

七匹狼 (002029)

增持/ 维持评级

股价: RMB24.7

分析师

汪蓉

+755-82492801 wangrongyjs@lhzq.com

相关研究

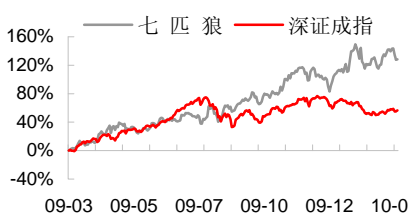
《以谨慎和积极态度应对转型》更新报告, 2010/02/04

《去库存化效果已显现》更新报告, 2009/10/24

基础数据

总股本 (百万股)	283
流通 A 股 (百万股)	283
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	6988

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

股权激励促未来业绩稳健增长

- 公司今日发布股权激励草案, 其中行权条件为第一个行权期内, 2010 年销售收入较 09 年同比增速达到或超过 10%; 基本每股收益较 09 年同比增速达到或超过 30%; 第二个行权期内, 2011 年销售收入和基本每股收益较 2010 年同比增速达到或超过 20%; 第三个行权期内, 2012 年销售收入和基本每股收益较 2011 年同比增速达到或超过 20%。
- 会计处理方面, 公司股权激励的股票来源为向激励对象定向发行, 此方法在行权时不影响损益表, 仅影响资产负债表的“银行存款”、“总股本”和“资本公积-其他资本公积”等科目。
- 在等待期内, 公司将在每个资产负债日充分估计可行权股票期权数量, 按照期权在授权日的公允价值, 计算相关资产成本或者费用, 同时计入“其他资本公积”。
- 我们认为, 与市场对公司业绩的一致预期相比, 此次股权激励草案属于中性方案。从当前公司的品牌影响力和经营管理能力来看, 实现行权条件的难度不大。
- 在上一篇报告中, 我们曾就公司未来业绩增长的主要推动力做了分析: 认为公司未来销售规模的提升主要来自单店销售额的提高, 门店数量的扩张保持在 16%左右增速; 销售毛利率会随着直营占比的增加和供应链管理效率的提高而保持甚至稳步提升; 销售和管理费用下降的可能性较小, 主要考虑到: ERP 投入的成本较高, 以及直营门店增加后相关销售费用也会随之增加。
- 参考公司的股权激励方案, 我们略调整对公司的盈利预测, 其中有关期权费用的测算是基于如下假设: 3月9日即为授权日, 以当日市价测算期权公允价值; 同时假设业绩增长达到行权条件、相关激励对象顺利行权, 未来可能新增的相关费用合计约为 788.8 万元。预计 2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.68 元、0.88 元和 1.07 元, 继续维持推荐评级。

经营预测与估值

	2008A	2009-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1652.7	1456.0	1987.3	2393.8	2922.4
(+/-%)	88.6	27.6	20.2	20.5	22.1
归属母公司净利润(百万元)	153.0	133.0	191.6	250.1	302.2
(+/-%)	72.5	28.7	25	31	21
EPS(元)	0.54	0.47	0.68	0.88	1.07
P/E(倍)	45.7	52.5	36.47	27.94	23.12

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

股权激励方案草案基本内容

公司今日发布股权激励方案草案，具体内容如下：

激励对象：包括已明确激励对象和预留激励对象；其中已明确激励对象为公司董事、其他高层管理人员和公司大区及业务核心部门负责人，合计 22 人。

数量：370 万份（占总股本 2.829 亿股的 1.31%），其中对已明确激励对象授予 340 万份、对预留激励对象预留 30 万份。

行权价格：24.83 元。

股票来源：向激励对象定向发行。

行权条件：第一个行权期内，2010 年销售收入较 09 年同比增速达到或超过 10%；基本每股收益较 09 年同比增速达到或超过 30%；

第二个行权期内，2011 年销售收入和基本每股收益较 2010 年同比增速达到或超过 20%；

第三个行权期内，2012 年销售收入和基本每股收益较 2011 年同比增速达到或超过 20%。

行权时间表：按获授期权总量的 20%、40%和 40%分三期行权：第一个行权期为自授权日起满一年、并在 2010 年年报发布后的第 2 个交易日起至授权日起五年内的最后一个交易日止；第二个行权期为 2011 年年报发布后的第 2 个交易日起至授权日起五年内的最后一个交易日止；第三个行权期为 2012 年年报发布后的第 2 个交易日起至授权日起五年内的最后一个交易日止。

