

七匹狼 (002029.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

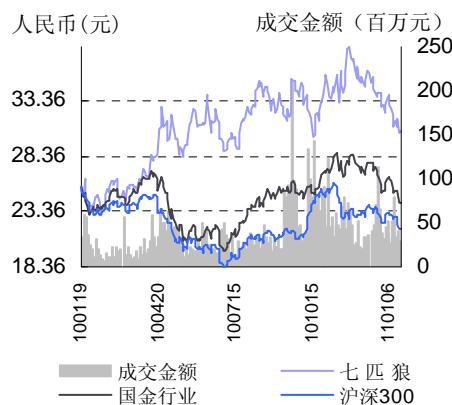
公司研究

市价(人民币): 30.67元
目标(人民币): 38.25-42.07元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	282.89
总市值(百万元)	8,676.54
年内股价最高最低(元)	38.22/23.22
沪深300指数	2977.65
中小板指数	6754.90



相关报告

1. 《七匹狼三季报点评》, 2010.10.25
2. 《业绩符合预期》, 2010.8.17
3. 《产品不合格缘于当前质量标准应用于过去产品》, 2010.7.29

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

沧海横流该显英雄本色

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.541	0.721	0.958	1.273	1.659
每股净资产(元)	4.23	4.85	5.61	6.68	8.14
每股经营性现金流(元)	0.62	1.06	0.83	1.04	1.26
市盈率(倍)	19.45	32.20	33.95	24.35	19.60
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	72.50%	33.27%	32.88%	32.94%	30.33%
净资产收益率(%)	12.79%	14.86%	17.08%	19.06%	20.38%
总股本(百万股)	282.90	282.90	282.90	282.90	282.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **近期股价调整, 凸显投资价值:** 10年4季度以来, 纺织服装零售板块调整, 主要原因是: 1、冬天姗姗来迟, 使得冬装销售增长难以超预期, 而09年同期冬装旺销; 2、板块整体估值超过30倍; 3、原料价格暴涨使得产品涨价, 市场可能担心影响消费者购买意愿。板块调整背景下, 公司股价也有所调整, 较最高价调整幅度超过20%。作为中国休闲男装的龙头企业, 我们始终看好公司的经营能力和发展前景, 目前11年动态市盈率不足25倍, 对应的是每年约30%的业绩增长, 已经凸显投资价值;
- **11年公司的投资策略在于寻找合适的介入时机:** 对于公司这样的优秀品牌服装企业, 我们一直建议采取买入并持有的投资策略, 以时间换空间。经过09年和10年两年股价的大幅飙升, 我们认为11年在业绩增长可靠性高的情况下, 股价波动幅度可能与业绩增长同步, 我们需要的是一个较好的介入时机、更高的安全边际。经过20%的调整, 时机已经到来;
- **未来发展更值得期待:** 09年以来, 租金、生产成本和劳动力成本飙升, 市场竞争加剧, 以往纺织服装零售企业那种单纯依靠代理商或者直营体系开店的发展模式需要调整。近期, 我们和公司以及省代进行沟通, 公司秉承一贯的谨慎经营、积极应对的经营思路, 公司开始对经营策略进行适当调整: 1、加大对代理和加盟商扶持力度, 通过直接和加盟商联系以及增加授信额度来扶持, 促进多开店; 2、开始精细化经营, 加强商品企划能力, 了解终端市场需求, 指导订货, 以提高坪效。在当前成本上升、市场快速发展的情况下, 我们赞同上述经营举措的实施, 这些措施将保证公司未来业绩以30%速度持续快速增长。

投资建议

- 我们基本维持未来30%的业绩增长预期不变;
- 由于安全边际高, 我们建议立即买入, 采取买入并持有策略。未来, 春节期间市场的旺销和3/4月订货会预期20%的增长将是股价催化剂。

估值

- 我们给予公司38.25-42.07元目标价位, 相当于30x11PE-33x11PE。

风险

- 市场整体估值水平下移风险;
- 成本继续飙升导致产品涨价, 可能在短期内影响消费者购买意愿。

图表1: 公司盈利预测

项 目	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入												
销售收入(百万元)	194.86	483.82	333.25	869.05	832.38	1,625.3	820.0	1,808.6	2,079.9	2,599.9	3,249.8	4,062.3
增长率(YOY)			70.09%	82.68%	159.1%	87.02%	4.14%	11.28%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	37.02%	32.25%	34.59%	35.68%	32.89%	34.24%	37.44%	38.19%	40.00%	40.00%	40.00%	40.50%
销售成本(百万元)	122.73	327.79	217.99	558.99	558.62	1,068.8	513.0	1,117.9	1,247.9	1,559.9	1,949.9	2,417.07
增长率(YOY)			75.61%	73.02%	163.6%	91.21%	-2.94%	4.59%	16.76%	25.00%	25.00%	23.96%
毛利(百万元)	72.13	156.03	115.27	310.07	273.76	556.51	307.02	690.71	831.96	1,039.95	1,299.9	1,645.23
增长率(YOY)			60.71%	103.0%	152.7%	79.48%	16.96%	24.11%	49.50%	25.00%	25.00%	26.56%
占总销售额比重	99.1%	99.1%	99.3%	99.2%	98.5%	98.3%	93.2%	91.0%	92.9%	93.9%	94.8%	95.53%
占主营业务利润比重	98.5%	98.1%	99.1%	99.9%	99.4%	99.2%	91.0%	90.6%	94.5%	95.3%	96.0%	96.65%
其它收入												
销售收入(百万元)	1.74	4.41	2.49	7.42	12.37	27.37	59.70	178.61	160.00	170.00	180.00	190.00
增长率(YOY)			43.5%	68.4%	396.4%	268.7%	382.8%	552.6%	-10.42%	6.25%	5.88%	5.56%
毛利率	64.46%	70.02%	41.03%	4.59%	13.68%	16.64%	51.07%	39.93%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	0.62	1.32	1.469	7.08	10.67	22.82	29.2	107.3	112.00	119.00	126.00	133.00
增长率(YOY)			195.7%	59.45%	626.62%	222.17%	173.66%	370.23%	4.39%	6.25%	5.88%	5.56%
毛利(百万元)	1.12	3.09	1.02	0.34	1.69	4.55	30.5	71.3	48.00	51.00	54.00	57.00
增长率(YOY)			-0.58%	-46.39%	65.56%	1235.5%	1701.9%	1466.1%	-32.70%	6.25%	5.88%	5.56%
占总销售额比重	0.88%	0.90%	0.74%	0.85%	1.46%	1.66%	6.79%	8.99%	7.14%	6.14%	5.25%	4.47%
占主营业务利润比重	1.53%	1.94%	0.88%	0.11%	0.61%	0.81%	9.03%	9.36%	5.45%	4.67%	3.99%	3.35%
0.596026												
销售总收入(百万元)	196.6	488.2	335.7	876.5	844.7	1652.7	879.7	1987.2	2239.9	2769.9	3429.8	4252.3
销售总成本(百万元)	123.3	329.1	219.5	566.1	569.3	1091.6	542.2	1225.2	1359.9	1678.9	2075.9	2550.1
毛利(百万元)	73.25	159.12	116.29	310.41	275.45	561.06	337.51	762.03	879.96	1090.95	1353.94	1702.23
平均毛利率	37.26%	32.59%	34.64%	35.42%	32.61%	33.95%	38.37%	38.35%	39.29%	39.39%	39.48%	40.03%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)							
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	876	1,653	1,987	2,240	2,770	3,430	4,252	货币资金	709	598	575	528	716	966	1,206
增长率		88.6%	20.2%	12.7%	23.7%	23.8%	24.0%	应收款项	55	165	324	362	448	555	688
主营业务成本	-566	-1,092	-1,225	-1,360	-1,679	-2,076	-2,550	存货	304	404	302	425	527	655	817
%销售收入	64.6%	66.1%	61.7%	60.7%	60.6%	60.5%	60.0%	其他流动资产	111	81	184	165	203	251	308
毛利	310	561	762	880	1,091	1,354	1,702	流动资产	1,179	1,248	1,385	1,480	1,894	2,428	3,020
%销售收入	35.4%	33.9%	38.3%	39.3%	39.4%	39.5%	40.0%	%总资产	81.0%	70.6%	66.5%	62.5%	66.9%	71.1%	71.8%
营业税金及附加	-3	-9	-18	-22	-28	-34	-43	长期投资	69	245	528	771	821	872	1,077
%销售收入	0.4%	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	144	122	92	94	94	92	90
营业费用	-127	-242	-303	-325	-402	-487	-595	%总资产	9.9%	6.9%	4.4%	4.0%	3.3%	2.7%	2.1%
%销售收入	14.5%	14.7%	15.2%	14.5%	14.5%	14.2%	14.0%	无形资产	57	133	36	21	20	19	16
管理费用	-55	-104	-146	-168	-208	-250	-310	非流动资产	277	518	699	888	937	985	1,185
%销售收入	6.3%	6.3%	7.3%	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%	%总资产	19.0%	29.4%	33.5%	37.5%	33.1%	28.9%	28.2%
