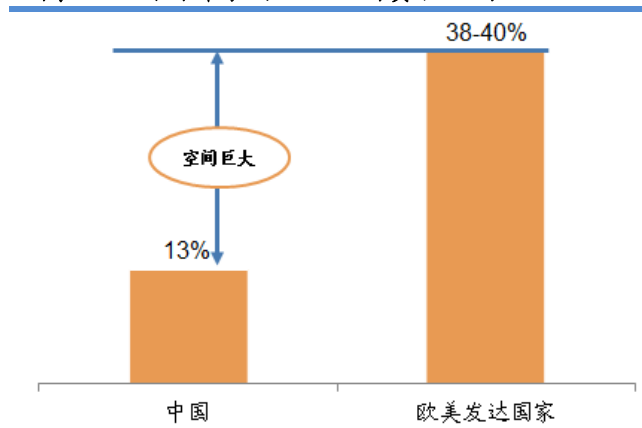
资料来源：东北证券，公司年报

2. 经营特点：卓越的设计能力和合理的渠道布局，确保公司稳健经营

2.1. 家纺行业，未来前景依旧广阔

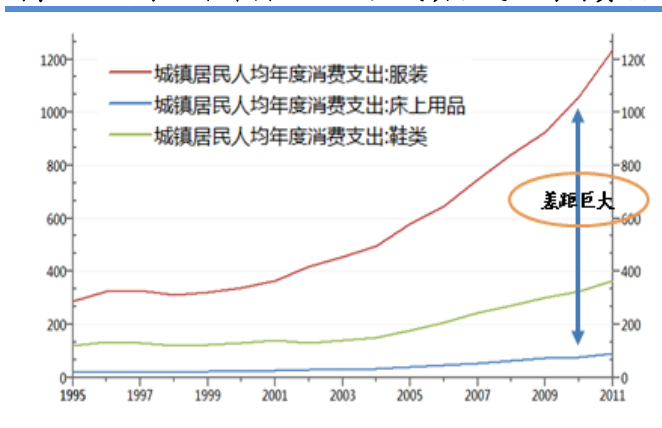
根据纺织工业协会数据显示，我国 2010 年家纺行业产值达 11808 亿元，近十年的复合增长率达到 19.4%。虽然家纺行业增速较快，但国内家用纺织品占纺织品消费的比重还较低，远低于欧美发达国家，同时与服装、鞋等其他纺织品的市场规模也差距。不过，这也意味着国内的家纺消费尚处于起步阶段，未来可增长的空间巨大。