会计处理和期权费用

公司股权激励的股票来源为向激励对象定向发行，此方法在行权时不影响损益表，仅影响资产负债表的“银行存款”、“总股本”和“资本公积-其他资本公积”等科目。

在等待期内，公司将在每个资产负债日充分估计可行权股票期权数量，按照期权在授权日的公允价值，计算相关资产成本或者费用，同时计入“其他资本公积”。

业绩影响及盈利预测

由于授权日尚未确定，因此暂无法准确估算未来可能产生的期权费用。我们假设 3 月 9 日即为授权日，以当日市价测算期权公允价值；同时假设业绩增长达到行权条件、相关激励对象顺利行权，未来可能新增的相关费用约为 788.8 万元，每年预计摊销的管理费用如下表：

表 1 未来预计摊销的管理费用测算表

2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	total
310.93	303.39	147.50	26.97	788.80

资料来源：华泰联合证券研究所整理

我们认为公司股权激励方案的行权条件表明了其未来追求业绩稳健增长的意图，从当前公司的品牌影响力和经营管理能力来看，实现行权条件的难度不大。

我们在上一篇报告中已经就公司未来业绩增长的主要推动力做了分析：认为公司未来销售规模的提升主要来自单店销售额的提高，门店数量的扩张保持在 16%左右增速；销售毛利率会随着直营占比的增加和供应链管理效率的提高而稳步提升；销售和管理费用下降的可能性较小，主要考虑到：ERP 投入的成本较高，以及直营门店增加后相关销售费用也会随之增加。

基于上述分析，同时考虑期权费用的增加，我们略调整公司盈利预测为：2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.68 元、0.88 元和 1.07 元，继续维持推荐评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1248	1295	1623	2299	营业收入	1653	1987	2394	2922
现金	598	461	669	1127	营业成本	1092	1233	1457	1781
应收账款	111	132	159	194	营业税金及附加	9	14	17	20
其他应收款	36	18	22	26	营业费用	242	312	371	459
预付账款	78	123	146	178	管理费用	104	142	171	208
存货	404	524	593	736	财务费用	-15	-12	-13	-20
其他流动资产	21	37	35	38	资产减值损失	15	45	45	45
非流动资产	518	705	817	909	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	3	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	122	184	243	279	营业利润	206	254	346	430
无形资产	19	23	27	31	营业外收入	2	9	6	6
其他非流动资产	374	495	548	600	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	1766	2000	2441	3208	利润总额	202	259	347	432
流动负债	522	577	747	1186	所得税	38	52	76	104
短期借款	0	0	0	0	净利润	164	207	271	328
应付账款	162	123	169	197	少数股东损益	11	16	21	26
其他流动负债	359	453	577	989	归属母公司净利润	153	192	250	302
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	262	250	344	424
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.68	0.88	1.07
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	522	577	747	1186	主要财务比率				
少数股东权益	48	63	84	110		2008	2009E	2010E	2011E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	558	558	558	558	营业收入	88.6%	20.2%	20.5%	22.1%
留存收益	355	518	769	1071	营业利润	68.2%	23.4%	36.1%	24.3%
归属母公司股东权益	1197	1360	1610	1912	归属于母公司净利润	72.5%	25.2%	30.5%	20.8%
负债和股东权益	1766	2000	2441	3208	获利能力				
					毛利率(%)	33.9%	38.0%	39.1%	39.1%
现金流量表					净利率(%)	9.3%	9.6%	10.4%	10.3%
					ROE(%)	12.8%	14.1%	15.5%	15.8%
					ROIC(%)	31.3%	24.7%	28.8%	37.7%
经营活动现金流	174	30	264	491	偿债能力				
净利润	164	207	271	328	资产负债率(%)	29.5%	28.8%	30.6%	37.0%
折旧摊销	72	8	11	14	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-15	-12	-13	-20	流动比率	2.39	2.25	2.17	1.94
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.62	1.34	1.38	1.32
营运资金变动	-69	-175	-6	166	营运能力				
其他经营现金流	23	2	1	3	总资产周转率	1.03	1.06	1.08	1.03
投资活动现金流	-283	-151	-68	-54	应收账款周转率	20	16	16	16
资本支出	284	70	70	50	应付账款周转率	9.97	8.63	9.96	9.71
长期投资	0	78	-3	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	2	-3	-0	-4	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.68	0.88	1.07
筹资活动现金流	-13	-16	13	20	每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.11	0.93	1.74
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.23	4.81	5.69	6.76
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	94	0	0	0	P/E	45.67	36.47	27.94	23.12
资本公积增加	-89	0	0	0	P/B	5.84	5.14	4.34	3.65
其他筹资现金流	-18	-16	13	20	EV/EBITDA	24	25	18	15
现金净增加额	-121	-137	209	457					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com