

评级：强烈推荐（维持）
纺织服装
公司年报点评
证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-83026590

邮件：lvlihua@fcsc.cn

朗姿股份(002612)：费用企高、存货跌价，影响收利未同步增长

[Table_Contactor]

[Table_TargetPrice]

[Table_MarketData]

交易数据

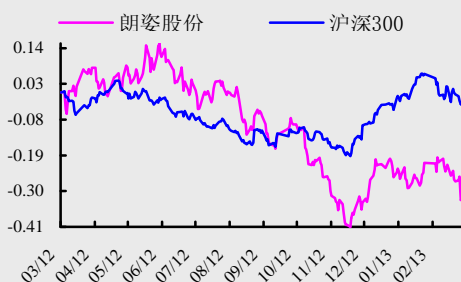
上一日交易日股价（元）	23.66
总市值（百万元）	4,732
流通股本（百万股）	58
流通股比率（%）	29.04

[Table_BalanceData]

资产负债表摘要（12/12）

股东权益（百万元）	2,281
每股净资产（元）	11.40
市净率（倍）	2.07
资产负债率（%）	13.32

[Table_QuotePic]

公司与沪深300指数比较


[Table_Doc]

相关报告
事件：

公司2012年报披露，报告期内，实现营业收入11.2亿元，同比增长33.6%；归属于上市公司股东的净利润2.3亿元，同比增长10.9%；EPS1.16元。扣非后，实现归属于上市公司股东的净利润2.2亿元，同比增长7.2%；EPS1.12元。同时，公布拟向全体股东每10股派发现金股利5.5元（含税）。

点评：

渠道扩张提速，净增速度达66.3%。（1）公司全年净增店铺133家，其中净增自营店106家、经销店27家。截止2012年底，销售终端达521家。（2）按渠道统计，自营店292家、经销店229家，自营店数量首次超过经销店数量。（3）按品牌统计，朗姿、莱茵、卓可、玛丽、第五季（折扣店+OUTLETS店）各250家、101家、68家、28家、74家，其中新品牌玛丽净增67家。

店铺拓展和品牌提升，推动收入增长33.6%。（1）报告期内，公司销售产品共106.5万件，同比增长36.02%，但产品平均售价略下降1.75%，约1049元/件（套）。（2）分渠道看，自营收入同比增长36%，占比58.8%；经销收入同比增长41.2%，收入占比41.2%。（3）分品牌看，朗姿、莱茵、卓可三品牌收入增长分别为26.2%、30.7%、18.3%，收入占比分别为60.1%、16.6%、17.1%，新品牌玛丽实现收入6874.9万元，占比6.2%。（4）分地区看，由于2012年北方冬季来临较早，使得公司秋冬季服装面市时间早、周期长，同时公司备货量大、款式多、价格相对较高，东北和西北地区大幅增长147.4%、108.1%，亦使第4季度收入增速同比上升了29.7个百分点达55.3%。

费用大幅增加和存货跌价，导致净利仅增长10.9%。（1）因店铺拓展和新工厂开业等因素导致人员增加1542人，新增店铺导致装修、商场费用、培训、广告宣传等费用增加，销售费用增长71.8%，销售费用率上胜5.1个百分点至22.7%；终止股权激励计划加速计提费用3141万元计入当期损益，以及研发投入增长33.3%，导致管理费用增长47.5%，管理费用率上升了1.4个百分点至15.2%。（2）存货跌价损失同比增长5.95倍达1810万元，坏账损失同比增长50%，导致资产减值损失同比大增353%。（3）分单季度看，第4季度净利润同比下降61.9%，主要是期权费用计入当季所致。



自营占比上升，拉动毛利率提升 1.14 个百分点。报告期内，综合毛利率 61.1%，呈稳中有升态势，一是，自营毛利率普遍高于经销模式，自营比例提高，拉动毛利率提升；二是，通过 SAP 和 WMS 系统，管理体系逐步精细化，供应链效率提升，增强成本控制能力。