图表 4: 国内外家用纺织品消费占比对比



资料来源：东北证券

图表 5: 服装、鞋和床品三大类城镇居民人均消费额

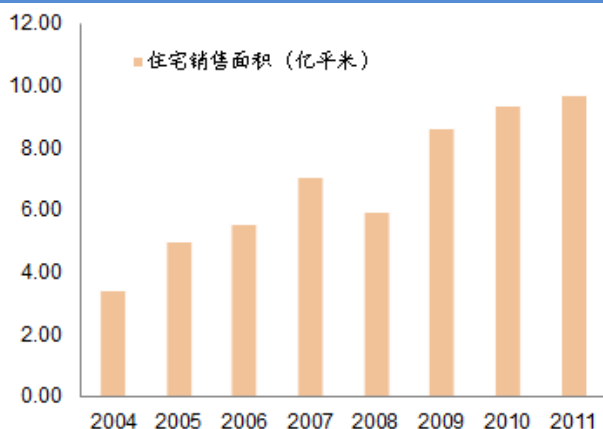


资料来源：东北证券，wind

根据行业经验，乔迁和婚庆是近年来家纺行业增长的两大驱动因素，这也得益于近十年的中国人口红利和快速发展的城镇化建设。

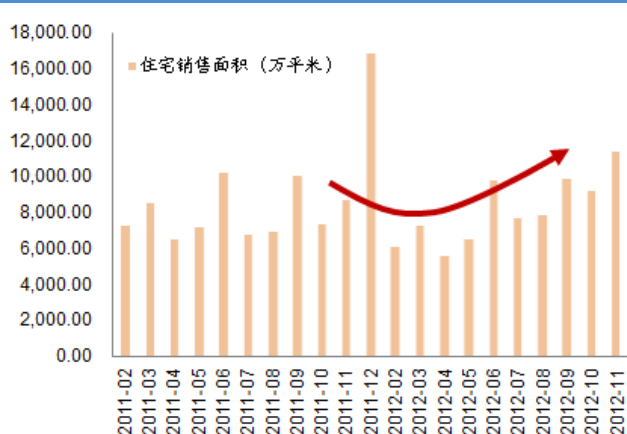
(1) 乔迁消费：根据国人习惯，乔迁新居时往往会添置新的床上用品，以 2011 年为例，商品住宅销售 9.65 亿平方米，按照套均面积 100 平米计算，全年销售 965 万套住宅，每套住宅购置 5000 元床品计算，2011 年乔迁新居产生的家纺市场规模就达 482.5 亿元。2012 年受益于刚性需求释放，商品住宅销售在 5 月份开始会回暖，而家纺销售一般落后房屋销售 1 年到 1 年半时间，现在行业普遍预期 2013 年 5-6 月份家纺消费需求将开始回暖。

图表 6: 历年住宅销售面积



资料来源：东北证券，wind

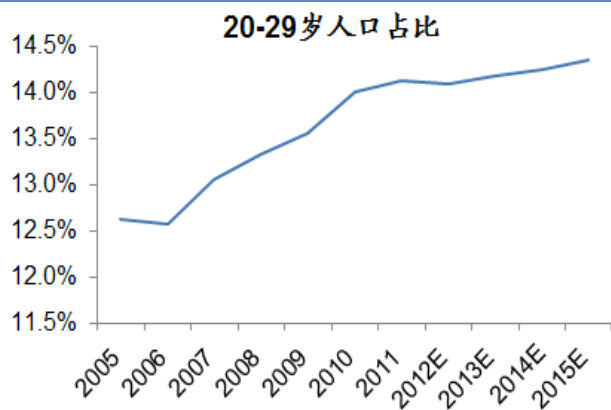
图表 7: 12 年住宅销售已开始回暖



资料来源：东北证券，wind

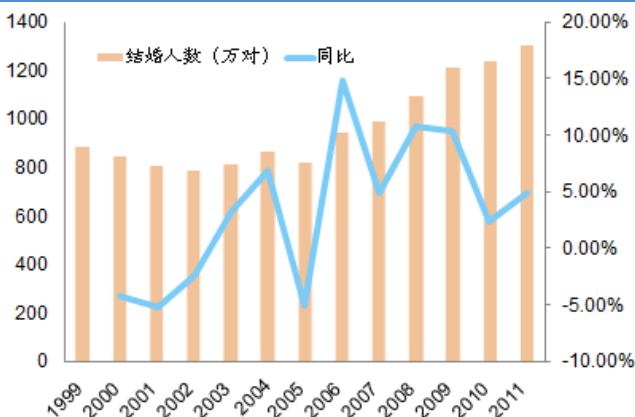
(2) 婚庆消费：据国家统计局的数据，2011 年我国 20-29 岁人口占总人口比例 14.1%，同时根据历年出生人口推测，一直到 2015 年，20-29 岁的人口占比呈上升趋势，预计 2015 年占比会达到 14.3%，这说明未来几年适婚年龄的人群基数在不断壮大，每年的结婚人口依旧保持一个上升态势。根据中国民政部的统计数据显示，2011 年结婚人口达 1302.4 对，连续 6 年保持增长，连续 4 年过千万。同时，根据国人结婚习俗，都会购买大红大紫的床品以示喜庆，以 2011 年为例，按每对新人购买 3000 元的床品计算，2011 年婚庆消费产生的家纺市场规模就达 390.72 亿元；

