

夯实基础 期待新一轮的快速增长

- 09 年对公司来说是终端消化库存、内部休整提升的一年，公司在品牌形象的提升、品牌传播手段的丰富和完善以及产品设计能力等方面有了更大的进步，在加盟渠道数量扩张相对缓慢的情况下，公司 09 年加快了直营渠道的扩张（年内新开店增长 100% 以上），同时也加强了加盟渠道的整改扩，直营店比重的提高和原辅料价格的相对低位是公司 09 年盈利增长的主要因素。
- 根据调研获得的信息，我们判断 2010 年对公司而言仍是整固提升的一年，进行大规模外延式扩张的可能性不大，而品牌形象的继续提升和产品系列的丰富、渠道结构的优化和 ERP 系统的建设将是公司经营的重点内容之一。
- 公司目前产品系列日益丰富，层次也更为分明，除了占主营收入 90% 以上的红狼和绿狼外，高端的圣沃斯品牌、蓝狼、女装和童装也在逐步培育中。我们认为定位于更年轻人群的蓝狼系列有望成为公司未来新的增长点。
- 公司对渠道层面的扁平化和结构优化工作仍在持续推进之中，配合 ERP 系统的建设完成，我们认为 2011 年后公司的供应链效率将明显提升。
- 09 年四季度冬装的旺销对于消化终端库存是一个十分积极的因素，我们预计 2010 年 3/4 月份的公司秋冬订货会环比增速将有明显上升，不排除超预期的可能。
- 2010 年起公司对于直营渠道扩张仍将保持相对积极的态度，而加盟渠道的扩张随着存货压力的明显缓解以及公司对新开店支持力度的加大，也有一个逐步复苏的过程。我们对 2011 年开始的渠道外延扩张速度持更为乐观的态度。
- 公司经营作风一贯稳健，同时也是国内较早从生产向品牌和渠道建设转型的服装企业，在行业整合的过程中，公司主动放慢了数量扩张的步伐，寻求内部运营质量的提升，我们认为这一战略对于公司的长期发展是十分重要的。我们判断经过 2—3 年在品牌建设、内部管理、渠道优化和供应链效率等方面的改革提升，公司有望突破发展的瓶颈将迎来新的快速增长期。行业优胜劣汰的结果是公司这样的优质企业获得更高的市场占有率。
- 公司 2010 年起的业绩增长预计将主要来自于直营收入的持续增长和加盟收入的逐步恢复，我们预计公司 2009—2011 年的每股收益分别为 0.69 元、0.88 元和 1.15 元，维持“增持”评级。
- 公司的投资风险主要在于国内服装消费复苏过程中的波动。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

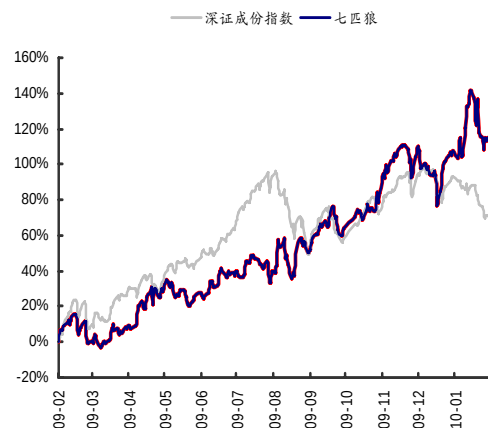
8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 2 月 1 日)	23.87 元
目标价格 (6 个月)	26.4 元
总股本/A 股 (万股)	28290/28290
A 股市值 (百万元)	6752.82
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告日期	2010 年 2 月 2 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	2.84	9.90	112.18
相对表现 (%)	15.14	15.62	43.03

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万)	1653	1909	2245	2855
营业利润 (百万)	206	257	342	454
净利润 (百万)	153	194	248	325
EBITDA (百万)	262	321	420	552
每股收益 (元)	0.54	0.69	0.88	1.15
净资产收益率 (%)	12.8	14.2	15.4	16.8
市盈率(X)	44.14	34.79	27.26	20.78

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析（七匹狼（002029））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1248	1485	1755	2199	营业收入	1653	1909	2245	2855
现金	598	650	800	999	营业成本	1092	1174	1381	1756
应收账款	111	116	138	178	营业税金及附加	9	10	11	14
其它应收款	36	29	38	49	营业费用	242	309	359	443
预付账款	78	167	176	216	管理费用	104	124	141	177
存货	404	512	591	739	财务费用	-15	-10	-10	-11
其他	21	10	14	19	资产减值损失	15	45	20	22
非流动资产	518	560	687	782	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	115	188	213	营业利润	206	257	342	454
无形资产	19	19	19	19	营业外收入	2	8	2	2
其他	374	424	477	548	营业外支出	5	3	5	5
资产总计	1766	2045	2442	2982	利润总额	202	262	339	451
流动负债	522	619	748	936	所得税	38	52	71	99
短期借款	0	18	83	103	净利润	164	210	268	352
应付账款	162	188	214	272	少数股东损益	11	16	20	27
其他	359	413	451	560	归属于母公司净利润	153	194	248	325
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	262	321	420	552
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.54	0.69	0.88	1.15
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	522	619	748	936	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	48	63	84	111	成长能力				
股本	283	283	283	283	营业收入	88.6%	15.5%	17.6%	27.2%
资本公积	558	558	558	558	营业利润	68.2%	25.0%	33.1%	32.7%
留存收益	355	521	769	1094	归属于母公司净利润	72.5%	26.9%	27.6%	31.2%
归属母公司股东权益合计	1197	1362	1610	1935	获利能力				
负债和股东权益	1766	2045	2442	2982	毛利率	33.9%	38.5%	38.5%	38.5%
现金流量表					净利率	9.3%	10.2%	11.0%	11.4%
单位:百万元					ROE	12.8%	14.2%	15.4%	16.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	174	132	240	305	资产负债率	29.5%	30.3%	30.6%	31.4%
净利润	164	210	268	352	净负债比率				
折旧摊销	72	74	88	109	流动比率	2.39	2.40	2.35	2.35
财务费用	-15	-10	-10	-11	速动比率	1.60	1.55	1.54	1.54
投资损失	-0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-69	-143	-106	-147	总资产周转率	1.03	1.00	1.00	1.05
其它	23	2	0	1	应收账款周转率	20	16	17	17
投资活动现金流	-283	-80	-166	-136	应付账款周转率	9.97	6.70	6.87	7.22
资本支出	284	30	120	90	每股指标（元）				
长期投资	0	8	0	0	每股收益	0.54	0.69	0.88	1.15
其他	2	-42	-46	-46	每股经营现金流	0.62	0.47	0.85	1.08
筹资活动现金流	-13	-0	75	31	每股净资产	4.23	4.82	5.69	6.84
短期借款	0	18	65	20	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	44.14	34.79	27.26	20.78
普通股增加	94	0	0	0	P/B	5.64	4.96	4.19	3.49
资本公积增加	-89	0	0	0	EV/EBITDA	23	19	14	11
其他	-18	-18	10	11					
现金净增加额	-121	52	150	200					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn