

服装III

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

七匹狼

002029

推荐

整合渠道为今后发展添后劲

公司前三季度实现总收入15.78亿元,同比增长8.37%;实现净利润1.83亿元,同比增长了35.9%。虽然公司渠道整合暂时影响收入的增长,但是公司产品在国内市场上具有较强的竞争力,渠道整合能够提高公司的发展后劲,而且未来几年内销市场将继续保持增长,未来公司增长仍可以得到保证。我们继续给予公司“推荐”投资评级。

投资要点:

6-12个月目标价: 39.00元

当前股价: 32.52元

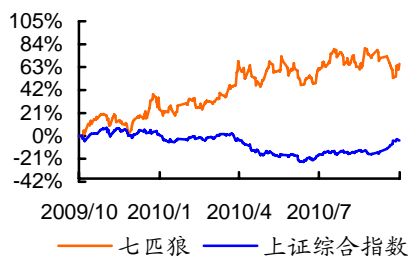
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2975.04
总股本(百万)	283
流通股本(百万)	283
流通市值(亿)	92
EPS(10年)	0.97
每股净资产(元)	5.06
资产负债率	31.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
七匹狼	0.00	2.59	-0.85
上证综合指数	0.00	16.10	-0.81



相关报告

- 《七匹狼-服装业务和其他部分业务增长使得公司业绩大增》2010-4-18
- 《七匹狼-公司经营情况基本符合预期》2009-10-25
- 《七匹狼-品牌、渠道可保证公司未来增长》2009-8-20

- 公司前三季度服装业务收入增长基本符合预期。公司前三季度实现销售收入15.78亿元,同比增长8.37%。由于公司09年同期产生较大的其他业务收入(商标使用费、渠道特许经营费和道具等让售,09年全年产生其他业务收入1.79亿元),扣除其他业务收入,在渠道整合数量没有扩张甚至下降的情况下,公司服装业务收入保持在20%的增长水平,基本符合预期。
- 毛利率增加和销售费用率的降低使公司利润总额增长超收入,实际所得税率的降低又使得净利润增长超过利润总额增长。公司前三季度产品平均毛利率为40.96%,同比增加2个百分点。产品毛利率的增加主要得益于公司产品结构的调整(新产品比例提高),未来毛利率将继续保持较高的水平。另外由于渠道整合优化,公司的销售费用率(销售费用/收入)下降明显,前三季度销售费用率为13.56%,同比下降2.69个百分点。毛利率的提高和销售费用率的下降,使得公司前三季度实现利润总额2.38亿元,同比增长26.65%,增长幅度超过收入的增长。前三季度公司所得税率降低(同比下降0.87个百分点),实现净利润1.83亿元,同比增长35.9%,增长超过利润总额增长。
- 未来几年国内品牌服装市场仍继续保持良好的增长,公司休闲服品牌在国内具有较大的优势,未来继续保持增长。国内品牌服装未来几年在居民消费升级的环境下将继续保持增长。公司茄克衫连续九年市场综合占有率第一,另外T恤也连续多年市场综合占有率排名前十位,在休闲服领域公司具有较大的品牌优势。公司在已有“红狼”、“绿狼”系列休闲服的基础上,推出针对青年人的“蓝狼”系列,目前销售情况良好。这些服装品牌优势将在未来继续保证公司的增长。
- 公司推进销售渠道的升级和整合,为未来发展增添后劲。为了细化渠道管理,公司设立六个大区,负责对当地区域的管控和直营体系的拓展。2010年在稳步推进经销体系渠道的升级和整合,加快推进直营体系建设,并初步构建整合标准化的直营体系管理模式,便于后续的有效复制和推广。公司的渠道整合为公司未来发展增添后劲。
- 继续给予公司“推荐”的投资评级。我们预测公司10-12年EPS为0.97、1.29、1.68元,未来6-12月的目标价格可达39.00元,继续给予公司“推荐”评级。

风险提示:

- 公司市场扩张和品牌推广的成功与否将影响公司未来的可持续发展。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1987	2134	2526	2989
同比(%)	20%	7%	18%	18%
归属母公司净利润(百万元)	204	274	364	474
同比(%)	33%	34%	33%	30%
毛利率(%)	38.3%	38.7%	40.2%	42.1%
ROE(%)	14.9%	17.2%	18.6%	19.5%
每股收益(元)	0.72	0.97	1.29	1.68
P/E	45.12	33.58	25.30	19.40
P/B	6.70	5.79	4.71	3.79
EV/EBITDA	23	25	19	14

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1385	1992	2385	2905	营业收入	1987	2134	2526	2989
现金	575	1164	1402	1772	营业成本	1225	1308	1509	1731
应收账款	245	202	263	302	营业税金及附加	18	19	22	26
其它应收款	22	31	34	41	营业费用	303	325	385	455
预付账款	147	136	165	186	管理费用	146	157	186	220
存货	302	412	459	533	财务费用	-13	-27	-42	-53
其他	93	48	62	71	资产减值损失	52	0	0	0
非流动资产	699	302	392	483	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	87	81	72	64	营业利润	258	353	466	609
无形资产	22	22	22	22	营业外收入	6	0	0	0
其他	587	197	296	395	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	2084	2294	2778	3388	利润总额	259	353	466	609
流动负债	652	626	722	826	所得税	42	61	79	103
短期借款	50	0	0	0	净利润	217	293	388	506
应付账款	193	202	235	269	少数股东损益	13	19	24	32
其他	409	423	487	558	归属母公司净利润	204	274	364	474
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	365	335	433	566
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.97	1.29	1.68
其他	0	0	0	0					
负债合计	652	626	722	826	主要财务比率				
少数股东权益	60	79	103	135	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	558	558	558	558	营业收入	20.2%	7.4%	18.3%	18.3%
留存收益	531	748	1112	1586	营业利润	25.4%	36.8%	32.1%	30.7%
归属母公司股东权益	1372	1590	1953	2427	归属于母公司净利润	33.3%	34.4%	32.7%	30.5%
负债和股东权益	2084	2294	2778	3388	获利能力				
					毛利率	38.3%	38.7%	40.2%	42.1%
					净利率	10.3%	12.8%	14.4%	15.9%
					ROE	14.9%	17.2%	18.6%	19.5%
					ROIC	77.8%	96.8%	109.9	132.0%
					偿债能力				
					资产负债率	31.3%	27.3%	26.0%	24.4%
					净负债比率	7.67%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.12	3.18	3.30	3.52
					速动比率	1.59	2.53	2.67	2.87
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	0.98	1.00	0.97
					应收账款周转率	11	9	10	10
					应付账款周转率	6.90	6.62	6.91	6.88
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.97	1.29	1.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.01	1.05	1.48
					每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.62	6.90	8.58
					估值比率				
					P/E	45.12	33.58	25.30	19.40
					P/B	6.70	5.79	4.71	3.79
					EV/EBITDA	23	25	19	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434