



塔晶投资研究

2009年第6期 总第18期

上海塔晶投资管理有限公司主办
www.tajing.com

目 录

【财经观察】	1
【解密报告】	
七匹狼 (002029)	2
【大宗商品价格】	14
【基金服务】	
中美就首轮战略与经济对话达成重要共识	15



【财经观察】

尚福林：稳步支持上市期货新品种

中国证监会主席尚福林在论坛致辞时表示，今后，证监会将继续按照“稳步发展期货市场”的思路，做深做精做细现有期货品种，稳步支持上市期货新品种，进一步强化市场监管和投资者教育工作，不断增强期货市场服务实体经济的能力。

全球市场高奏上涨曲 经济基础支撑几何

不管是累计涨幅还是持续时间，这轮行情都堪称猛烈：美国道指过去3个月累计飙升21%，为1998年以来的最大三个月涨幅；去年暴跌72%的俄罗斯股市，今年迄今涨幅已超过85%！在商品市场，国际油价在短短三个月间翻了一番，从30美元左右升至本周一最高近69美元。

五月PMI指数环比降至53.1%

中国物流与采购联合会1日发布的数据显示，5月制造业采购经理指数（PMI）为53.1%，环比降0.4个百分点，为最近半年来首度环比回落。

百年通用申请破产保护

成立于1908年9月的美国通用汽车公司1日向纽约南区美国联邦破产法院申请破产保护。这是美国历史上第四大破产案，也是美国制造业最大的破产案。

上交所采取措施严惩短线操纵

为严惩短线操纵行为，上海证券交易所近日对个人投资者吴宝珍账户实施限制交易措施。上交所称该账户今年以来反复发生不以成交为目的、频繁申报和频繁撤销申报的涉嫌短线操纵行为。

中钢协拒绝接受铁矿石降价33%

5月31日，中钢协对澳大利亚力拓公司与日本新日铁公司达成的铁矿石降价协议亮明态度：中国钢铁企业不能接受这个价格，不予跟进。

国内成品油今年第三次调价

发改委表示，自今年3月25日国内汽、柴油价格上调以来，WTI原油期货价格由每桶53.98美元上涨到66.31美元，国内成品油价格调整参考的国际

市场原油价格由每桶45美元左右上涨至目前的57美元左右。

上半年新增贷款约6万亿元

多家商业银行人士5月26日向中国证券报记者表示，5月份新增贷款规模有望保持在6000亿元左右。截至目前，四大国有银行5月份新增贷款规模达2000亿元，基本与4月份持平，预计二季度银行业整体新增贷款将保持在1.5万亿元-1.8万亿元之间，上半年新增贷款将在6万亿元左右。

深化经济体制改革意见发布 将研究开征物业税

意见提出，加快研究鼓励民间资本进入石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等重要领域的相关政策，带动社会投资；要求财政部、税务总局、发改委、住房和城乡建设部四部委深化房地产税制改革，研究开征物业税。

国产电煤依然是主导 进口煤可平抑价格

今年以来，国内电力企业与煤炭企业之间就煤炭价格问题“唇枪舌剑”，至今未就2009年的重点电煤合同达成共识。而在日前举行的第十二届科博会能源战略高峰论坛上，包括五大电力集团在内的国内主要发电集团纷纷表示将加大海外煤炭采购量，以保证电煤的安全稳定供应，引起业内关注。

重启IPO是市场信心恢复标志

证监会5月22日公布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》并公开征求意见，宣布在《指导意见》征求意见结束并正式发布后，即会安排新股发行。新股发行即将重启，表明相关各方对市场的信心已经逐渐得到恢复。

70亿元补贴汽车家电“以旧换新”

国务院总理温家宝5月19日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。会议指出，今年以来，国家结合重点产业调整和振兴规划实施，加大老旧汽车报废更新力度，出台鼓励“汽车摩托车下乡”、“家电下乡”等政策。



七匹狼 (002029)

——优秀的休闲装品牌运营企业

公司基本情况

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E
摊薄每股盈利 (元)	0.453	0.470	0.541	0.628	0.780
净利润增长率	33.37%	77.21%	72.50%	16.04%	24.31%
市场 EPS 预测均值 (元)					
市盈率 (倍)	43.71	57.54	19.27	22.55	18.14
股息率	0.51%	0.00%	0.96%	0.71%	0.71%
PE/G (倍)	1.31	0.75	0.27	1.41	0.75
净资产收益率	13.82%	8.55%	12.79%	13.19%	14.34%
每股净资产 (元)	3.28	5.50	4.23	4.76	5.44
市净率 (倍)	6.04	4.92	2.46	2.97	2.60
每股经营性现金 (元)	0.02	1.10	0.62	0.89	0.72
发行股数 (百万股)	110.50	188.60	282.90	282.90	282.90