图表 8: 2005-2015 年 20-29 岁人口占比情况



资料来源：东北证券，国家统计局

图表 9: 历年新婚人口数据

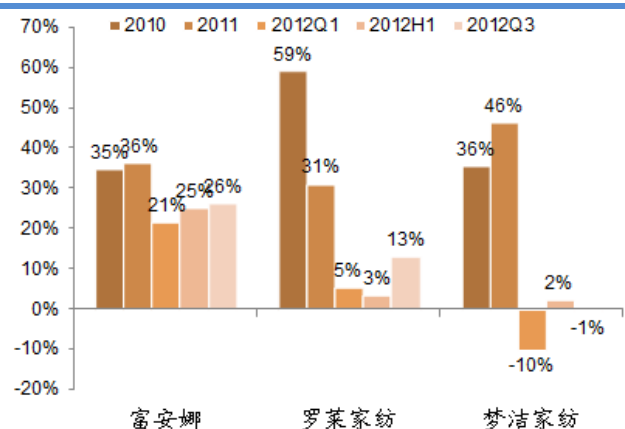


资料来源：东北证券，民政部

2.2. 公司经营稳健，优于行业水平

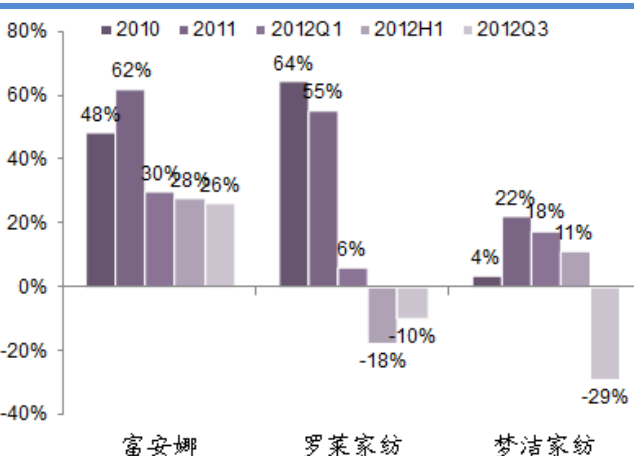
2012 年国内家纺市场受经济增速放缓的影响面临行业增速放缓的压力，行业龙头业绩均出现了大幅波动，而在此背景下，公司的收入和净利润增速则保持较好的稳定性，显示公司稳健经营的特征。具体情况如下，收入增速方面，公司 2010 年、2011 年、2012 年一季报、2012 年中报和 2012 年三季报收入同比增速分别为 35%、36%、21%、25%、26%，而罗莱家纺和梦洁家纺收入增速分别为 59%、31%、5%、3%、13%和 36%、46%、-10%、2%、-1%；净利润增速方面，公司 2010 年、2011 年、2012 年一季报、2012 年中报和 2012 年三季报净利润同比增速分别为 48%、62%、30%、28%、26%，而罗莱家纺和梦洁家纺净利润增速分别为 64%、55%、6%、-18%、-10%和 4%、22%、18%、11%、-29%。

图表 10: 家纺上市公司收入同比增速



资料来源：东北证券，wind

图表 11: 家纺上市公司净利润同比增速



资料来源：东北证券，wind

我们认为公司稳健经营主要源于两个方面：

- 公司强设计能力提供产品较高的生命力。公司一直坚持在设计研发上投入和创新，产品上则延续“艺术家纺”的设计风格，仅上半年新推出花型就达 120 多种，新产品 400 多款，为消费者提供了更多的核心价值产品，同时也获得了加盟商的认可，2012 年秋冬订货会录得 30% 的同比增长。
- 管理能力增强助推渠道外延内生式扩张。公司一直注重管理能力的提升，重视管理精细化程度，如公司引进的 SAP 系统已经完成直营门店的布局，今年开始向加盟渠道推广，而 SAP 系统详细分析和严格预算管理的能力可以大幅提升公司管理的精细化程度，将管理深入到公司经营的各个毛细血管。管理能力的提升，有助于空白市场的挖掘，如今年上半年公司新增门店 147 家，全年预计净增门店能达 300 多家；精细化管理可以提升终端平效，公司终端形象整改升级工作已经在全国铺开（丰富产品系列、优化货品陈列、设置高端产品区、改善店铺销售氛围等），重点是解决终端渠道的标准化，从而实现单店销售水平的提高，今年上半年在行业增速放缓的情况下，公司可比单店收入仍实现同比 5% 增长。