备货增加影响存货周转天数延长 137 天。报告期末，公司存货余额 5.48 亿元，较年初增加 104%，占期末总资产 20.83%，而去年该指标水平为 11.25%；“存货/营业收入”为 51.23%，而去年同期为 32.9%。存货增加的主要原因有：公司基于对未来销售持续增长的预期，对未来 2 季备货有所增加；自营店增加带来的备货需求增加；过季商品占库存商品比例基本稳定，过季商品余额伴随着销售的增长而增长。从存货分类看，库存商品占存货达 87.1%，余额同比增长 108.5%，当期计提跌价准备 2438 万元，而去年为 628 万元；“库存商品/营业收入”达 42.7%，而去年为 27.4%。

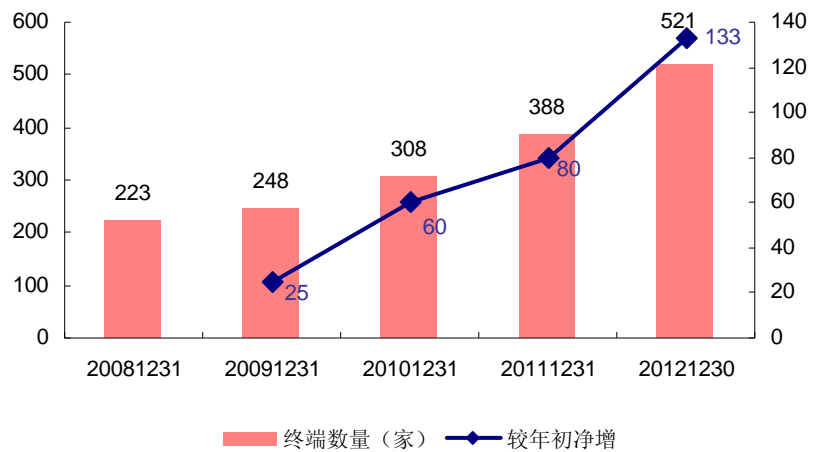
存货及人力成本等上升导致经营活动现金净流量下降 94.9%。由于存货占用了大量资金，同时人员增加导致人力成本增长、税费、商场费用及广告宣传费用支出增加造成经营活动净现金流大幅下降。其中，支付给职工的现金同比增长 87%，占营业收入比达 19.6%，而去年为 13.9%。

盈利预测及投资评级。预测 2013~2014 年 EPS 分别为 1.57 元、1.98 元，当前股价对应下的 2013 年 PE15 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：终端销售持续低迷、费用增加过快、存货管理未达预期。

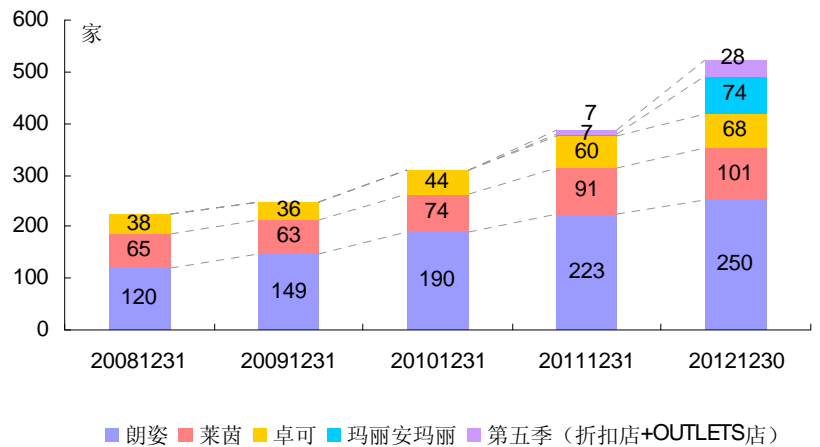


Figure 1 终端店铺数量及净增店数量



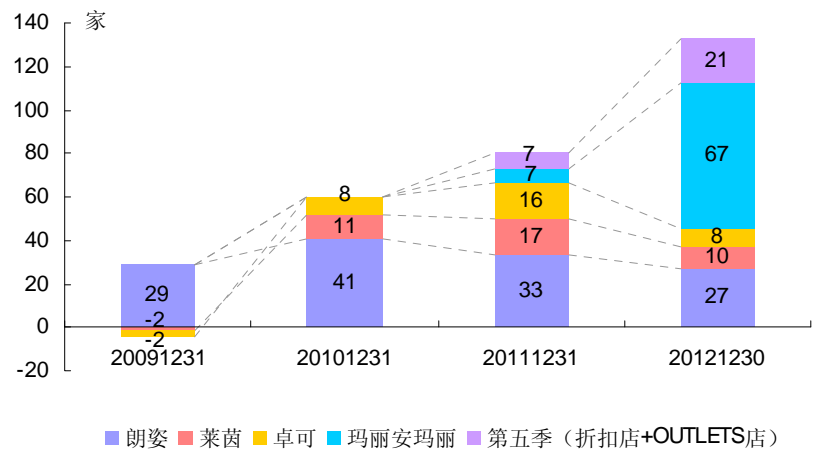
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 2 分品牌店铺数量