数据来源：公司年报、塔晶投资研究中心

主要结论

- 基本结论：**1、**公司战略明晰。**公司过去几年把提升销量作为首要任务，并正逐步褪去生产型企业的特质，向品牌服装运营商方向发展。公司“先做品牌再修内功”这一战略模式，这有利于公司优先占领市场。进入2009年公司着重以精细化管理为战略目标。2、**良好的品牌运营能力。**公司持续专注的品牌建设会带给公司越来越大的收获。公司未来在品牌建设方面主要是产品系列的日益丰富和品牌的适度分层次建设，我们认为品牌的分层次建设是一个品牌服装企业逐步成熟过程中跨越成长瓶颈的良好选择。3、**渠道推动大店建设。**公司近几年加大“大（强）店”建设，对稳定门店数量、强化终端管理和提升品牌形象都起到重要作用。4、**信息化建设的不断完善。**公司已与 oracle 签订了信息化建设合作关系，将加强各方面的信息沟通以强化货品决策的有效性与及时性，提高公司的运营效率。5、**加强精细化管理。**在面对经济不景气的环境下，不断加强精细化管理，提出多种措施度过经济危机的难关。七匹狼作为中国领先的男装品牌，具有优秀的品牌形象、门店网络优势、管理经验。我们看好其在行业中的领先地位和长期发展潜力。
- 主要风险因素：**经济增速下滑程度超越预期，如果这种情况出现，公司销售额提升程度可能会低于预期。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司09-10年EPS分别为0.628元/股、0.780元/股。

主要内容

◇ 主要盈利预测假设

收入预测：

由于公司为采用“订货制”的品牌服装企业，2009年全年销售收入在2009年第一季度已经基本确定：08年10月的“09年春夏订货会”上收入增速较小；09年3月份结束的“09年秋冬订货会”销售增长是10%以上。

09年公司预计开店数量显著小于08年，公司目前没有下开店指标。

综上所述，08年收入增速较快，09年收入增速将会放缓。根据下面的假设，预计2009年收入增速在15%左右。2010年随着经济转好，预计公司收入增速将有所提升。

图表 1: 09 年收入增速假设

09 年假设	数值
老店订货量增速	10%+
店铺增速	<10%
销售收入增速	15%

资料来源: 塔晶投资研究中心

毛利率预测:

公司历年毛利率保持在一定区间内波动, 较为稳定。2009年原材料价格有一定回落, 而公司也适当调整产品价格以适应宏观经济变化, 根据调研了解09年销售给经销商的价格与08年差不多, 因此毛利率下降的可能性很小。预计2009年以及2010年毛利率与2008年持平。

图表 2: 公司历年综合毛利率预测

	04年	05年	06年	07年	08年	09E	10E
毛利率	36.42%	34.91%	32.25%	35.42%	33.95%	33.90%	34.00%

资料来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

营业费用预测:

为配合品牌建设、销售网络的增加及升级等, 预计2009、2010年销售费用的增长基本与收入持平。

管理费用预测:

08年管理费用率保持稳定。由于09年3月公告公司已取消股权激励, 08、09年均不计提股权激励摊销费用, 预计2009、2010年管理费用率保持稳定。

图表 3: 公司期间费用率预测

	04年	05年	06年	07年	08年	09E	10E
销售费用率	11.47%	12.17%	11.20%	14.47%	14.66%	14.70%	14.80%
管理费用率	6.24%	6.56%	6.27%	6.28%	6.30%	6.30%	6.30%
财务费用率	0.46%	-0.33%	-0.14%	-0.09%	-0.91%	-0.46%	-0.48%

资料来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

所得税税率预测:

公司及子公司上海七匹狼实业有限公司、太原七匹狼服装营销有限公司、广西七匹狼服装营销有限公司、福州七匹狼服装营销有限公司、贵阳七匹狼服装营销有限公司均按应纳税所得额的25%计算缴纳企业所得税。

子公司厦门七匹狼服装营销有限公司。其中: 2007年按15%税率执行, 2008 年按18%税率执行, 2009 年按20%税率执行, 2010 年按22%税率执行, 2011 年按24%税率执行, 2012 年按25%税率执行。

子公司晋江七匹狼服装制造有限公司系生产型外商投资企业, 享受“免二减三”的税收优惠政策: 2006 年度、2007 年度为免税期; 2008 年度、2009 年度、2010 年度为减半征收期, 所得税税率为12.5%; 2011 年度开始所得税税率为25%。

由于子公司厦门七匹狼服装营销有限公司是主要的收入核算单位, 08年净利润1.2亿元, 占公司净利润的79.1%, 因此公司所得税率基本与厦门七匹狼接近。预计2009年公司所得税率为20.8%, 2010所得税率为22.8%。

图表 4: 公司所得税费用率预测

单位: 百万元

	04年	05年	06年	07年	08年	09E	10E
所得税费用	15.34	13.68	14.82	22.16	38.20	50.26	69.10
占利润总额比重	34.80%	27.10%	21.20%	17.96%	18.87%	20.80%	22.80%

资料来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

◇ 公司经营概况

产品构成:

公司产品种类日趋多元化,从早期的夹克衫等扩大到包括休闲服(茄克、棉褛、风衣、皮衣、大衣、单西、套西)、休闲裤(西裤、牛仔裤、休闲裤)、衬衫、毛衫、T恤、休闲西装及配件(围巾、领带、皮具、内衣、袜子)等产品在内的众多品种,几乎覆盖了男装消费的各类需求。其中,休闲服、休闲裤和T恤是核心产品,近三年这三项产品占主营业务收入和主营业务利润的比重都在85%左右。各分产品毛利率较高,且基本保持稳定。

市场占有率:

