

2009 年 12 月 17 日

七 匹 狼 (002029.SZ)

——上调明年业绩预期

市场数据(人民币)

市价(元)	21.63
已上市流通A股(百万股)	282.89
总市值(百万元)	6,119.13
年内股价最高最低(元)	23.52/10.47
沪深 300 指数	3560.72
中小板指数	5690.31
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《公司前途远大》，2009.10.26
- 2 《09年中报点评》，2009.8.21
- 3 《我们赞同公司的经营举措》，2009.6.16
- 4 《公司能够充分享受行业整合带来的发展机会》，2009.4.28

张斌

(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

敬请参阅最后一页之特别声明

卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.466	0.470	0.541	0.689	0.896	1.275
净利润增长率	45.01%	72.07%	72.50%	27.44%	30.00%	42.25%
先前预期每股收益(元)				0.685	0.824	1.161
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.690	0.865	1.118
市盈率(倍)	42.44	57.54	19.45	31.38	24.14	16.97
行业优化市盈率(倍)	27.80	40.13	13.79	27.78	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.94	0.80	0.27	1.14	0.80	0.40
已上市流通A股(百万股)	56.71	124.49	282.90	282.90	282.90	282.90
总股本(百万股)	110.50	188.60	282.90	282.90	282.90	282.90

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

公司发布公告，原董秘杨鹏慧辞去董秘职务；处于谨慎原则，公司决定自09年12月1日起，对账龄在一年以上的应收款项（包括应收账款和其他应收款）坏账准备的计提比例进行调整。本次调整采用未来适用法，即1-2年帐龄计提比例由10%调整至40%；2-3年由20%调整至60%，3年以上帐龄原有40%、80%、100%三档，现在调整为3年以上全部100%计提。

- 据我们了解，董秘辞职主要是个人原因，对公司经营不会产生任何影响；
- 公司会计估计变更，更符合服装零售时尚、快速变化的实际，更稳健、更合理反应企业经营现状。09 年中报显示公司 1 年以上应收和其它应收帐款总计 617 万元，增加计提比例对业绩影响很小。根据预测，公司估算会计估计变更对 09 年业绩影响比例小于 2%；
- 我们认为明年服装零售市场存在一个不确定性和三大亮点，而公司能够利用市场机会实现业绩高速增长：
 - ◆ 根据我们草根调研，10-11 月由于气温下降迅速，国内冬装销售良好，但尚难以断定国内服装零售市场明显复苏，我们认为未来一段时间仍可能以平稳复苏为主，明年下半年或有明显起色；
 - ◆ 目前国内品牌服装市场日益分化、整合，许多中小型品牌企业倒闭或者经营困难，这样给公司这样的龙头企业提供了顾客资源、代理商资源和店铺资源；
 - ◆ 龙头企业充分利用行业分化的机会，适当扩张销售网络，而公司省代优势明显，我们预计明年公司店铺数量有望较今年增长 10%以上；

- ◆ 08年下半年经济危机开始后，品牌企业和销售渠道开始清理库存、缓解资金压力，经过一年多努力，我们认为2010年整个渠道资金压力将减轻、库存减少。公司09年两次订货会相对平稳，给代理商足够的缓冲空间，以清理库存，为2010年轻装上阵做好准备；
- ◆ 尽管2010年国内服装消费明显复苏存在不确定性，但三大亮点的存在将导致公司业绩增长。
- 我们始终认为公司中长期投资价值明显：
 - ◆ 随着国内经济逐渐复苏，国内消费增速也将逐步提高，未来公司业绩很可能出现恢复性爆发式增长；未来，消费占宏观经济比重不断提高，公司业绩仍有望随着国内消费水平提高而继续保持高速增长；
 - ◆ 近年公司利用融资资金大力发展直营网络，快速发展的同时不可避免与代理商产生矛盾。此次经济危机，公司认真审视直营发展计划，努力实现直营和优质代理商共同发展，这也将为公司未来发展奠定基础；
 - ◆ 我们认为公司省级代理制优势明显，一方面是省代与公司共同成长，深刻理解七匹狼品牌内涵；另一方面，省代非常熟悉当地消费习惯，实力雄厚，能够最大程度利用资源发展销售规模，省代既能够帮助公司在一定程度上抵御市场风险，也能在风险相对较低的情况下扩张，而这些是许多品牌企业不具备的；
 - ◆ 公司品牌优势明显，特别在2线城市处于领先地位，而公司的省级代理制优势和直营店建设都有利于未来业绩增长，所以我们认为公司具有非常明显的中长期投资价值。
- 我们上调公司2010年业绩预期：
 - ◆ 假定2010年国内服装平稳复苏，我们认为未来公司销售渠道库存压力减轻、而店铺预计增长10%以上，同时直营店稳步推进，因此上调收入增幅5个百分点，达到15%，毛利率上调0.5个百分点，达到38.5%；
 - ◆ 如果2010年下半年服装市场复苏加速，业绩增速有超过预期的可能。
- 品牌服装短中长期发展空间巨大，我们认为品牌服装的投资择时性不强，调整时是最佳买入时点；
- 明年3月—5月是关键时间窗口，3月召开下半年秋冬装订货会，我们预计订货金额增速在两位数，5月春装上市，销售好坏将预示下半年市场情况。因此我们继续维持买入建议。