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

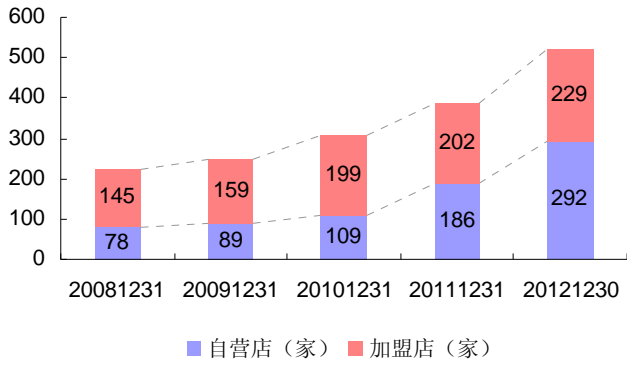
Figure 3 分品牌店铺净增数量



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

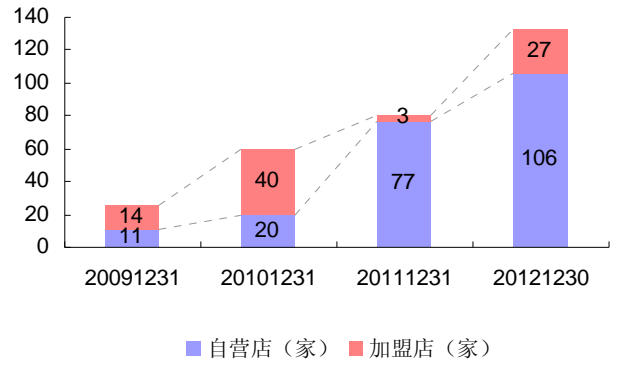


Figure 4 分渠道店铺数量



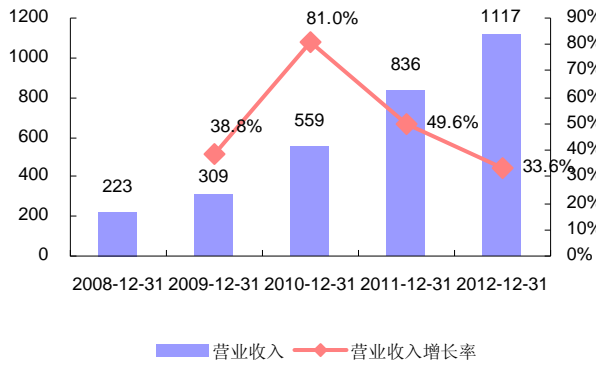
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 5 分渠道店铺净增数量



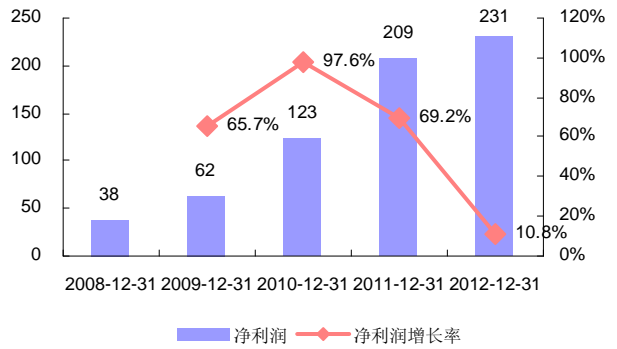
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 6 营业收入及增长率