2.3. 卓越的设计能力，引领家纺潮流

公司一直认为优秀的研发设计能力是家纺企业创立品牌的基础，布局合理的营销渠道是品牌家纺企业盈利不断增长的源泉。我们先来感受一下公司的设计影响力，在国内家纺行业一直很推崇富安娜的产品设计：富安娜的新品一经推出，二三线家纺品牌就会抄款，从而在市场上形成一股潮流，而富安娜正是这股潮流的引领者。能引领家纺潮流，主要得益于公司一直以来大力引进和内部培养研发设计人才，并组建了一支在国内家纺行业实力居前的研发设计团队，目前拥有 100 多人的设计师团队，由董事长亲自管理，每年推出新款花型 100 多种、新产品 400 多款，现拥有各类花型和款式 3000 多种、产品 5000 多款，每年仅研发上投入就高达 1800 万以上，这还不包括相关设计人员的薪资。公司的产品设计风格鲜明，曾多次在国内外家纺设计大赛上获得“金榜奖”、“优质产品金奖”。公司拥有外观设计专利 7 件、实用新型专利 1 件、著作权 121 件，是国内同行业中拥有自主知识产权最多的企业之一。公司也是首家推出代表国内床上用品行业最高水准的艺术平网印花系列产品，是目前全球仅有的实现平网印花产品规模化生产的两家厂商之一。公司还是首批获得“中国名牌”产品称号的国内床上用品企业之一，作为中国家纺行业的龙头和领军企业之一，公司产品占家纺市场的份额近几年一直处于三甲之列。

图表 12: 富安娜品牌四大品类——印花类



资料来源：东北证券，官网

图表 14: 富安娜品牌四大品类——婚庆类



资料来源：东北证券，官网

图表 13: 富安娜品牌四大品类——提绣类



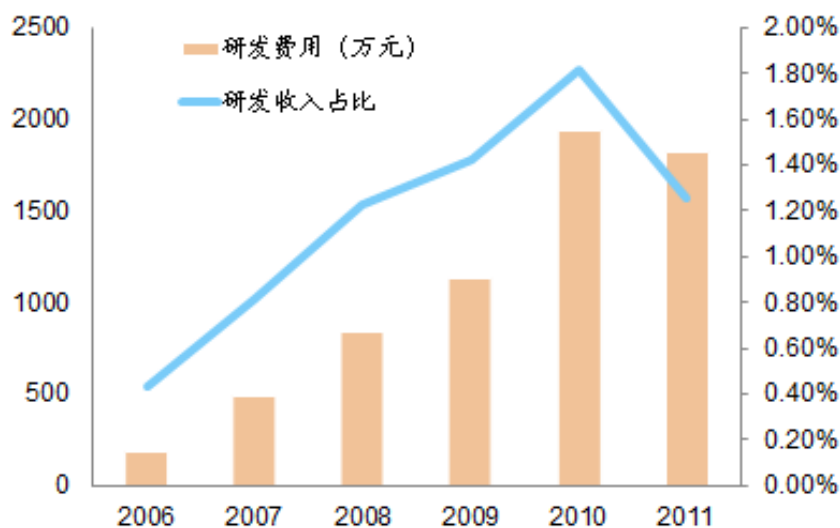
资料来源：东北证券，官网

图表 15: 富安娜品牌四大品类——大家居



资料来源：东北证券，官网

图表 16: 富安娜研发费用投入情况



数据来源：东北证券，公司年报

2.4. 合理的渠道布局，直营优势明显

公司在继续巩固研发设计优势的同时，公司将在未来着力加强营销渠道与网络建设，力争在 10 年内，将公司发展成为国内领先、具备参与国际竞争实力的大型家纺、家居用品集团，截止目前，公司门店数 2300 多家，直营渠道近 600 家，占比达 25%，同时已进军电子商务、电视购物和团购定制等新兴渠道。

