

2011-04-23

纺织和服装

七匹狼 002029-SZ

维持

买入

当前价格	33.30 元
目标价格	39.45 元
目标期限	6 个月

分析师:

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-2216 9107

lijie_yjs@ebscn.com

联系人: 谢宁铃

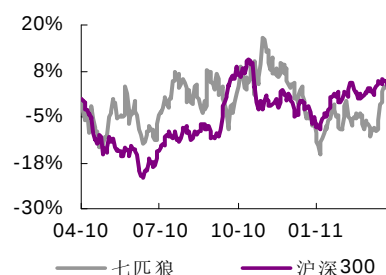
021-2216 9127

xienl@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	283
总市值(百万元)	9,421
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	39.10/27.05
近 3 月日均成交量(百万股)	1.42
主要股东	福建七匹狼集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.61	4.82	-1.54
绝对收益	11.00	15.43	1.54

相关报告:

10 年业绩符合预期, 苦练内功促增长
 2011-04-10
 三季报点评: 毛利率提升, 稳步推进内生增长
 2010-10-23
 “抽检不合格”, 无碍基本面
 2010-07-30

一季度净利润增长 36%

◇ 事件: 公司公布一季报

◆一季度收入增 29%、净利润增 36%, 略超市场预期

一季度实现营业收入 7.50 亿元, 同比增 28.97%, 一方面因订单增加(基本是价格增长导致, 量增长很少), 营业收入增加, 另一方面由于供应链反应速度加快, 一定程度上提前发货(受益于公司交期准确率达 96%以上, 且供应商资金充足)。中期销售收入增速预计将回落到订货会水平。

税前利润总额 1.49 亿元, 同比增长 19.75%; 归属上市公司股东净利润 1.26 亿元, 同比增长 36.03%; 净利润增速超过收入增速, 一方面受益于投资收益同比增 6921%, 公司将部分闲置自由资金进行银行理财产品投资取得较多投资收益; 另一方面受益于母公司被认定为高新技术企业使得所得税率由 25%下降为 15%。摊薄后 EPS0.45 元, 略超市场预期。

◆毛利率微降, 管理费用率上升

毛利率同比降 0.24 个百分点至 40.63%, 主要由于提价未能完全覆盖成本上涨导致。销售费用率降 0.04 个百分点到 10.22%; 管理费用率升 1.26 个百分点到 6.24%, 主要因为: (1) 人员编制增加, 市场薪酬水平提高, 职工薪酬费用相应增加; (2) 公司加大产品研发投入, 研究开发费较上年同期大幅增长; (3) 公司实行股票期权激励计划, 较上年同期计提了较多的股票期权费(一季度计提了 400 多万费用, 预计全年计提 1000-2000 万, 11 年提完)。

◆内生增长多面发力

公司 2010 年以来推行了多项内部管理改革: (1) 设计研发方面, 强化“买手”企划、产品系列化; (2) 营销方面, 继续加大品牌宣传力度, 跨界整合营销(如 3 月 27 号在京举办圣沃斯时尚秀, 4 月 8 日举办企业家时尚秀, 众企业家们穿上七匹狼男装展示 T 台秀); (3) 终端方面, 改善终端店铺形象、升级 ERP 系统、强化精细化管理、积极消化库存(经销商以旧货换新货, 总部通过打折、网购的方式盘活库存); (4) 扩张方面, 提高直营占比, 提高对加盟商补助激发其扩张动力、11 年新增门店有望适度提速。我们认为, 以上对策将渐渐产生正面效果。4 月初, “2010 年度中国市场商品销售统计信息新闻发布会”召开, 七匹狼茄克衫连续 11 年市场综合占有率排名第一。

◆代理国际奢侈品牌学习经验, 维持“买入”评级

3 月 29 日七匹狼宣布收购杭州肯纳服饰, 开始代理意大利知名品牌卡拉利 Canali 和范思哲 Versace collection、及丹麦著名珠宝配饰乔治杰生 GEORG JENSEN 在大陆地区的业务, 短期内是为了学习知名品牌的商品企划、定货会指导、终端管理等, 长远来看有望增加未来新的盈利增长点。

