

服装 II

七匹狼 (002029.SZ) / 29.68 元

进入内生性增长阶段

事项

2011 年 1 月 29 日，公司披露了 2010 年度业绩快报。收入 21.93 亿元，净利润 2.8 亿元，同比分别增长 10.38% 和 37.43%，每股收益 0.99 元。

主要观点

1、收入增速放缓，净利润增速远高于收入增速。我们认为和 2010 年关店较多导致新增店铺数量不多因素有关。2004 年上市后公司一直处于高速扩张的跑马圈地阶段，而从 2009 年开始已经进入稳健的收缩阶段，这点可以通过开店增速进行观察。

2、提升毛利降低费用等促进盈利增长。在店铺数量达到 3000 家收入规模接近 20 亿元后，公司逐渐进入规模化效应阶段，进一步强化品牌建设、渠道建设及供应链管理，相继推出多系列品牌；面对终端店铺租金上涨加大了渠道拓展的风险和压力，公司及时调整了渠道政策，在租金高昂的情况下上半年关闭店铺约 300 家，鼓励渠道进入初期投入较小的商场，同时在一些经济较为发达的三线城市，进行渠道的适当下沉。通过各方面的努力，我们可以看到公司 2010 年净利润达到 12.87%，创下 2004 年上市以来的新高。我们认为从财务角度来考虑，因提升价格从而提升毛利率导致净利润率提升的因素为主，而费用率的下降提升净利润的因素为次。

3、建议。公司进入内生增长阶段，关闭效益较差的店、多系列陈列以及渠道控制管理等方面举措将提升单店收入以及平效。我们上调 2011-2012 年业绩到 1.29 和 1.61 元，分别较之前的业绩预测调高 4% 和 8%，给予 2013 年 2.11 元业绩。我们在 1 月 26 日《纺织服装行业 2 月月报：品牌服装估值修复下机会逐渐呈现》中已经明确将七匹狼评级调高至“强烈推荐”。目前 2011 年 PE 为 23 倍，重申“强烈推荐”评级。

风险提示

渠道扁平化过程中的阻力或者冲击、关店较多带来的冲击

证券分析师： 区志航
执业编号： S0850209050634
Tel： 0755-82828559
Email： ouzhihang@hczq.com

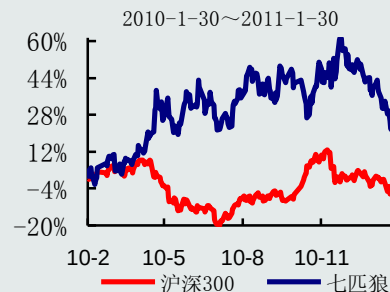
投资评级

投资评级： 强推
评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	28555
流通 A 股/B 股(万股)	28289/0
资产负债率(%)	31.28
每股净资产(元)	4.85
市盈率(倍)	41.56
市净率(倍)	6.12
12 个月内最高/最低价	39.1/22.75

市场表现对比图(近 12 个月)