图表1：公司产品盈利预测

项 目	2001	2002	2003	2004	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
内销															
销售收入(百万元)	84.61	111.52	133.68	204.78	269.90	191.72	471.47	326.09	861.28	844.74	1,652.7	879.7	2,065.9	2,375.7	3,207.2
增长率(YOY)		31.80%	19.87%	53.19%	31.80%		74.68%	70.09%	82.68%	159.1%	91.89%	4.14%	25.00%	15.00%	35.00%
毛利率	47.49%	42.31%	41.13%	40.13%	37.91%	37.06%	32.19%	35.02%	35.78%	34.16%	34.24%	38.37%	38.00%	38.50%	39.00%
销售成本(百万元)	44.4	64.3	78.7	122.6	167.6	120.67	319.70	211.91	553.15	558.62	1,086.8	542.2	1,280.8	1,461.1	1,956.4
增长率(YOY)		44.81%	22.32%	55.80%	36.69%		90.77%	75.61%	73.02%	163.6%	96.48%	-2.94%	17.85%	14.07%	33.90%
毛利(百万元)	40.2	47.2	55.0	82.2	102.3	71.05	151.76	114.18	308.13	288.56	565.88	337.51	785.03	914.66	1,250.8
增长率(YOY)		17.42%	16.53%	49.46%	24.51%		48.32%	60.71%	103.0%	152.7%	83.65%	16.96%	38.73%	16.51%	36.75%
占总销售额比重	81.1%	75.07%	72.47%	83.37%	86.28%	98.39%	97.45%	97.85%	98.27%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
占主营业务利润比重	101.6%	91.28%	84.64%	91.11%	93.71%	98.50%	97.27%	99.07%	99.27%	100.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
出口															
销售收入(百万元)	19.71	37.03	50.79	40.85	42.92	3.14	12.36	7.16	15.20						
增长率(YOY)		87.84%	37.18%	35.00%	5.06%		-71.21%	128.1%	23.02%						
毛利率	-3.21%	12.17%	19.64%	19.64%	16.00%	34.42%	34.42%	15.00%	15.00%						
销售成本(百万元)	20.3	32.5	40.8	32.8	36.0	2.06	8.10	608.9%	12.92						
增长率(YOY)		59.85%	25.51%	-19.6%	9.82%		-77.52%	195.7%	59.45%						
毛利(百万元)	-0.6	4.5	10.0	802.3%	6.9	1.08	4.25	1.07	2.28						
增长率(YOY)		-812.8%	121.36%	-19.6%	-14.42%		-38.06%	-0.58%	-46.39%						
占总销售额比重	18.90%	24.93%	27.53%	16.63%	13.72%	1.61%	2.55%	2.15%	1.73%						
占主营业务利润比重	-1.60%	8.72%	15.36%	8.89%	6.29%	1.50%	2.73%	0.93%	0.73%						
销售总收入(百万元)	104.32	148.54	184.47	245.63	312.82	194.86	483.82	333.25	876.48	844.74	1652.7	879.7	2065.9	2375.7	3207.2
销售总成本(百万元)	64.77	96.85	119.51	155.43	203.63	122.73	327.80	217.99	566.07	558.62	1086.8	542.2	1280.8	1461.1	1956.4
毛利(百万元)	39.55	51.69	64.96	90.20	109.19	72.13	156.02	115.26	310.41	286.13	565.88	337.51	785.03	914.66	1250.83
平均毛利率	37.91%	34.80%	35.22%	36.72%	34.90%	37.02%	32.25%	34.59%	35.42%	33.87%	34.24%	38.37%	38.00%	38.50%	39.00%

来源：国金证券研究所（公司直营收入比例不高，年报、中报季报中没有分开披露具体经营数据）

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	484	876	1,653	2,066	2,376	3,207
增长率		81.2%	88.6%	25.0%	15.0%	35.0%
主营业务成本	-328	-566	-1,092	-1,281	-1,461	-1,956
% 销售收入	67.8%	64.6%	66.1%	62.0%	61.5%	61.0%
毛利	156	310	561	785	915	1,251
% 销售收入	32.2%	35.4%	33.9%	38.0%	38.5%	39.0%
营业税金及附加	-3	-3	-9	-15	-18	-24
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-54	-127	-242	-351	-392	-513
% 销售收入	11.2%	14.5%	14.7%	17.0%	16.5%	16.0%
管理费用	-30	-55	-104	-155	-166	-225
% 销售收入	6.3%	6.3%	6.3%	7.5%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	69	125	205	263	339	489
% 销售收入	14.2%	14.3%	12.4%	12.8%	14.3%	15.3%
财务费用	1	1	15	10	13	11
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	0	-2	-15	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	69	122	206	272	351	500
营业利润率	14.3%	14.0%	12.5%	13.1%	14.8%	15.6%
营业外收支	1	1	-3	6	6	6
税前利润	70	123	202	278	357	506
利润率	14.4%	14.1%	12.3%	13.4%	15.0%	15.8%
所得税	-15	-22	-38	-67	-86	-121
所得税率	21.2%	18.0%	18.9%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	55	101	164	211	271	385
少数股东损益	4	13	11	16	18	24
归属于母公司的净利	52	89	153	195	253	361
净利率	10.7%	10.1%	9.3%	9.4%	10.7%	11.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	52	0	164	211	271	385
少数股东损益	4	0	0	0	0	0
非现金支出	17	0	86	13	15	20
非经营收益	1	0	-11	11	-6	-5
营运资金变动	-70	0	-65	-69	-29	-182
经营活动现金净流	2	0	174	166	251	218
资本开支	-70	-118	-283	67	-43	-94
投资	-1	-4	0	-101	-150	-150
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-70	-122	-283	-34	-193	-244
股权募资	0	595	2	0	0	0
债权募资	46	-46	0	0	0	24
其他	-12	-15	-14	0	-37	-49
筹资活动现金净流	34	534	-13	0	-37	-25
现金净流量	-34	412	-121	132	21	-51