春夏订货会金额增 20%、秋冬订货会金额预计增 30%以上提供安全边际, 公司预测上半年净利润增长 15-30%, 我们预计 11-13 年 EPS 为 1.30、1.69、2.17 元, 维持“买入”评级。

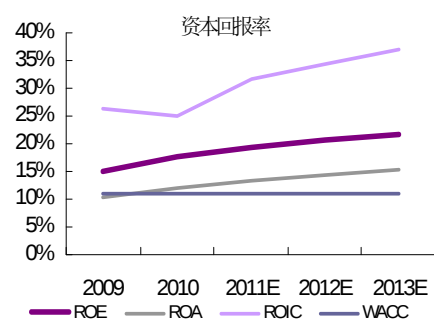
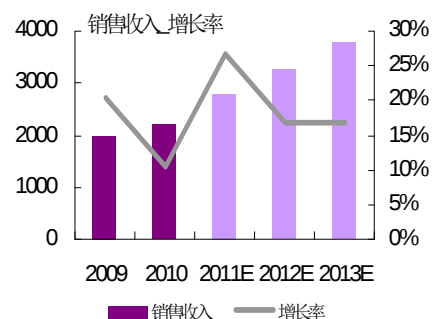
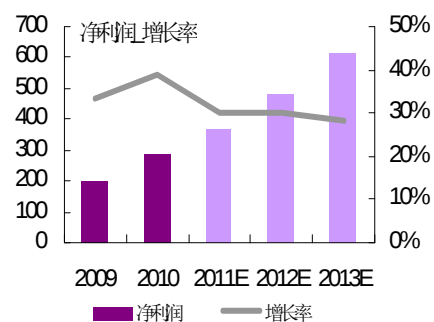
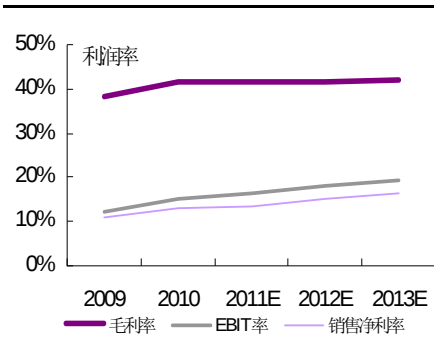
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,987	2,198	2,782	3,249	3,790
营业收入增长率	20.24%	10.59%	26.59%	16.77%	16.68%
净利润(百万元)	204	283	369	479	614
净利润增长率	33.27%	38.87%	30.26%	29.94%	28.09%
EPS(元)	0.72	1.00	1.30	1.69	2.17
ROE(归属母公司) (摊薄)	14.86%	17.71%	19.30%	20.70%	21.68%
P/E	46	33	26	20	15

光大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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,987	2,198	2,782	3,249	3,790
营业成本	1,225	1,284	1,627	1,891	2,198
折旧和摊销	120	85	16	21	26
营业税费	18	22	27	32	37
销售费用	303	323	415	474	536
管理费用	146	157	200	231	263
财务费用	-13	-5	0	-5	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	12	1	1	1
营业利润	258	347	451	589	745
利润总额	259	339	450	591	754
少数股东损益	13	6	7	7	7
归属母公司净利润	203.90	283.16	368.83	479.25	613.87

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,084	2,436	2,843	3,393	4,074
流动资产	1,385	1,375	2,018	2,514	3,165
货币资金	575	144	752	1,045	1,435
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	245	318	354	414	483
应收票据	57	150	139	162	190
其他应收款	22	14	20	23	27
存货	302	395	425	487	584
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	189	363	200	200	200
长期投资	2	0	0	0	0
固定资产	87	91	135	176	197
无形资产	22	20	19	18	17
总负债	652	771	859	998	1,156
无息负债	602	771	859	998	1,156
有息负债	50	0	0	0	0
股东权益	1,432	1,665	1,984	2,395	2,919
股本	283	283	283	283	283
公积金	605	652	690	738	800
未分配利润	484	664	938	1,294	1,748
少数股东权益	60	66	73	80	87