公司茄克衫连续八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。

图表 5: 公司分产品历年收入、毛利率情况

单位: 万元

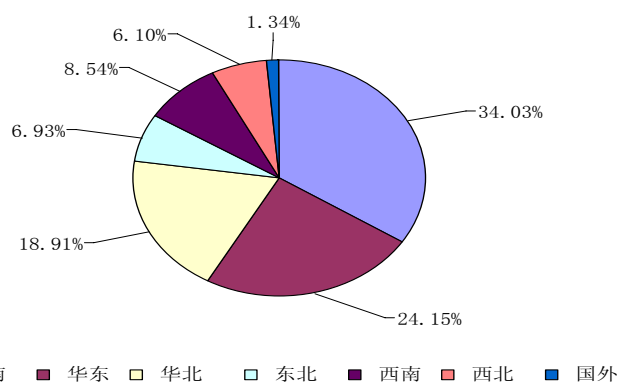
业务项目	05年		06年		07年		08年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
休闲服	15575.64	33.72%	23044.24	29.99%	38350.38	37.33%	76,802.00	35.02%
休闲裤	6233.565	36.28%	7785.092	34.91%	22387.76	32.83%	31,006.18	32.28%
T恤	5364.979	34.29%	10082.08	35.31%	14855.75	35.8%	25,864.57	35.80%
衬衫	2706.378	40.15%	3074.442	33.45%	4356.465	32.52%	8,107.36	36.04%
毛衫	896.6223	38.82%	3825.657	31.79%	6310.889	37.45%	18,100.37	33.04%
其他	505.6904	26.07%	570.6947	29.60%	644.1663	37.84%	2,651.17	22.08%
合计	31282.87	34.91%	48382.21	32.25%	86905.41	35.68%	162,531.65	34.24%

资料来源: 公司年报

销售区域:

公司以内销为主,外销为辅。公司主要立足国内市场,07、08年出口比重仅为1.75%、1.34%。国内市场主要集中在华南和华东两个区域,07、08年这两个区域的销售收入占公司主营业务收入的比例为60%左右。

图表 6: 08 年各销售区域的收入占比情况



资料来源: 公司年报

生产模式:

采取以外部采购(包括委托加工和成衣采购)为主的生产模式。

生产模式的转变: 公司生产模式已由过去自制生产为主、外部采购为辅的生产模式逐步转变为外部采购为主(2008年公司的外部采购比重达到82%)的生产模式。表明公司已逐步褪去生产型企业的特质,向品牌服装运营商方向发展。我们认同公司的生产模式的转变,因为Adidas、Nike、李宁等众多服装公司均将资源集中投放在品牌、渠道建设等方面,采用外部采购为主的生产模式。

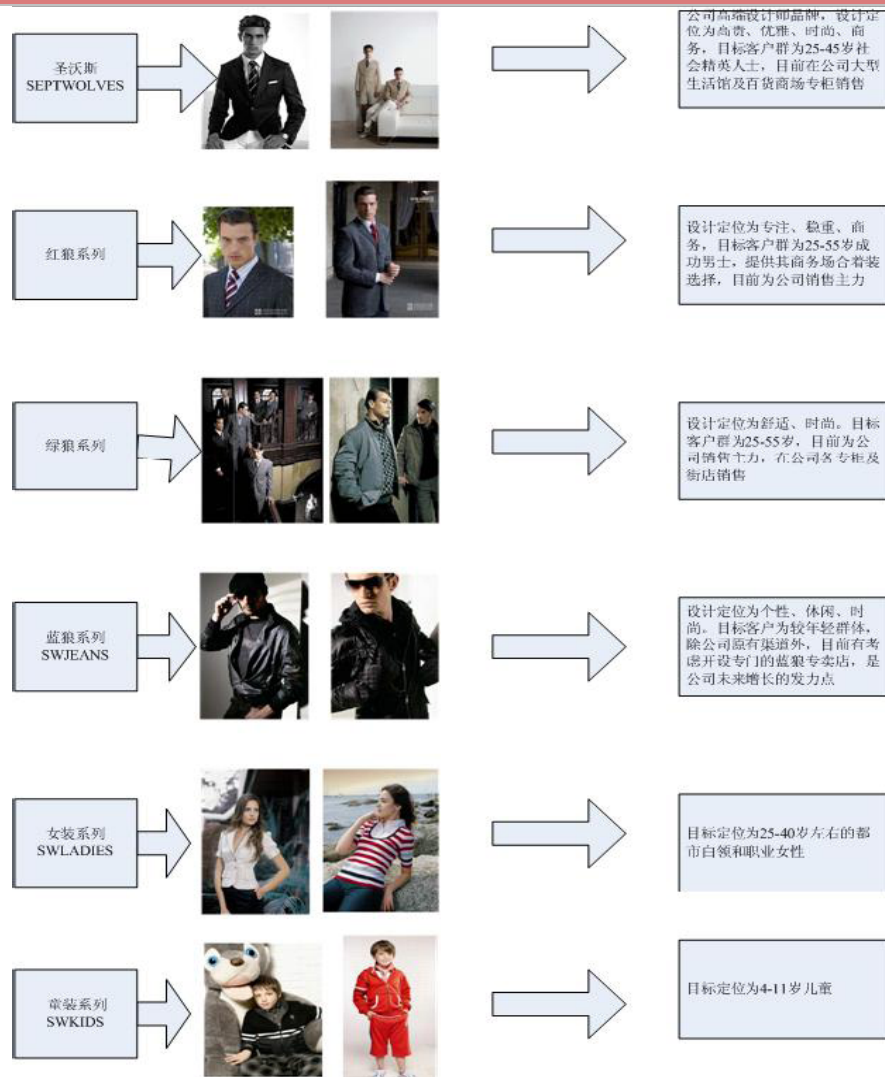
公司外部采购的质量控制: 1、公司建立了供应商档案,继续扩大供应商的考察范围,争取与更多的优秀供应商建立合作关系; 2、公司有较为完善的供应商评价体系,通过质量、价格、货期、诚信度、创新度

等多种指标对供应商进行多角度考核，并根据考核结果来决定公司产品的外部采购商。3、公司对外部采购进行严格的动态管理。首先，与外部供应商之间签订有严密的合作协议，对产品质量控制等作出了详细约定；其次，在外部采购的生产方式下，产品的整体规划与研发、产品的设计样板及工艺制作单均由公司提供，以保证产品设计风格的稳定性和独特性；最后，通过外派跟单员对供应商生产制造过程进行全程跟踪监控等一系列措施，对供应商及外部采购产品进行质量控制，以确保产品质量符合公司的要求。

品牌层次：

除了产品结构的丰富外，品牌层次也趋多元化，以满足不同收入阶层的消费能力。公司目前所拥有的品牌包括：定位休闲的“蓝狼”（08年秋季上市）、定位中端的“绿狼”、中高端的“红狼”、高端的“Septwolves（设计师品牌，08年3月底推出，其竞争对手定位于BOSS、ZEGNA、ARMANI等国际品牌）”、童装、女装。

图表 7：公司目前各品牌情况



资料来源：公司年报

公司目前主要以红狼及绿狼为主，08年约占整体销售收入的93.50%。公司系列产品成功覆盖了公司不同年龄客户群在不同生活场合的着装需求，实践公司“男士着装顾问”的产品理念。

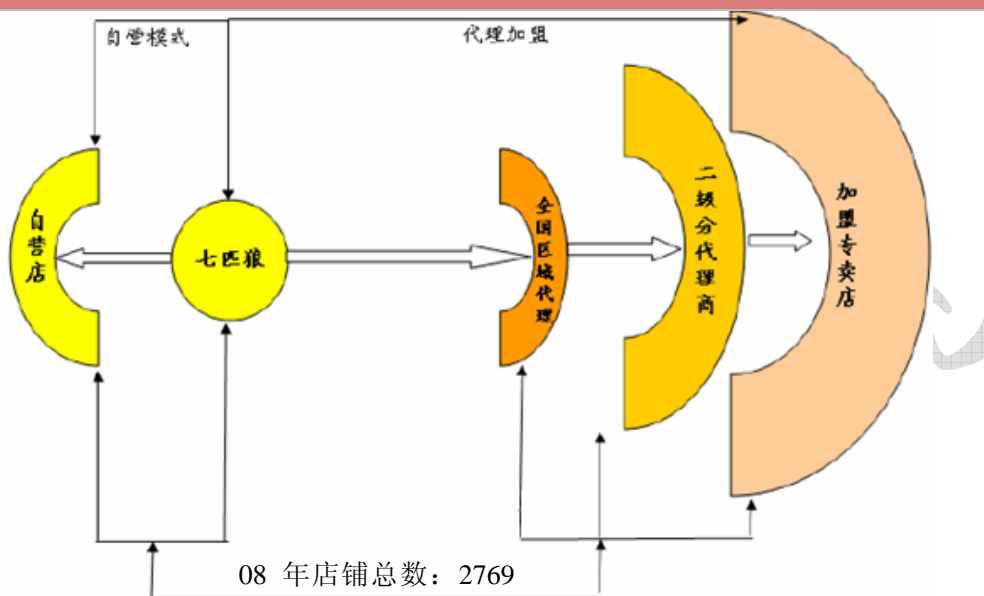
我们认同公司的丰富品牌层次战略，因为不同区域、不同收入人群有不同的购买力，而推出不同定位的品牌系列有助于吸引目前公司其他品牌尚未覆盖到的某一特定细分市场，吸引那些追求多样化的消费者。国际上著名品牌很多采用多系列多品牌，国际上最著名的包括LVMH、ARMANI、HUGO BOSS、PRADA等，国内比较成功的多系列多品牌运营者有百丽等，以百丽为例，其产品品牌组合包括了不同的时尚及价格区间，以吸引不同的消费群体。

分销模式：

公司总体上坚持以代理商销售模式为主体，在全国范围内，主要以省会城市为标准，建立了30多家总代理。由总代理商发展本区域的二级代理商和专卖店加盟商，报公司审查，最终确定。在男士生活馆以及公司管理能力强的销售区域，推行自营销售、代理商销售、联营销售相结合的复合型销售模式。从相对单一的服装销售功能向服装销售、增值服务、形象展示、新品发布等多功能的销售网络转变。另外公司在渠道扩张的同时，仍致力于加强销售渠道的管理，鼓励经销商跨区域经营，逐步实现链条的扁平化。

公司从2004年起着手直营专卖店的经营，经过4年多的经验积累，目前直营销售的比重已有了一定幅度提高，但目前占比仍然较小，收入约占10%左右，门店数量（直营加联营）占3.5%。

图表 8：公司销售模式



资料来源：塔晶投资研究中心

图表 9：公司历年门店数量（单位：家）及销售收入（单位：万元）增速情况

	04年		05年		06年		07年		08年	
	数值	同比增 长	数值	同比增 长	数值	同比增 长	数值	同比增 长	数值	同比增 长
店铺 数量	768	39.64%	968	26.04%	1457	50.52%	1976	35.62%	2769	40.13%
销售 收入	24563	33.16%	31283	27.36%	48382	54.66%	87648	81.16%	165269	88.56%

资料来源：公司年报

销售模式：

公司以大型订货会（含补强会）为主导的订货模式。并对一些在订货会之后设计的新品采用产品巡展的方式推广。订货会、补强会及产品巡展总计订货数量约占全年销售额的90%。公司零售业务主要涉及团购业务及库存产品处理，该部分收入约占销售收入5-10%。

◇ 公司竞争优势

作为休闲男装品牌运营商，公司经过近20年的发展，我们认为公司的竞争优势主要体现在优秀的品牌运作能力、快速的渠道扩张策略、信息化系统建设以及优秀的管理能力等方面。

■ 优秀的品牌运营能力

目标定位——中国POLO

公司定位于休闲服的品牌运营商，将产品定位于中高档休闲服，消费人群定位于主流中产阶层。公司明确提出以成为“中国的POLO”为目标，打造中国“男士着装顾问”。

POLO Ralph Lauren 的成功被认为是主导了一种生活方式，虽然福建其它几大休闲男装品牌也都讲求定位，打造品牌概念，但七匹狼并不局限于此，将自己的品牌升华为打造生活方式，明显比其它品牌技高

一筹。

品牌推广

公司的品牌推广策略主要从产品推广与营销推广两个方面展开：

1.产品推广：公司非常重视产品设计的差异化。在地区差异化产品设计上，根据南、北方区域消费者的消费偏好，分别设计出南方服装系列和北方服装系列；在价格差异化产品设计上，公司设计出适合不同消费阶层的蓝狼、绿狼、红狼、圣沃斯服装系列，以及童装、女装以及内衣、配饰等服饰，不断丰富产品系列。

设计力量：公司坚持“更国际化、更贴近客户需求”的设计理念。公司的设计团队分三个层次：第一，由法国设计师、日本设计师等组成的半紧密的艺术把控团队，收集国际先进的服装艺术发展状况，把控公司产品的色彩、风格定位，推动公司新产品的开发。第二，在上海、厦门设有设计中心，由香港、日本设计师组成的40多人的常设设计团队，年设计产品达到4000 SKU。第三，香港、韩国、台湾等地的设计工作室形成的契约型合作设计方。同时公司与中国流行色协会携手在七匹狼成立“男装色彩研发基地”。公司还专门聘请日本橱窗设计专家为公司旗舰店和生活馆等重要门店进行系统设计。

2.营销推广：在营销推广方面，公司主要采取广告宣传、活动赞助等形式。

广告宣传：公司的品牌推广由来自台湾地区的资深人士负责。公司广告策划与公司产品、公司市场定位等因素紧密结合。近几年公司在广告及宣传方面的投入占公司营业收入的比例在6-9%之间。公司作为休闲服的品牌运营商，广告投入较多，我们认为这符合公司的产品定位。

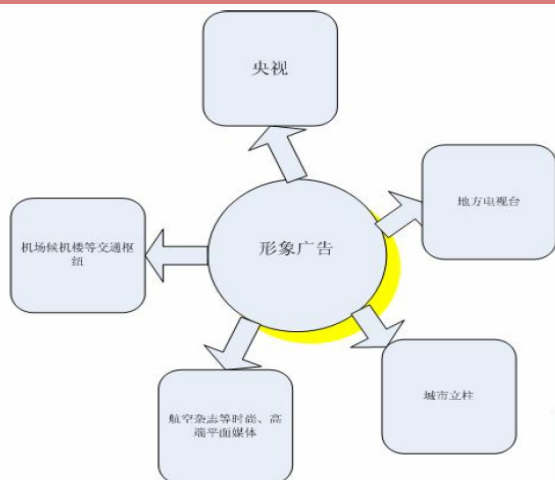
图表 10: 公司广告费用情况

年度	广告费用（万元）	占主营收入比例
2008	12064.64	7.30%
2007	7578.76	8.65%
2006	2957.02	6.11%
2005	2351.31	7.52%
2004	1506.86	6.13%

资料来源：塔晶投资研究中心

投放平台：公司注重广告投放渠道的多元化，从传统单一的电视广告转向电视广告、平面广告、户外广告相结合的广告投放策略。2008年，除传统的央视广告外，公司鼓励及支持代理商在地方电视台结合重点产品推出广告，直接促进当地产品销售；与此同时，航空杂志等平面广告、机场等交通枢纽地区以及城市立柱及灯箱等户外广告投放力度也进一步加强。多元化的广告投放进一步扩大了广告受众及影响时间，提升品牌美誉度，保证广告投放对于终端销售的良好促进作用。

图表 11: 公司广告宣传构成情况



资料来源：公司年报

广告分类：公司的广告分为形象广告和产品广告。“多面男人”是公司的整体形象广告，“在事业中勇猛无畏，在生活中温柔无限”的品牌核心价值与其他品牌的差异，无疑比其它品牌的广告营销更胜一筹。另外，还根据不同的产品，分别推出了“多彩T恤”、“双面夹克”等产品广告，显示公司成熟领先的品牌推广能力，形成了公司在品牌运作上的独特竞争优势。