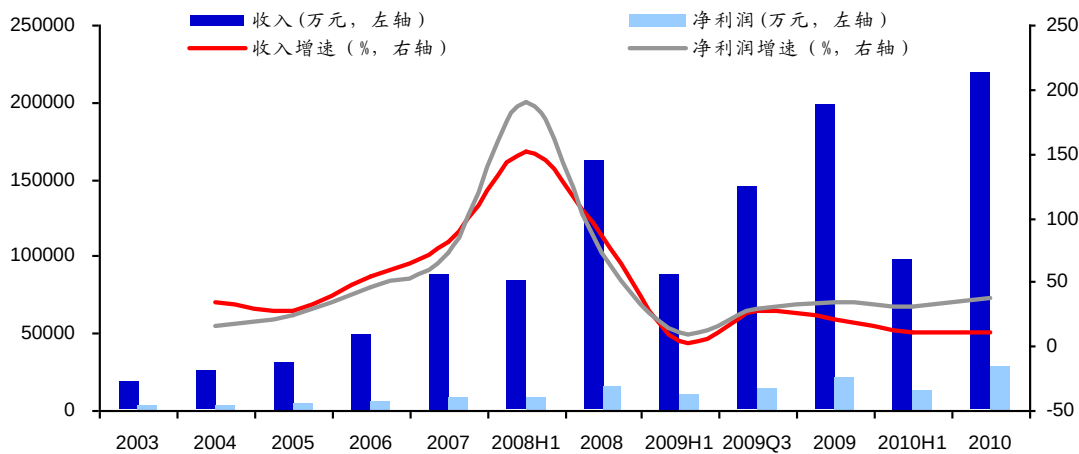


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

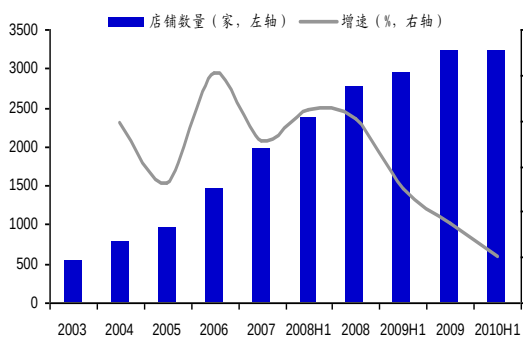
《七匹狼中报点评：逐渐进入稳定期但估值偏高》 2010-8-18
《七匹狼调研简报：规模化下的稳健发展》 2010-5-18

图表 1 收入净利润图



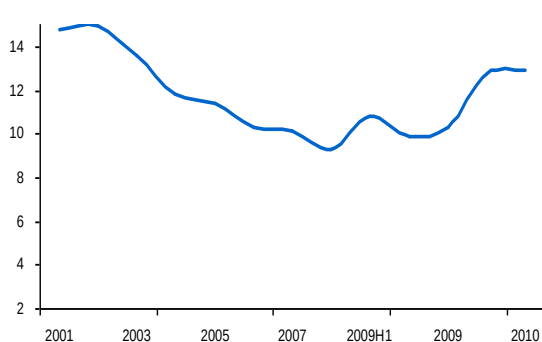
资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 2 开店增速图



资料来源: 华创证券

图表 3 净利润率图



资料来源: 华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产	1385	1935	2354	2918
现金	575	1292	1653	2200
应收账款	245	134	164	181
其它应收款	22	23	27	24
预付账款	147	112	112	124
存货	302	336	347	328
其他	93	39	51	61
非流动资产	699	378	378	309
长期投资	2	2	2	2
固定资产	87	79	70	61
无形资产	22	25	29	33
其他	587	272	277	214
资产总计	2084	2313	2732	3227
流动负债	652	644	730	828
短期借款	50	17	22	30
应付账款	193	137	164	165
其他	409	491	543	634
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	652	644	730	828
少数股东权益	60	73	86	102
股本	283	283	283	283
资本公积金	558	558	558	558
留存收益	531	754	1075	1455
归属母公司股东权益	1372	1595	1916	2297
负债和股东权益	2084	2313	2732	3227

现金流量表

单位：百万元	2009E	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	301	585	541	725
净利润	217	293	377	471
折旧摊销	120	58	70	75
财务费用	-13	-2	3	3
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-65	245	91	175
其它	42	-7	0	2
投资活动现金流	-343	219	-139	-108
资本支出	157	0	0	0
长期投资	-189	-247	70	35
其他	-375	-28	-69	-73
筹资活动现金流	21	-88	-40	-71
短期借款	50	-33	6	7
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-29	-54	-46	-78
现金净增加额	-21	717	361	546

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1987	2194	2606	3125
营业成本	1225	1316	1548	1844
营业税金及附加	18	20	21	24
营业费用	303	329	365	422
管理费用	146	171	208	244
财务费用	-13	-2	3	3
资产减值损失	52	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	258	351	452	579
营业外收入	6	7	13	19
营业外支出	5	7	10	9
利润总额	259	351	455	588
所得税	42	58	77	118
净利润	217	293	377	471
少数股东损益	13	13	13	16
归属母公司净利润	204	280	364	455
EBITDA	365	406	525	657
EPS（元）	0.72	0.99	1.29	1.61

主要财务比率

	2009E	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.2%	10.4%	18.8%	19.9%
营业利润	25.4%	35.8%	29.0%	28.1%
归属母公司净利润	33.3%	37.1%	30.3%	24.9%
获利能力				
毛利率	38.3%	40.0%	40.6%	41.0%
净利率	10.3%	12.7%	14.0%	14.6%
ROE	14.9%	17.5%	19.0%	19.8%
ROIC	65.1%	667.8%	-293.7%	-111.8%
偿债能力				
资产负债率	31.3%	27.9%	26.7%	25.7%
净负债比率	7.67%	2.59%	3.05%	3.58%
流动比率	2.12	3.00	3.23	3.52
速动比率	1.59	2.45	2.72	3.09
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.00	1.03	1.05
应收账款周转率	11	12	18	18
应付账款周转率	6.90	7.98	10.27	11.21
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.99	1.29	1.61
每股经营现金	1.06	2.07	1.91	2.56
每股净资产	4.85	5.64	6.77	8.12
估值比率				
P/E	41.18	30.04	23.05	18.45
P/B	6.12	5.26	4.38	3.66
EV/EBITDA	21	18	14	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801