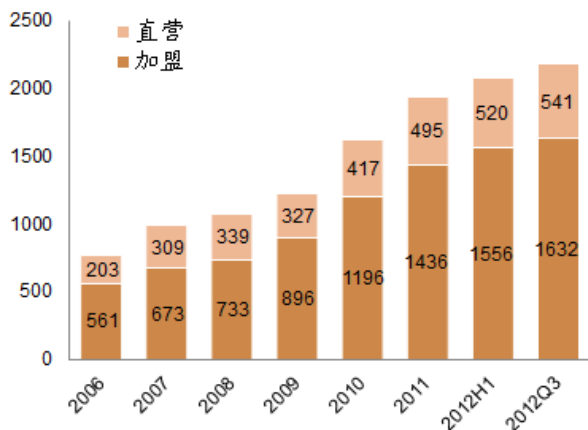
公司一直坚信渠道掌握在自己手里才是最有抗风险能力的，不单纯地依靠加盟或者商店柜台，这样会受制于人，不利于公司展示形象和掌握销售主动。因此，公司坚持直营渠道与加盟渠道互补的销售模式，在大城市由公司直接建立直营店（柜），做好直营和加盟渠道的平衡发展，具体直营渠道作用如下：

- 由于直营店（柜）的窗口作用和强大的执行力，可以帮助公司在主流城市树立良好的品牌形象，巩固品牌的号召力和影响力，并辐射周边地区，从而带动加盟店（柜）的发展。
- 公司依靠“直营”与“加盟”并存的模式，一方面不断提升终端价值，带动盈利能力的增长；另一方面直营终端的不断扩张，帮助企业不断加强对终端的控制力。

公司 2011 年直营渠道实现收入 5.9 亿元，同比增长 58.3%，直营收入占比 41.5%，较 2010 年提升了 5.4 个点，同期梦洁家纺直营收入占比为 31.8%，公司直营优势明显。正是受益于公司直营比重大，能及时通过直营渠道收集市场信息，及时调整经营策略和产品规划，使公司在 2012 年行业景气度下滑的情况下，仍能稳健经营，其中预计 2012 年直营同店仍能录得 5% 左右的增长，直营终端销售预计可以录得 15% 的增长。整体来看，参考国际品牌的经营模式，如 Zara Home 都是直营店，且在中国的直营店能达到 1000-2000 万的销售收入，同时考虑到国内市场幅员辽阔、消费水平层次不一，管理跨度大，由此可以判断富安娜“直营和加盟平衡发展”的模式

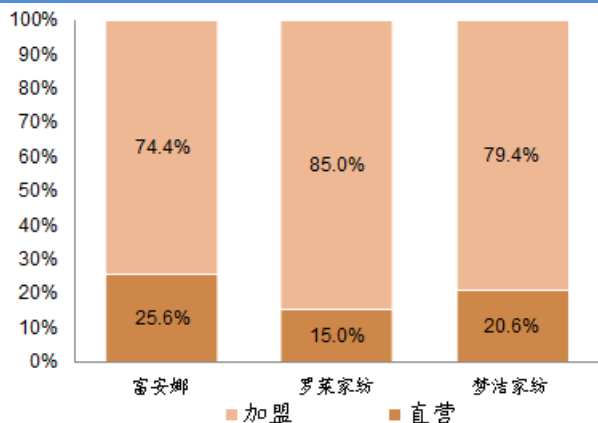
(直营和加盟的开店比例保持 1:3 左右的水平),更安全、更持久,尤其是受运动品牌的关店冲击的影响,市场都在思考单纯依靠加盟商扩张的模式还能走多远的当下。

图表 17: 富安娜历年渠道情况



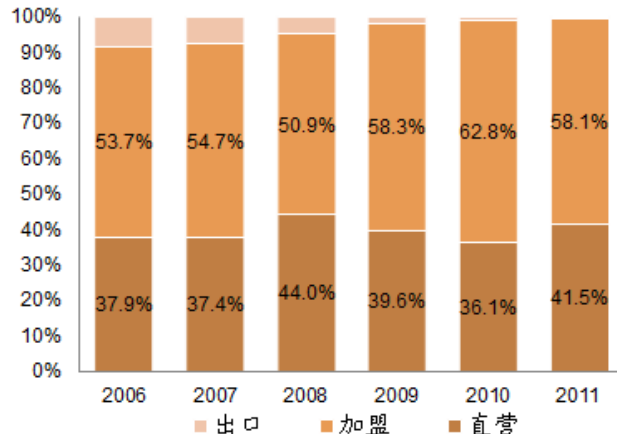
资料来源: 东北证券, 公司年报

图表 19: 家纺上市公司直营渠道数量占比



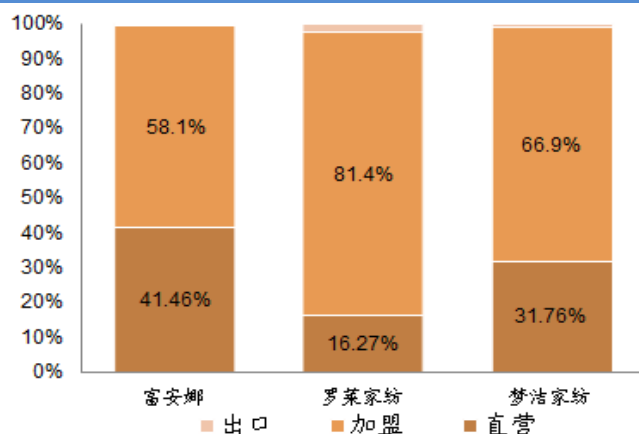
资料来源: 东北证券, 公司 2011 年报

图表 18: 富安娜历年渠道收入占比



资料来源: 东北证券, 公司年报

图表 20: 家纺上市公司直收入占比



资料来源: 东北证券, 公司 2011 年报, 罗莱 2009 年年报

3. 近期跟踪: 新渠道强势崛起, 互助基金优化应收

3.1. 新渠道强势崛起, 成为收入增长的生力军

根据淘宝“双十一”数据显示,富安娜天猫店双十一共销售 181,117 套产品,销售额达 7,982.2 万元,平均销售单价达 440.7 元,位列双十一家居用品销售排行榜第三名,较 2011 年“双十一”当天 2000 万的销售额大幅提升了近 300%。公司预期 2012 年的电商业务能实现 1.5 亿以上的销售收入,这较 2011 年 0.5 亿的销售收入大幅提升了 200%以上。同时,公司今年还上线了电视购物,并继续推广团购业务,这两块业务,公司预期 2012 年分别能贡献 3000 多万和 6000 多万的收入,团购业务去年也实现了近 6000 万的收入。总体来看,公司包括电商、电视购物和团购定制等新渠道形成的收入增量可观,强势崛起,初步估算新渠道业务新增收入就达 1.3 个亿左右,占 2011 年全年收入的 8.94%,成为公司收入增长的生力军。

图表 21: 2012 年“双十一”家居用品销售排名

排名	品牌	销售量	销售额 (万元)	平均销售单价 (元)
1	全有家居	38,870	10076.5	2592.4
2	罗莱家纺	178,374	9744.7	546.3
3	富安娜	181,117	7982.2	440.7
4	顾家家居	163,684	7028.9	429.4
5	水星家纺	180,935	5648.2	312.2
6	博洋家纺	124,651	4394.7	352.6
7	梦洁家纺	72,053	3781.7	524.8
8	维科家纺	85,431	2159.8	252.8
9	百思寒	21,160	1446.6	683.6
10	盛宇	35,822	1268.7	345.2