活动赞助：公司携手下届奥运会举办城市伦敦，举办伦敦·七匹狼“时尚之夜”、赞助世界杯足球赛决赛的直播、皇家马德里足球俱乐部中国之行、中国警察汽车拉力赛等，公司品牌始终与拼搏、力量、竞争、团队等主题相联系，不断丰富、强化公司产品的男性品牌形象。

■ 快速的渠道扩张，占领优势门店位置

先做大再做强的渠道策略

作为品牌运营商，公司采取“先做大，再做强”的发展战略，过去几年一直以占领更广阔市场为首要目标，这一发展战略非常符合休闲服的消费特点和市场情况，也是公司逐渐拉开与其他同质竞争对手距离的关键所在。这种发展战略也需要强大的资金支持。与利郎、劲霸、柒牌等同类企业相比，公司是唯一一家上市公司，股权融资为公司销售网络的拓展提供了充足的资金来源。

图表 12：公司门店数（间）、收入（万元）情况

	04年		05年		06年		07年		08年	
	数值	同比增长 %	数值	同比增长 %	数值	同比增长 %	数值	同比增长 %	数值	同比增长 %
店铺数量	768	39.64 %	968	26.04 %	1457	50.52 %	1976	35.62 %	2769	40.13 %
销售收入	24563	33.16 %	31283	27.36 %	48382	54.66 %	87648	81.16 %	165269	88.56 %
毛利率	35.88 %		34.26 %		31.65 %		35.42 %		33.95 %	
销售费用率	11.47 %		12.17 %		11.20 %		14.47 %		14.66 %	
管理费用率	6.24 %		6.56 %		6.27 %		6.28 %		6.30 %	
净利润	2889	15.68 %	3554	23.02 %	5155	45.04 %	8870	72.07 %	15300	72.49 %

资料来源：公司年报

由上表可以看出，公司门店扩张快速，而且销售增长快于门店扩张速度。公司的扩张是积极的、有效的。

“代理制”保证了扩张速度、稳定了毛利率

这一营销模式具有投入小、扩张速度快的特点，符合公司的发展要求。特色的代理条款更帮助公司锁定了毛利率，降低了经营风险。

图表 13：代理制的优缺点

优点	缺点
1、开店成本低、扩张速度快；	1、渠道控制力度不够
2、代理商需买断货品，承担了存货风险；	2、对市场需求信息无法迅速反应
3、订货下单时缴纳预付款、提货前缴清全部货款，降低了公司回款风险；	3、品牌形象统一策划的执行力度不够
4、以“成本加成”方式制定产品价格，锁定了毛利率；	4、门店稳定性差
	5、区域性太强，区域间合作较少；

资料来源：塔晶投资研究中心

“大（强）店”战略打造稳定持久的终端形象

“大（强）店”战略对稳定门店数量、强化终端管理和提升品牌形象都有重要作用，其比重的增加是公司未来发展的方向，也是公司加强品牌运作的重要手段之一。

图表 14: 公司募集资金建设销售网络

类型	方式	面积	地理位置	功能	分析
旗舰店	依靠代理商	300-800平米	次核心商圈， 比如地级城市	发挥主力销售 以及周边专卖 店销售带动功 能	旗舰店起着巨大的 广告效应，它展示了 最新产品、最新装潢 设计、最新的服务措 施。 自营店可以更多获 得流通领域的利润， 提高公司业绩；更快 获得市场对产品的 反馈信息，更快做出 反应；有利于保持产 品价格体系稳定。 合作方式灵活
生活馆	直营	800平米以上	中心城市核心 商圈：北京、 上海、广州、 福州、西安等	形象展示、新品 发布、服务示 范、员工培训等	
专卖店	与联营商合作 依靠代理商、 经销商	300平米以下		销售功能	

资料来源：塔晶投资研究中心

公司旗舰店和生活馆比重的不断增加（08年公司及经销商共开设生活馆22家），一方面会带来销售收入的提高，另一方面会带来品牌形象的提升。

■ 重视信息化建设

服装行业信息化应用程度

我国服装行业落后于世界发达国家归根结底是科学技术的落后。在发达国家的服装企业中，以计算机和网络技术为代表的先进技术，已广泛应用于信息采集传递、产品设计、生产管理、电子商务等环节。服装CAD/CAM系统在一些国家超过80%的普及率，计算机集成制造系统（CIMS）也得到广泛应用，建成了小批量、高质量、多品种、短周期的现代化生产经营模式。而我国服装工业技术装备水平虽然近年来有很大程度的提高，但我国服装企业信息化水平仍处在初级阶段，真正实现CAD、OA、MIS系统的企业占全国服装企业的比例不足10%，已实现ERP系统的企业仅为0.3%。对绿色环保服装、功能服装等高科技产品开发和研究尚处于起步阶段，出口服装附加值低。

服装企业若能完成ERP、CRM和供应链的整合，服装企业商品的购、销、存等将进入快速流转过程，提高服装企业的市场应变能力，使得现代服装业的生产、设计和管理更趋现代化。