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	259	502	434	529
净利润	204	283	369	479	614
折旧摊销	120	85	16	21	26
净营运资金增加	147	294	65	156	212
其他	-170	-404	53	-223	-322
投资活动产生现金流	-343	-569	161	-70	-50
净资本支出	157	410	70	70	50
长期投资变化	2	0	0	0	0
其他资产变化	-502	-979	91	-140	-100
融资活动现金流	21	-119	-56	-71	-90
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	50	-50	0	0	0
无息负债变化	80	169	88	139	158
净现金流	-21	-429	608	293	390

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	20.24%	10.59%	26.59%	16.77%	16.68%
净利润增长率	33.27%	38.87%	30.26%	29.94%	28.09%
EBITDA 增长率	38.78%	14.15%	12.31%	29.69%	25.98%
EBIT 增长率	27.87%	35.49%	36.34%	29.66%	26.16%
盈利能力 (%)					
毛利率	38.35%	41.60%	41.50%	41.80%	42.00%
EBITDA 率	18.31%	18.90%	16.77%	18.63%	20.11%
EBIT 率	12.27%	15.03%	16.19%	17.97%	19.43%
税前净利润率	13.05%	15.44%	16.18%	18.19%	19.90%
税后净利润率 (归属母公司)	10.26%	12.88%	13.26%	14.75%	16.20%
ROA	10.42%	11.87%	13.22%	14.33%	15.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.86%	17.71%	19.30%	20.70%	21.68%
经营性 ROIC	26.28%	24.92%	31.63%	34.33%	36.92%
偿债能力					
流动比率	2.12	1.78	2.35	2.52	2.74
速动比率	166.17%	127.09%	185.59%	203.12%	223.24%
归属母公司权益/有息债务	27.44	-	-	-	-
有形资产/有息债务	40.10	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.72	1.00	1.30	1.69	2.17
每股红利	0.20	0.20	0.27	0.34	0.44
每股经营现金流	1.06	0.92	1.78	1.53	1.87
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.98	1.13	1.11	1.37
每股净资产	4.85	5.65	6.75	8.18	10.01
每股销售收入	7.02	7.77	9.83	11.48	13.40

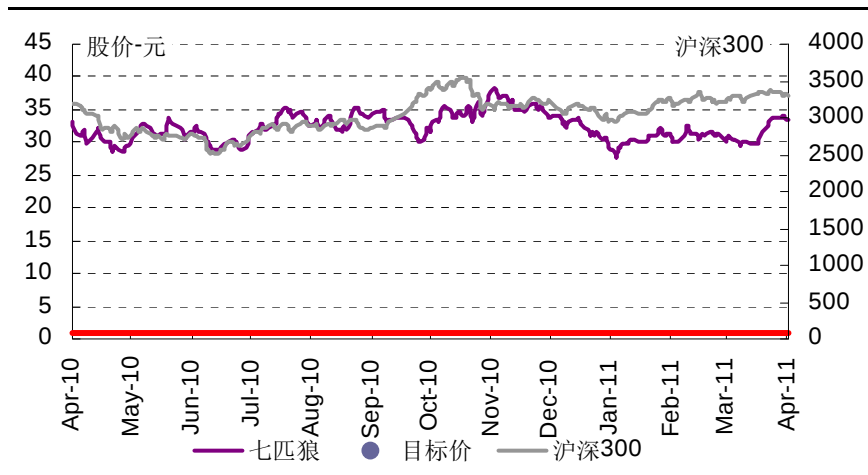
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

七匹狼（002029）



日期	股价	目标	评级
2010-07-30	32.22	0.00	增持
2010-10-23	32.52	39.45	买入
2011-04-10	32.52	39.45	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。