资料来源: 东北证券, 淘宝

对于市场普遍讨论的电商业务对线下业务的冲击, 公司认为电子商务对线下品牌的影响应该有正面也有负面, 一是有利于公司扩大品牌影响, 二是一定程度上抢占了加盟商的客户资源; 但是公司为了避免负面影响, 对线上线下产品有严格区分, 把线上当成一个第三方渠道, 甚至可以专门开发产品来销售, 使消费者在日常消费中不能在线上购买到和线下一样的产品。同时, 公司也明确知道线上线下的消费群体是不一样的, 而且线上也没有线下那种亲切舒适的消费体验, 因此未来公司会加大力度推动电商销售, 但不会把它做成主要途径, 还是会依靠自身的渠道网络, 让线上和线下形成良性互动: 电商作为新增渠道, 主要以中低档的产品为主, 靠走量获盈利; 而线下则以高质、高端产品为主, 在于做品牌。公司的电商毛利一般稳定在 40% 左右, 由于线上线下都是做品牌的, 所以对整体的毛利率影响较小。

3.2. 订货会成立互助基金, 优化公司应收账款

8 月 22 日, 公司发布了以互助合作基金担保方式为中国民生银行对公司下游品牌经销进行贷款授信 1 亿元提供不超过 1100 万元担保的公告, 具体内容如下:

互助合作基金担保概况: 公司为了帮助下游品牌经销商拓宽融资渠道, 及时获得发展所需要的资金及实现风险共担, 更加有效地拓展市场、提高销售规模, 从而实现公司加盟业务的稳定增长, 公司以互助合作基金担保方式对中国民生银行给予符合资质条件的公司下游品牌经销的贷款授信提供不超过 1100 万元的担保, 期限一年。

被担保人资质要求: 符合一定资质条件的、非关联方、资产负债率低于 70% 的富安娜公司下游品牌经销商。

公司风险控制举措:

1、公司作为互助合作基金的管理人, 负责对参加此项贷款项目的下游品牌经销商的资质进行审核和推荐, 可以确保加入进来的下游品牌经销商信用良好, 具有较好的偿还能力;

2、对贷款资金的用途进行限制, 专项用于向富安娜公司采购货物、缴纳新店加盟保证金、新店装修、流动资金周转等;

3、要求所有进行贷款的品牌经销商必须提供相应金额的资产或有实力的第三方承担连带责任进行反担保；

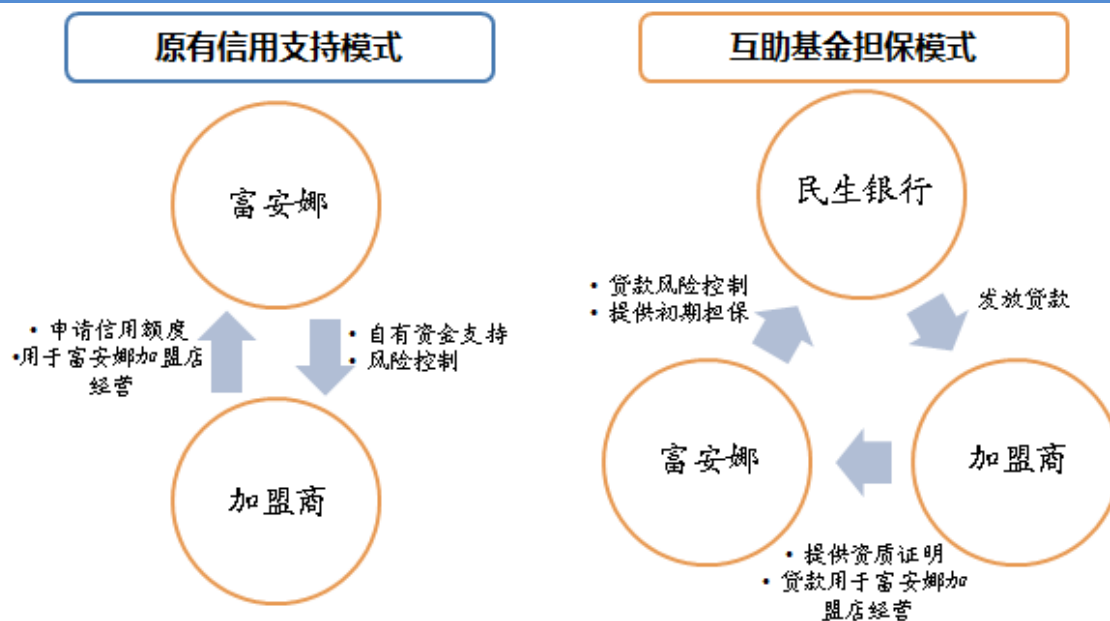
4、公司作为互助合作基金的管理人，投入基金的初始保证金 1000 万元和风险准备金 100 万元，待符合条件的品牌商加入基金后以自有资金进行置换。随着符合条件的品牌经销商的加入，公司担保金额会逐渐下降；