息税前利润 (EBIT)	125	205	296	365	454	582	754	资产总计	1,455	1,766	2,084	2,368	2,831	3,413	4,205
%销售收入	14.3%	12.4%	14.9%	16.3%	16.4%	17.0%	17.7%	短期借款	0	0	50	0	0	0	0
财务费用	1	15	13	6	4	8	9	应付款项	366	491	548	595	735	880	1,086
%销售收入	-0.1%	-0.9%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	17	31	54	117	132	150	152
资产减值损失	-2	-15	-52	-36	-4	-4	4	流动负债	383	522	652	712	867	1,030	1,238
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1	3
投资收益	-1	0	1	5	5	5	5	其他长期负债	0	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	0.3%	1.4%	1.1%	0.8%	0.6%	负债	383	522	652	712	867	1,031	1,241
营业利润	122	206	258	340	459	591	772	普通股股东权益	1,038	1,197	1,372	1,587	1,891	2,304	2,881
营业利润率	14.0%	12.5%	13.0%	15.2%	16.6%	17.2%	18.2%	少数股东权益	35	48	60	64	68	73	78
营业外收支	1	-3	1	10	6	6	6	负债股东权益合计	1,455	1,766	2,084	2,368	2,831	3,413	4,205
税前利润	123	202	259	350	465	597	778	比率分析							
利润率	14.1%	12.3%	13.1%	15.6%	16.8%	17.4%	18.3%								
所得税	-22	-38	-42	-75	-100	-122	-160								
所得税率	18.0%	18.9%	16.3%	21.5%	21.5%	20.5%	20.5%	每股指标							
净利润	101	164	217	275	365	474	619	每股收益	0.470	0.541	0.721	0.960	1.275	1.661	2.169
少数股东损益	13	11	13	4	5	5	5	每股净资产	5.503	4.230	4.850	5.610	6.685	8.146	10.185
归属于母公司的净利润	89	153	204	271	361	470	614	每股经营现金净流	1.100	0.615	1.064	0.827	1.037	1.260	1.762
净利率	10.1%	9.3%	10.3%	12.1%	13.0%	13.7%	14.4%	每股股利	0.000	0.100	0.200	0.200	0.200	0.200	0.130
现金流量表 (人民币百万元)								回报率							
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	净资产收益率	8.55%	12.79%	14.86%	17.10%	19.07%	20.39%	21.30%
净利润	0	164	217	275	365	474	619	总资产收益率	6.09%	8.66%	9.78%	11.49%	12.76%	13.79%	14.61%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	9.58%	13.38%	16.72%	17.35%	18.19%	19.46%	20.24%
非现金支出	0	86	168	46	15	16	11	增长率							
非经营收益	0	-11	-22	29	-11	-11	-11	主营业务收入增长率	81.16%	88.56%	20.24%	12.72%	23.66%	23.83%	23.98%
营运资金变动	0	-65	-63	-116	-76	-123	-120	EBIT增长率	74.73%	63.81%	44.22%	23.26%	24.42%	28.28%	29.50%
经营活动现金净流	0	174	301	234	293	357	498	净利润增长率	72.07%	72.50%	33.27%	33.13%	32.88%	30.29%	30.58%
资本开支	-118	-283	-157	12	-3	-4	-4	总资产增长率	144.05%	21.33%	18.02%	13.61%	19.56%	20.57%	23.20%
投资	-4	0	-186	-247	-51	-51	-205	资产管理能力							
其他	0	0	0	5	5	5	5	应收账款周转天数	18.5	24.6	45.1	45.0	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-122	-283	-343	-230	-49	-50	-204	存货周转天数	195.8	135.0	89.9	120.0	120.0	120.0	120.0
股权募资	595	2	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	36.4	54.3	57.4	55.0	55.0	50.0	50.0
债权募资	-46	0	0	-50	0	1	2	固定资产周转天数	59.0	27.0	16.0	14.4	11.6	9.2	7.2
其他	-15	-14	21	-2	-57	-57	-57	偿债能力							
筹资活动现金净流	534	-13	21	-52	-57	-56	-55	净负债/股东权益	-66.09%	-48.05%	-36.67%	-31.97%	-36.52%	-40.62%	-40.66%
现金净流量	412	-121	-21	-48	188	251	240	EBIT利息保障倍数	-161.8	-13.6	-21.9	-57.5	-110.2	-76.4	-85.1
								资产负债率	26.31%	29.54%	31.28%	30.14%	30.67%	30.25%	29.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	12	21
买入	0	0	0	5	18
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.23	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-28	买入	14.01	16.60 ~ 19.10
2 2009-08-21	买入	17.08	N/A
3 2010-07-29	买入	32.22	N/A
4 2010-08-17	买入	34.53	N/A
5 2010-10-25	买入	33.30	N/A

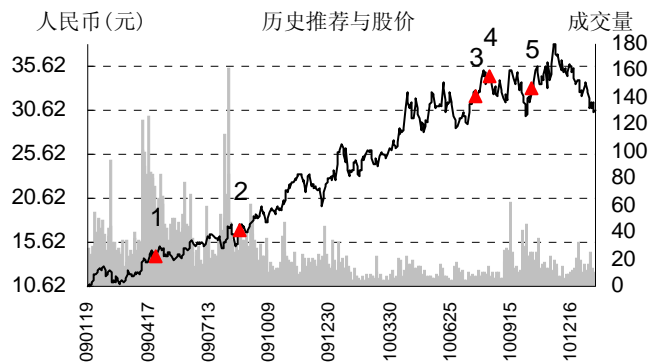
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室