

证券研究报告

平安纺织品和服装

强烈推荐 (维持)

证券分析师

于旭辉

投资咨询资格编号 A0230511040047
电话 02138632830
邮编 YUXUHUI882@pingan.com.cn

朗姿股份 (002612)

收入增长超预期，高成长依然

■ **事项：**2013年2月26日朗姿股份发布2012年度业绩快报，全年实现营业收入11.17亿元，同比增长33.63%；实现归属上市公司股东净利润2.31亿元，同比增长10.63%；2012年EPS为1.15元，低于我们之前预期1.25元。

平安观点：

■ **收入增长超预期，显示高成长依然**

全年33.6%的收入增长明显超出前三季度26.1%的收入增速，也超出我们此前预期。这意味着第四季度单季实现营收3.35亿元，增长高达55%，为全年最高的一个季度。我们判断这是冬季产品备货充足以及加大促销力度的结果。这一方面说明公司在终端消费放缓背景下依然能够保持较高增长的能力，同时也意味着库存的消化也比较顺利，为2013年的高增长打下基础。我们保守预计2013年收入增速将在25%左右。

■ **费用大增导致利润增速低于预期**

截至2012年底，公司新开133家终端，外延扩张速度在34%左右，保证了收入快速增长的同时，也带了巨大的费用开支，我们预计销售费用同比增长了50%以上。此外，由于取消股权激励计划而一次性摊销管理费用约3840万元，大幅招聘1500余人导致工资及管理费用也大幅增加，我们预计管理费用增幅在60%以上。期间费用的超预期增长导致净利润增速低于预期。我们预计2013年费用将得到有效控制，助推业绩高增长。

■ **核心管理团队改善值得期待**

公司上市后，更加重视职业团队的引进。原雅莹销售总监加盟公司后，将进一步调整和理顺公司业务和管理组织架构，强化集中管理，打造和梳理研发设计、营销渠道、行政及财务管理四大体系。我们认为，组织架构的梳理有助于提升管理水平和运营效率，资源整合效果可能尚需时日，但值得期待。

■ **长期看好多品牌战略，维持“强烈推荐”评级**

坚持我们2013年品牌服装布局高低两端的策略，我们长期看好公司多品牌发展战略，期待组织架构调整后的改善效果。考虑到期间费用增加较多，我们略微下调盈利预测，预计公司2012~2014年EPS分别为1.15、1.60和2.17元（原盈利预测为1.25、1.72和2.20元），2013年和2014年增速分别为39%和25%；对应PE分别为23、17和12倍，目前估值水平仍处在历史和同行业低点，较具安全边际，维持“强烈推荐”评级。

风险因素：消费环境进一步恶化，品牌拓展不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2271	4509	3858	4490	营业收入	836	1117	1425	1843
现金	159	2235	1425	1843	营业成本	335	447	556	700
应收账款	59	78	100	129	营业税金及附加	6	9	11	14
其他应收款	7	9	11	15	营业费用	148	240	299	378
预付账款	152	203	252	318	管理费用	115	193	204	258
存货	269	358	443	559	财务费用	-20	-43	-29	-28
其他流动资产	1626	1626	1627	1627	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	117	117	117	115	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	43	51	55	56	营业利润	247	271	385	521
无形资产	55	55	55	55	营业外收入	1	7	1	1
其他非流动资产	18	11	7	4	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2388	4627	3975	4606	利润总额	247	278	385	521
流动负债	247	2377	1405	1603	所得税	39	47	65	88
短期借款	0	2066	1019	1117	净利润	209	231	320	433
应付账款	41	54	68	85	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	207	257	318	401	归属母公司净利润	209	231	320	433
非流动负债	3	1	1	1	EBITDA	235	235	363	501
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	1.15	1.60	2.17
其他非流动负债	3	1	1	1					
负债合计	250	2378	1406	1604	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	200	200	200	200	成长能力				
资本公积	1620	1620	1620	1620	营业收入	49.6%	33.6%	27.5%	29.3%
留存收益	318	428	748	1182	营业利润	40.4%	9.8%	41.8%	35.5%
归属母公司股东权益	2138	2249	2569	3002	归属于母公司净利润	69.2%	10.6%	38.6%	35.4%
负债和股东权益	2388	4627	3975	4606	获利能力				
					毛利率(%)	60.0%	60.0%	61.0%	62.0%
					净利率(%)	25.0%	20.7%	22.5%	23.5%
					ROE(%)	9.8%	10.3%	12.5%	14.4%
					ROIC(%)	9.8%	9.2%	13.8%	18.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.5%	51.4%	35.4%	34.8%
					净负债比率(%)	0.00%	86.87%	72.49%	69.61%
					流动比率	9.18	1.90	2.75	2.80
					速动比率	8.07	1.74	2.42	2.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.32	0.33	0.43
					应收账款周转率	18	15	15	15
					应付账款周转率	9.44	9.39	9.11	9.16
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.04	1.15	1.60	2.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.48	1.08	1.50
					每股净资产(最新摊薄)	10.69	11.24	12.84	15.01
					估值比率				
					P/E	26.15	23.64	17.05	12.59
					P/B	2.55	2.43	2.12	1.82
					EV/EBITDA	23	23	15	11

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	65	96	216	301
净利润	209	231	320	433
折旧摊销	8	7	8	8
财务费用	-20	-43	-29	-28
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-154	-101	-88	-117
其他经营现金流	22	2	6	4
投资活动现金流	-1696	-9	-9	-9
资本支出	103	6	6	6
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	-1593	-3	-3	-3
筹资活动现金流	1645	1989	-1017	126
短期借款	0	2066	-1046	97
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	1608	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-77	29	28
现金净增加额	14	2076	-810	418

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：

此报告旨在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。客户并不能仅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 2013 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