5、对于贷款的下游品牌经销商，要求其定期向公司提供真实、完整、有效的财务报表、公司章程或者其他相关资料、信息，并接受公司对其生产经营和财务状况的监督检查。

该模式的作用：以富安娜为依托，在深入分析加盟渠道的管理以及加盟商自身的运作模式后，将协助富安娜加盟商能方便、快捷、低成本进行融资。这种模式符合国家小微金融的相关政策，更能帮助加盟商解决流动资金贷款，且风险可控，同时改变过往由品牌商提供开店贷款和拿货信用的资金支持模式，转变为品牌商负责风险控制、银行承担放贷责任的互助模式，从而减轻公司应收账款的压力，改善企业经营现金流状况，降低公司资金压力和资金风险。据公司介绍，该方案在 2013 年春夏订货会上获得加盟商普遍的认同——这种模式正规安全、放款迅速、纠纷少。

我们也认为这种模式可以有效地帮助下游品牌经销商拓宽融资渠道，及时获得发展所需要的资金及实现风险共担，更加有效地拓展市场、提高销售规模，从而实现公司加盟业务的稳定增长，实现加盟商的做大做强，从而带动公司业绩增长。同时，我们测算，公司的加盟商新开一家 100 平米的门店，初始投资需要 100 万，通过互助基金担保向银行借贷 50%，即贷款 50 万，担保金 5 万，自有资金投入只要 55 万，这样 1 亿的授信额度，至少可以撬动 200 家新增门店，再加上门店的原有自然增长，可以预期 2013 年公司开店速度依旧能保持净增 300 家的规模。

图表 22：互助基金担保模式和原有信用支持模式对比



数据来源：东北证券

4. 盈利预测及投资建议

虽然短期家纺市场面临增速放缓的考验，但是我们看好公司较强产品设计能力、合理的渠道布局以及直营运营优势，能在弱市下保持稳健经营，实现超越行业的表现。同时基于互助基金担保对加盟商开新店的撬动作用，可以预期未来两年公司仍能保持每年 90-100 家直营店和 200-300 家加盟店的扩张速度，以及考虑到公司 2012 年较多的新开店会在未来两年释放业绩，可以预期公司业绩今后仍能保持相对稳健的增长，预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.63 元、2.05 元和 2.58 元，目前股价对应的 PE 为 21 倍、17 倍和 13 倍，具备中长期投资价值，给予“推荐”评级。

图表 23: 利润表预测

利润表 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,453	1,828	2,238	2,767
YOY (%)	36.2%	25.8%	22.5%	23.6%
营业成本	770	965	1,180	1,452
毛利	684	863	1,059	1,315
毛利率 (%)	47.0%	47.2%	47.3%	47.5%
营业税金及附加	13	10	12	15
销售费用	340	431	524	636
管理费用	67	84	96	119
财务费用	-5	-5	-4	0
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	267	343	431	544
加: 营业外收入	6	8	10	12
减: 营业外支出	1	2	2	3
利润总额	272	349	438	553
减: 所得税	65	87	110	138
净利润	207	262	329	415
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	207	262	329	415
总股本	134	161	161	161
EPS (元)	1.55	1.63	2.05	2.58

资料来源: 东北证券, 公司年报

5. 风险提示

- 1、受宏观经济调控，地产市场长期低迷影响家纺产品的乔迁需求
- 2、单店盈利能力提升及渠道拓展不及预期。

3、12 月底的小非解禁风险，尤其是部分内部员工所持股份，由于持股成本较低，存在变现改善生活的内在动力。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760