图表 15: 各公司的信息化建设情况

企业	信息化实施情况
NIKE	98年开始将ERP、供应链规划和CRM软件集成到一个平台上，06年完成。 耐克旧的供应链系统非常混乱，分散在全球的27套电脑系统各行其事，彼此不相沟通，因此常造成畅销品缺货，滞销品则库存太多的现象。为了建立新的供应链系统，耐克花了5亿美元加以整合，完成以后使得新品上市时间从9个月缩短到6个月，而且毛利由39.9%提升到42.9%。
佐丹奴	00-03年建立ERP，将佐丹奴分布于全球34个国家的ERP整合到自主研发的统一平台上。当佐丹奴的全球ERP整合完成后，集团高层可以随时看到任何一家店铺的销售情况、任何一个仓库的库存状态。04年建立CRM，200多万会员的所有数据都可以共享，以供佐丹奴相关部门进行分析与销售预测。
李宁	99年开始建立SAP-ERP（2000年6月，“李宁”领先NIKE半年时间在公司业务全面整合后启动ERP，时隔3年，新的零售终端系统（EPOS）项目在遍布全国的13家分公司的400多家门店全面启动，在这套系统里运行的门店销售终端POS系统，在规定时间内将每天的各项销售指标通过数据通信传到分公司的MIS系统，也同时传到总公司的MIS系统，所有的销售数据及时、准确）。06年建立SCM，实现包括原材料供应商、OEM工厂、辅料工厂以及物流供应商在同一个网络平台上交流信息的构想。
七匹狼	05年，七匹狼的ERP系统开始正式实施。实施工作被分成两个阶段：第一阶段是总公司与直营店以及分公司项目实施，第二阶段是代理商实施。 08年与国际知名软件公司ORACLE合作，引进“品类规划”、“物流管理”等五大模块，完善供应链流程。相关软件将于2009年-2011年陆续上线。

资料来源：塔晶投资研究中心

公司信息化建设情况

公司与国际知名软件公司ORACLE合作，引进“品类规划”、“物流管理”等五大模块，完善供应链流程。相关模块上线后，公司得以依据系统强大的数据分析功能，准确了解不同地区的市场品味、尺码比例，更有效地进行产品开发和设计，从而引导经销商订货更加科学合理。同时通过系统运行，将生产商、公司以及经销商终端及时有效连接，有利于缩短供应链反应时间，大大提升供应链效率。

08年，公司协调ERP实施顾问，同时有效借助外部咨询团队的力量，完成了流程的调研，相关软件将于2009年-2011年陆续上线。届时公司的运营效率将大大提高。

■ 优秀的管理能力

管理层对经济运行周期具有高度敏感性，公司较早调整策略，与经销商共渡经济不景气，并将改变原有快速的扩张计划，专注于内功的修炼，加强精细化管理。

与经销商共渡经济不景气

与经销商共渡不景气，主要包括以下几个方面：协助经销商加快存货消化，盘活现金流；放宽授信额度，缓解经销商手中现金不足无法有效进货的局面。在这种不景气的格局中，率先在2008年6、7月份提出打折清存货的决策，充分体现出七匹狼高层对于实体经济变化的高度敏锐性。

图表 16: 与经销商共渡难关



资料来源: 公司公告、塔晶投资研究中心

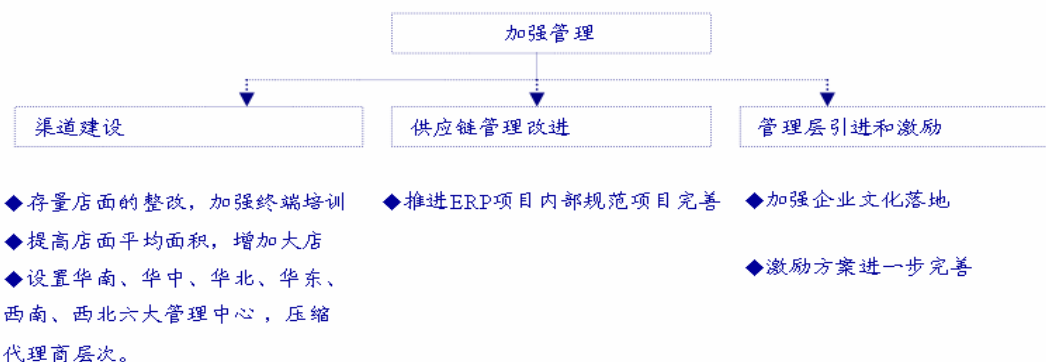
加强内部精细化管理

在渠道建设方面，七匹狼将致力于增加大店比例（前文已提到），2009年生活馆的建设仍在大力推进过程中。但是09年公司预计开店数量显著小于08年，公司目前没有下开店指标，也是考虑到经济不景气的因素。

在供应链管理方面，推进ERP等内部规范项目的完善（前文已提到）。在2011年ERP系统全部上线后，依赖系统强大的数据分析功能，更有效地进行产品开发和设计，引导经销商订货更加科学合理。

在企业文化落地、管理层激励方面，在积极寻求新进管理层和原有管理团队利益一致的框架。

图表 17: 公司加强内部管理



资料来源: 公司年报、塔晶投资研究中心

管理层对经济运行周期的高度敏感性，以及在经营过程中稳步尝试和缓慢推进的风格，在经济周期下行

的过程中可以有效的抵御风险。

◇ 行业内比较

■ 渠道扩张快速

图表 18: 七匹狼与其他公司店铺数量比较

店铺数	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	768	968	1457	1976	2769
报喜鸟	559	556	551	585	682
美邦服饰	1104	1262	1573	2106	2698
李宁	2887	3373	4333	5676	6245
班尼路	1812	2922	3237	3434	3547
佐丹奴	1585	1694	1767	1895	1825