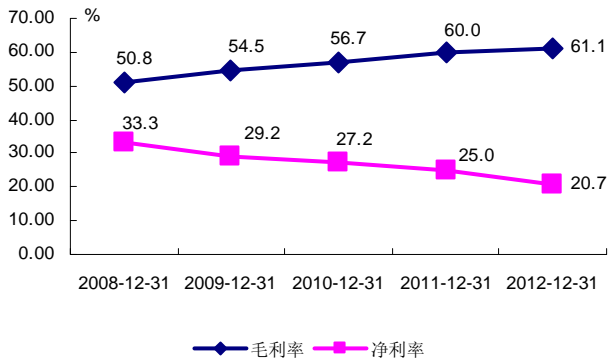
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 7 净利润及增长率



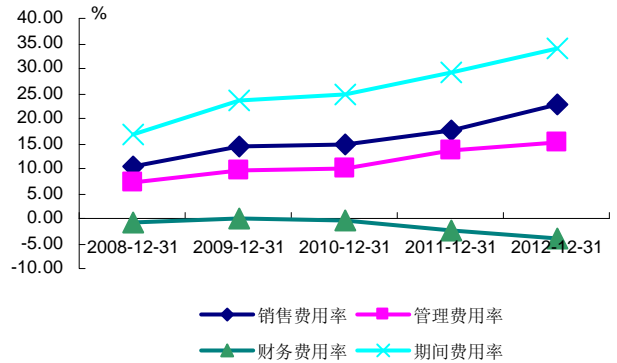
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 8 毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

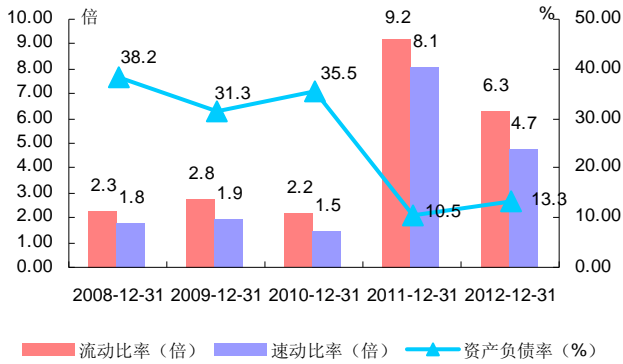
Figure 9 期间费用率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

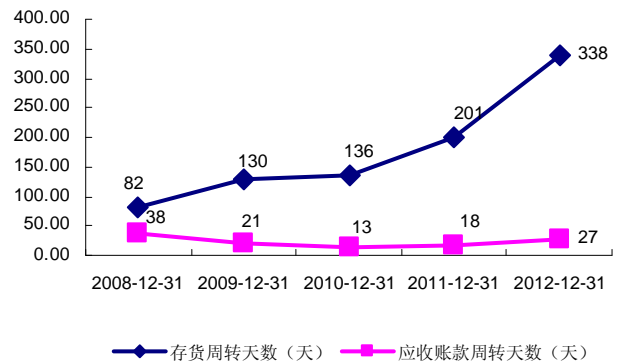


Figure 10 流动比率、速动比率及资产负债率



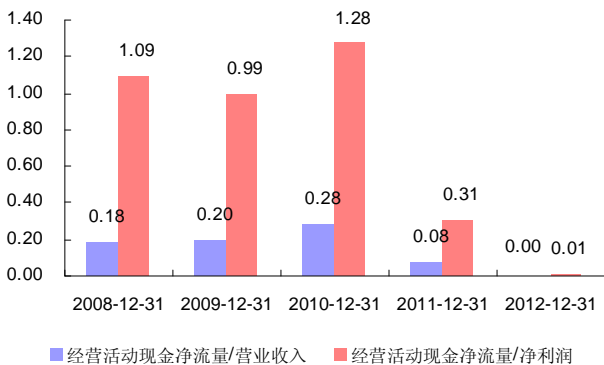
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 11 存货和应收账款周转天数



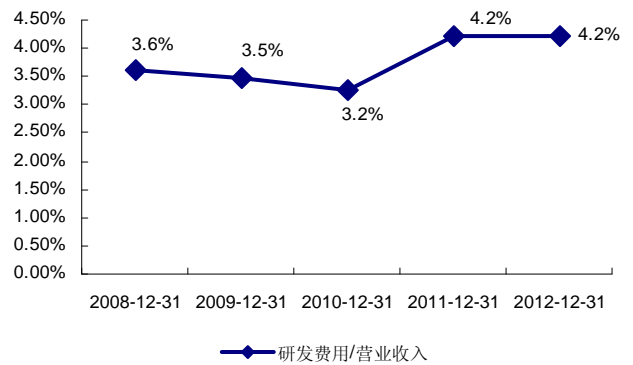
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 12 经营活动现金净流量与收入及净利润比