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	90	709	598	730	751	700
应收款项	33	55	165	206	224	243
存货	156	304	404	474	540	804
其他流动资产	100	111	81	117	133	178
流动资产	379	1,179	1,248	1,527	1,649	1,925
% 总资产	63.6%	81.0%	70.6%	74.3%	69.8%	67.1%
长期投资	0	69	245	346	495	645
固定资产	194	144	122	163	199	280
% 总资产	32.5%	9.9%	6.9%	7.9%	8.4%	9.8%
无形资产	23	57	133	18	17	17
非流动资产	217	277	518	529	713	943
% 总资产	36.4%	19.0%	29.4%	25.7%	30.2%	32.9%
资产总计	596	1,455	1,766	2,056	2,362	2,868
短期借款	46	0	0	0	0	23
应付款项	136	366	491	554	620	747
其他流动负债	40	17	31	83	101	133
流动负债	222	383	522	638	721	903
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	222	383	522	638	721	904
普通股股东权益	362	1,038	1,197	1,355	1,560	1,858
少数股东权益	12	35	48	64	82	106
负债股东权益合计	596	1,455	1,766	2,056	2,362	2,868

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.466	0.470	0.541	0.689	0.896	1.275
每股净资产	3.277	5.503	4.230	4.789	5.515	6.569
每股经营现金净流	0.016	1.100	0.615	0.586	0.888	0.769
每股股利	0.100	0.000	0.100	0.130	0.170	0.220
回报率						
净资产收益率	14.24%	8.55%	12.79%	14.39%	16.25%	19.40%
总资产收益率	8.64%	6.09%	8.66%	9.48%	10.73%	12.57%
投入资本收益率	13.45%	9.58%	13.38%	14.11%	15.67%	18.70%
增长率						
主营业务收入增长率	54.66%	81.16%	88.56%	25.00%	15.00%	35.00%
EBIT增长率	41.85%	74.73%	63.81%	28.36%	28.53%	44.47%
净利润增长率	45.01%	72.07%	72.50%	27.44%	30.00%	42.25%
总资产增长率	47.39%	144.05%	21.33%	16.43%	14.91%	21.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.6	18.5	24.6	25.0	25.0	22.0
存货周转天数	174.1	195.8	135.0	135.0	135.0	150.0
应付账款周转天数	14.3	36.4	54.3	55.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	139.6	59.0	27.0	28.6	30.4	31.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.73%	-66.09%	-48.05%	-51.45%	-45.76%	-34.42%
EBIT利息保障倍数	-107.1	-161.8	-13.6	-27.4	-26.3	-43.6
资产负债率	37.26%	26.31%	29.54%	31.01%	30.50%	31.52%

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	0	8	8	83
买入	1	1	11	11	134
持有	0	0	1	1	15
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.68	1.67	1.70

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 2008-05-27	买入	18.44	19.53~21.59
2 2008-08-08	买入	15.86	N/A
3 2008-12-30	买入	10.64	N/A
4 2009-02-25	买入	12.13	N/A
5 2009-04-28	买入	13.96	16.60~19.10
6 2009-06-16	买入	14.98	N/A
7 2009-08-21	买入	17.08	N/A
8 2009-10-26	买入	19.35	N/A

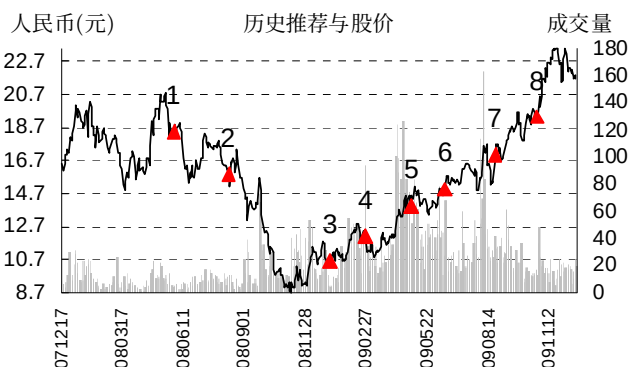
来源：国金证券研究所

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。