

证券研究报告

平安纺织服装

强烈推荐 (维持)

证券分析师

于旭辉

投资咨询资格编号 S1060512010002
电话 021-38632830
邮箱 YUXUHUI882@pingan.com.cn

耿邦昊

投资咨询资格编号 S1000510120052
电话 0755-22625433
邮箱 gengbanghao458@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

朗姿股份 (002612)

收入费用难匹配致业绩低于预期

事项：公司公布了 2013 年业绩快报，全年实现主营业务收入 13.79 亿元，同比增长 23.39%；实现归属上市公司股东的净利润 2.33 亿元，同比增长 0.58%，对应 EPS 为 1.16 元，低于我们 1.29 元的预期。

平安观点：

■ 2013 年第四季度收入增速明显放缓

第四季度单季实现营收 3.75 亿元，同比增长 12%，较前三季度 28% 的增速水平明显放缓，我们认为主要是两方面的原因，一是暖冬天气影响导致销售低于预期，二是公司实行了严格的价格控制，折扣力度较往年为低，此外也有一部分去年同期基数较高的因素。但全年 23.39% 的收入增速水平在整体服装销售不景气的背景下仍显示出公司较高的成长性。我们预计新的管理团队改善效果将在 2014 年有所体现。

■ 费用失控是导致业绩低于预期的重要原因

由于大规模招聘营销团队中高层管理人员，从第三季度开始出现费用失控，费用增速远高于收入增速。我们判断刚性的费用增长继续在第四季度拖累业绩增长，预计费用占比在 40% 左右，高于往年，使得第四季度单季净利润仅 0.21 亿元，同比下滑近 10%，全年不到 1% 的增速水平远低于 23.39% 的收入增长水平。

由于 2013 年第一季度 3.7 亿元的收入与 0.86 亿元的利润基数较高，考虑到费用刚性仍将在 2014 年前两季度有所体现，因此预计公司在 2014 年上半年尤其是第一季度业绩仍难乐观。

■ 看好公司中长期发展，维持“强烈推荐”评级

总体来看，随着管理团队的逐步到位，改善效果将逐渐体现，我们认为未来收入增速仍有提升空间。但销售和管理费用多由于人员的增加，具有一定的刚性，因此我们下调盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 为 1.16、1.52 和 1.93 元（原盈利预测为 1.29、1.61 和 2.06 元），结合当前股价对应 2014 年 PE 为 15 倍，具有一定的安全边际。公司战略得当，管理层改善效果也会逐渐显现，我们更看好公司的中长期发展前景，维持“强烈推荐”评级，但短期业绩难言乐观。

■ 风险提示：消费环境进一步恶化拖累收入增长，费用控制不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2202	2642	3022	3517
现金	208	478	638	854
应收账款	106	131	166	209
其他应收款	11	14	17	22
预付账款	72	87	108	135
存货	548	675	838	1042
其他流动资产	1257	1257	1255	1255
非流动资产	430	168	184	191
长期投资	0	0	0	0
固定资产	56	67	75	73
无形资产	61	61	61	61
其他非流动资产	312	40	48	57
资产总计	2631	2810	3206	3708
流动负债	351	406	499	614
短期借款	0	0	0	0
应付账款	169	206	255	317
其他流动负债	182	200	243	296
非流动负债	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1
负债合计	351	407	500	615
少数股东权益	0	0	0	0
股本	200	200	200	200
资本公积	1652	1652	1652	1652
留存收益	429	551	855	1241
归属母公司股东权益	2281	2403	2707	3093
负债和股东权益	2631	2810	3206	3708

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	3	365	156	214
净利润	231	233	303	386
折旧摊销	14	12	14	15
财务费用	-44	-36	-23	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-240	-125	-145	-182
其他经营现金流	42	281	7	10
投资活动现金流	166	-21	-20	-12
资本支出	265	15	15	6
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	432	-6	-5	-6
筹资活动现金流	-120	-74	23	15
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	31	0	0	0
其他筹资现金流	-151	-74	23	15
现金净增加额	49	270	160	217

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1117	1379	1745	2200
营业成本	435	531	658	818
营业税金及附加	10	15	19	24
营业费用	254	352	440	550
管理费用	170	211	262	330
财务费用	-44	-36	-23	-15
资产减值损失	21	30	30	30
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	271	276	360	462
营业外收入	11	17	17	17
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	279	291	375	477
所得税	47	58	71	91
净利润	231	233	303	386
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	231	233	303	386
EBITDA	241	252	350	462
EPS (元)	1.16	1.16	1.52	1.93

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	33.6	23.4	26.5	26.1
营业利润(%)	9.7	1.8	30.4	28.5
归属于母公司净利润(%)	10.8	0.6	30.4	27.4
获利能力				
毛利率(%)	61.1	61.5	62.3	62.8
净利率(%)	20.7	16.9	17.4	17.6
ROE(%)	10.1	9.7	11.2	12.5
ROIC(%)	10.6	10.0	13.1	16.1
偿债能力				
资产负债率(%)	13.3	14.5	15.6	16.6
净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	6.28	6.51	6.06	5.73
速动比率	4.65	4.79	4.32	3.97
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.51	0.58	0.64
应收账款周转率	13	11	11	11
应付账款周转率	4.15	2.83	2.85	2.86
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.16	1.52	1.93
每股经营现金流	0.02	1.83	0.78	1.07
每股净资产	11.4	12.02	13.53	15.47
估值比率				
P/E	19.48	19.37	14.85	11.66
P/B	1.98	1.87	1.66	1.46
EV/EBITDA	17	16	11	9

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 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

传真：(0755) 8244 9257