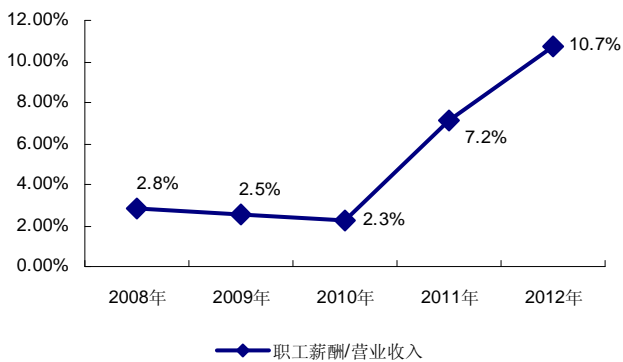
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 13 研发费用与营业收入比



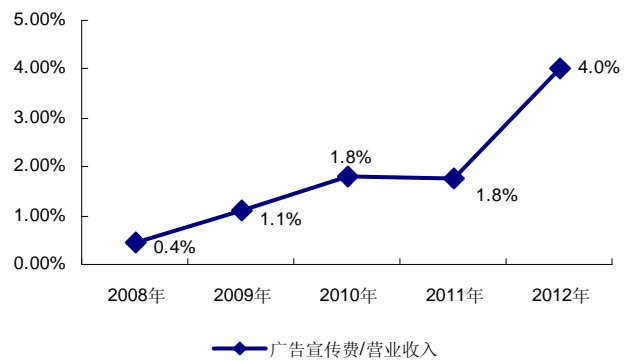
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 14 职工薪酬占营业收入比



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

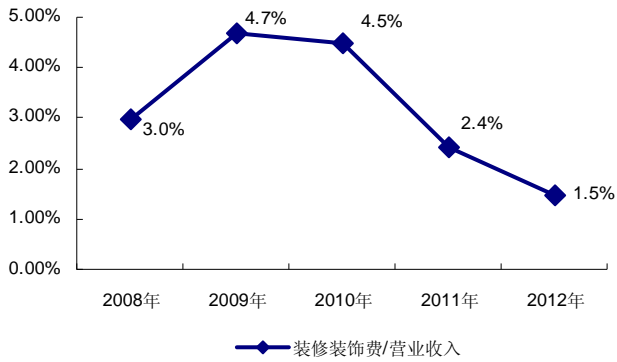
Figure 15 广告宣传费占营业收入比



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

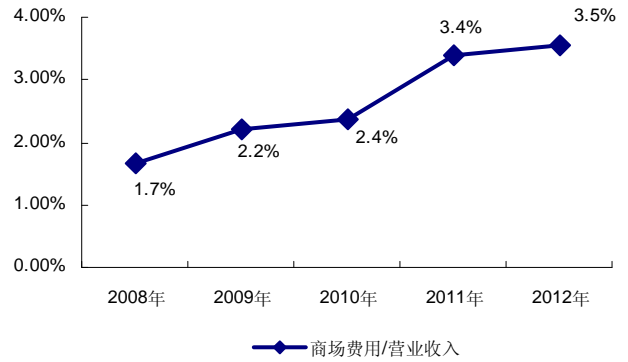


Figure 16 装修装饰费用占营业收入比



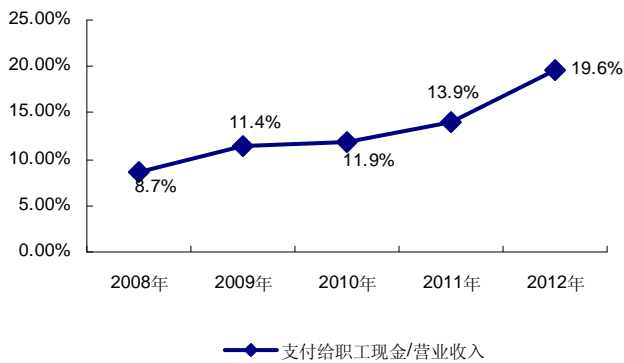
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 17 商场费用占营业收入比



