

服装 III

孔军

021-62178407

kongjun@cjis.cn

七匹狼

002029

推荐

品牌、渠道可保证公司未来增长

公司上半年实现营业收入87970.53 万元，较上年同期增长4.14%；营业利润12036.21万元，较上年同期增长3.67%；净利润9448.00 万元，较上年同期增长10.76%。09年公司虽受困于国内消费市场的不景气和经销商的库存、现金压力，但是公司依靠品牌优势和渠道资源，仍可实现增长。公司未来还是具有较大的增长潜力，我们继续给予公司“推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价： 19.00 元

当前股价： 16.23 元

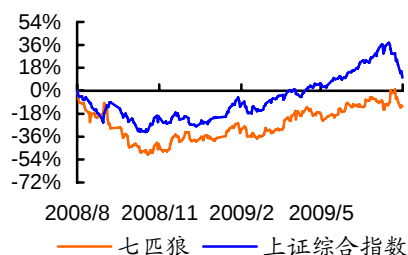
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2911.58
总股本(百万)	283
流通股本(百万)	283
流通市值(亿)	46
EPS (09 年)	0.63
每股净资产 (元)	4.40
资产负债率	29.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
七匹狼	-0.74	15.4	32.9
上证综合指数	-10.9	9.8	28.75



相关报告

《七匹狼-“整合渠道、积蓄能量”是公司09 年主基调》2009-4-22

《七匹狼-练好内功、来年发力》2009-4-16

《七匹狼-公司 08 年依靠外延扩张获得增长》2009-4-6

投资要点:

- **公司上半年依靠渠道数量实现同比增长。**公司上半年实现收入 87970.53 万元，较上年同期增长 4.14%。收入增长的主要原因是由于公司 08 年渠道数量增长了 28.64%（大部分增加的渠道 08 年上半年没有业绩），渠道增加给公司销售带来了增长。公司上半年产品平均毛利率为 38.37%，同比增长增长 4.44 个百分点，这主要其他业务毛利率比上年同期增加了 37.38 个百分点（收取了较多商标许可使用费），公司主营业务毛利率未产生较大的变动，反而销售费用和管理费用得增加使得公司营业利润 12036.21 万元，较上年同期增长 3.67%。另外营业外支出的同期减少使得公司实现净利润 9448.00 万元，较上年同期增长 10.76%。
- **公司休闲服品牌在国内具有较大的优势，经销商“去库存化”对公司 09 年销售影响有限。**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。我们认为公司产品具有品牌优势，通过打折促销，可以消化大量的存货，对 09 年 9 月份订货会的影响有限。09 年公司在已有“红狼”、“绿狼”系列休闲服的基础上，推出针对青年人的“蓝狼”系列休闲服，“蓝狼”一季度已经销售了 8000 万元，预计 09 年“蓝狼”的销售有望达到 2 亿。
- **公司将继续拓展渠道：增加生活馆、旗舰店数量，设立营销管理中心加强管理。**公司上半年直营体系发展迅速，截至 6 月 30 日，公司拥有直营（联营）店（柜）180 家，比 2008 年底增加 82 家。另外截至上半年，公司拥有专卖店（厅柜）数量为 2957 家，比 08 年底净增加 188 家。其中，生活馆 28 家，比 08 年底增加 6 家，旗舰店 282 家，比 08 年底净增加 48 家。公司组建了华东、华南、华北、华中、西南、西北六大营销管理中心，增强公司对于渠道的把控和管理能力。
- **公司采取的积极措施，将帮助经销商渡过难关。**目前公司渠道终端仍面临着库存及资金压力，公司上半年已经采取一系列措施，帮助经销商消化库存，回笼现金。相信公司未来对经销商的扶持政策将会继续帮助经销商渡过难关。
- **继续给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司 09-10 年 EPS 为 0.63、0.90、1.35 元，未来 6-12 月的目标价格可达 19.00 元，继续给予“推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1653	1881	2753	3579
同比(%)	89%	14%	46%	30%
归属母公司净利润(百万元)	153	178	255	381
同比(%)	72%	17%	43%	50%
毛利率(%)	33.9%	36.0%	36.0%	38.1%
ROE(%)	12.8%	13.3%	15.9%	19.2%
每股收益(元)	0.54	0.63	0.90	1.35
P/E	30.01	25.73	18.04	12.05
P/B	3.84	3.41	2.87	2.32
EV/EBITDA	14	16	11	7

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1248	1451	1773	2193	营业收入	1653	1881	2753	3579
现金	598	635	623	713	营业成本	1092	1204	1762	2217
应收账款	111	179	236	318	营业税金及附加	9	11	16	20
其它应收款	36	35	54	69	营业费用	242	320	468	608
预付账款	78	135	174	229	管理费用	104	126	184	240
存货	404	454	665	836	财务费用	-15	-24	-24	-27
其他	21	13	23	28	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	518	543	719	886	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	0	0	0	0
固定资产	122	227	303	370	营业利润	206	245	347	520
无形资产	19	19	19	19	营业外收入	2	0	0	0
其他	374	294	394	494	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	1766	1994	2492	3079	利润总额	202	245	347	520
流动负债	522	582	803	973	所得税	38	49	69	104
短期借款	0	42	22	0	净利润	164	196	277	416
应付账款	162	159	243	302	少数股东损益	11	17	23	35
其他	359	380	537	672	归属母公司净利润	153	178	255	381
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	262	236	347	526
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.63	0.90	1.35
其他	0	0	0	0					
负债合计	522	582	803	973	主要财务比率				
少数股东权益	48	65	88	123	会计年度	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%	13.8%	46.4%	30.0%
留存收益	355	505	760	1141	营业利润	68.2%	18.9%	41.6%	50.1%
归属母公司股东权益	1197	1347	1601	1982	归属于母公司净利润	72.5%	16.6%	42.6%	49.7%
负债和股东权益	1766	1994	2492	3079	获利能力				
					毛利率	33.9%	36.0%	36.0%	38.1%
					净利率	9.3%	9.5%	9.2%	10.6%
					ROE	12.8%	13.3%	15.9%	19.2%
					ROIC	38.6%	29.4%	35.1%	43.9%
					偿债能力				
					资产负债率	29.5%	29.2%	32.2%	31.6%
					净负债比率	0.00%	7.29%	2.80%	0.00%
					流动比率	2.39	2.49	2.21	2.25
					速动比率	1.60	1.71	1.38	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	1.00	1.23	1.29
					应收账款周转率	20	12	13	12
					应付账款周转率	9.97	7.48	8.76	8.14
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.63	0.90	1.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.19	0.65	1.01
					每股净资产(最新摊薄)	4.23	4.76	5.66	7.01
					估值比率				
					P/E	30.01	25.73	18.04	12.05
					P/B	3.84	3.41	2.87	2.32
					EV/EBITDA	14	16	11	7

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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