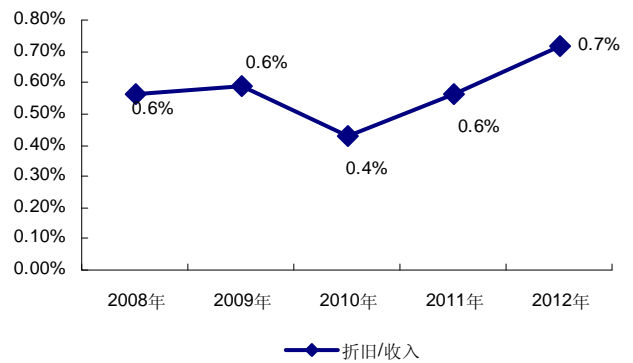
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 18 支付给职工现金与营业收入比



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 19 折旧费用与营业收入比



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 20 单季度财务指标

营业收入单季同比增长率

	1Q	2Q	3Q	4Q
2011年			76.69%	27.59%
2012年	36.31%	14.97%	25.31%	55.28%

净利润单季同比增长率

2011年			132.42%	50.58%
2012年	92.36%	15.39%	28.21%	-61.85%

毛利率

2011年		57.08%	61.81%	60.83%
2012年	60.74%	64.23%	61.55%	58.98%

净利率

2011年		27.74%	27.13%	28.44%
2012年	24.77%	27.84%	27.76%	6.99%

销售费用率

2011年		4.98%	17.48%	18.70%
2012年	20.13%	20.55%	24.22%	25.63%

管理费用率

2011年		18.09%	13.59%	13.29%
-------	--	--------	--------	--------



2012 年	11.63%	15.06%	6.01%	25.17%
财务费用率				
2011 年		-0.63%	-1.54%	-6.99%
2012 年	-3.90%	-4.99%	-4.95%	-2.50%
期间费用率				
2011 年		22.45%	29.53%	25.00%
2012 年	27.86%	30.61%	25.28%	48.30%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2202	2596	3080	3665	营业收入	1117	1448	1801	2224
现金	208	773	1158	1627	营业成本	435	555	685	837
应收账款	106	138	171	212	营业税金及附加	10	14	20	27
其他应收款	11	14	17	21	营业费用	254	290	351	423
预付账款	72	91	113	138	管理费用	170	200	252	316
存货	548	425	524	641	财务费用	-44	-21	-28	-12
其他流动资产	1257	1155	1096	1026	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	430	438	446	454	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	56	54	50	45	营业利润	271	409	521	634
无形资产	61	65	68	72	营业外收入	11	12	12	12
其他非流动资产	312	319	328	338	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2631	3034	3525	4119	利润总额	279	417	529	642
流动负债	351	440	535	647	所得税	47	104	132	161
短期借款	0	0	0	0	净利润	231	313	396	482
应付账款	169	215	266	325	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	182	224	269	322	归属母公司净利润	231	313	396	482
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	241	401	505	634
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.16	1.57	1.98	2.41
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	351	440	535	647	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	200	200	200	200	成长能力				
资本公积	1652	1652	1652	1652	营业收入	33.6%	29.5%	24.4%	23.5%
留存收益	429	742	1138	1620	营业利润	9.7%	51.1%	27.1%	21.9%
归属母公司股东权益	2281	2594	2990	3472	归属于母公司净利润	10.8%	35.4%	26.6%	21.5%
负债和股东权益	2631	3034	3525	4119	获利能力				
					毛利率(%)	61.1%	61.7%	62.0%	62.4%
					净利率(%)	20.7%	21.6%	22.0%	21.7%
					ROE(%)	10.1%	12.1%	13.3%	13.9%
					ROIC(%)	10.6%	19.0%	23.8%	29.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	13.3%	14.5%	15.2%	15.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.28	5.90	5.76	5.67
					速动比率	4.65	4.89	4.73	4.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.51	0.55	0.58
					应收账款周转率	13	11	11	11
					应付账款周转率	4.15	2.89	2.85	2.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	1.57	1.98	2.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	2.77	1.84	2.33
					每股净资产(最新摊薄)	11.40	12.97	14.95	17.36
					估值比率				
					P/E	20.46	15.12	11.94	9.82
					P/B	2.07	1.82	1.58	1.36
					EV/EBITDA	18	11	8	7

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135