资料来源: 塔晶投资研究中心

七匹狼的门店数虽不及李宁、班尼路的数量, 但其增长速度较快。渠道的快速扩张非常符合休闲服的消费特点和市场情况, 也是公司逐渐拉开与其他同质竞争对手距离的关键所在。

门店数量符合产品定位: 七匹狼服装的定位为中档休闲装, 因此其消费对象的范围较宽泛(普通白领), 所以其门店数量扩张较快, 数量显著大于以中高档定位的报喜鸟, 但是数量小于消费对象(学生、普通上班族)更广阔的李宁、班尼路。

■ 收入绝对额虽小, 但增速较快

图表 19: 七匹狼与其他公司服装收入比较

单位: 亿元

服装收入	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	2.45	3.13	4.84	8.69	16.25
报喜鸟	2.91	3.06	3.41	4.57	9.38
美邦服饰	—	9.17	19.84	31.57	44.74
李宁	18.78	24.51	31.80	43.49	66.90
班尼路	25.48	31.46	34.44	36.25	42.39
佐丹奴	40.03	44.13	43.72	49.50	50.48

资料来源: 塔晶投资研究中心。注: 班尼路指德永佳集团下的几大品牌合计(Baleno、S&K、I.P. Zone、ebase等)

图表 20: 七匹狼与其他公司服装收入增长比较

服装收入增长率	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	33.16%	27.36%	54.66%	79.62%	87.00%
报喜鸟	—	5.67%	11.26%	34.05%	100.22%
美邦服饰	—	—	116.4%	59.1%	41.7%
李宁	47.16%	30.48%	29.79%	36.73%	53.84%
班尼路	18.79%	23.47%	9.47%	5.26%	16.94%
佐丹奴	18.12%	10.24%	-0.93%	13.22%	2.0%

资料来源: 塔晶投资研究中心

七匹狼服装收入的绝对额相对于美邦、李宁、班尼路、佐丹奴等不在一个数量级, 一方面是因为七匹狼门店数量没有李宁、班尼路多, 另一方面七匹狼目前仍以代理制为主、直营占比很小, 但是其增速却在快速上升。

代理商模式有利于公司以最快的速度在市场上推广产品, 并且风险较小。相对而言, 直营、团购等销售模式, 公司对渠道的控制力比较强, 但是渠道投入成本以及管理成本比较高, 适合定位较高端的品牌, 或者拥有一定资金实力与市场占有率的品牌企业进行渠道扩张与升级。

图表 21: 各公司 08 年直营门店占比比较

	08 年直营门店占比
七匹狼	3.5% (直营加联营)
报喜鸟	10%
美邦服饰	15%
李宁	5%
宝姿	100%

资料来源: 塔晶投资研究中心

■ 毛利率、净利率较稳定

图表 22: 七匹狼与其他公司毛利率比较

服装毛利率	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	36.42%	34.91%	32.25%	35.68%	34.24%
报喜鸟	34.81%	36.27%	39.10%	46.78%	48.69%
美邦服饰	—	16.40%	28.20%	38.80%	45.60%
李宁	46.50%	46.00%	47.43%	47.90%	48.10%
佐丹奴	50.84%	50.83%	49.82%	47.62%	48.3%

资料来源: 塔晶投资研究中心

图表 23: 七匹狼与其他公司净利率比较

净利率	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	11.80%	11.40%	10.30%	10.10%	9.26%
报喜鸟	9.16%	9.61%	12.22%	17.70%	13.10%
美邦服饰	—	0.80%	3.40%	11.50%	13.10%
李宁	6.52%	7.62%	9.27%	10.89%	10.78%
佐丹奴	9.67%	9.20%	4.69%	5.96%	6.2%

资料来源: 塔晶投资研究中心

七匹狼公司的毛利率较稳定, 虽然低于其他品牌 (因为直营占比小), 但是由于费用控制较好, 其净利率与其他品牌接近甚至高出较多。

■ 销售、管理费用率

图表 24: 公司与其他公司销售费用率情况比较 (单位: 万元)

销售费用率	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	11.50%	12.20%	11.80%	14.50%	14.66%
报喜鸟	11.20%	13.10%	12.60%	14.80%	18.01%
美邦服饰	—	7.7%	15.30%	19.10%	21.10%
李宁	29.07%	27.88%	28.32%	28.09%	28.15%
佐丹奴	29.83%	30.57%	33.14%	32.28%	35.67%

资料来源: 塔晶投资研究中心

公司由于直营占比较小, 因此销售费用率显著低于其他品牌企业。

由于广告资源竞争逐步激烈, 公司加大在品牌宣传方面的力度, 销售费用率不断提升。公司发展战略为品牌运营企业, 随着渠道的扩张、品牌宣传的加强, 预计营业费用将维持高位。

图表 25: 公司与其他公司管理费用率情况比较

管理费用率	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年
七匹狼	6.20%	6.60%	6.10%	6.28%	6.30%
报喜鸟	9.40%	9.40%	10.00%	9.40%	11.38%
美邦服饰	—	7.20%	7.50%	4.90%	4.20%
李宁	8.98%	8.33%	7.38%	6.49%	6.60%
佐丹奴	4.30%	3.78%	3.91%	3.88%	3.57%

资料来源: 塔晶投资研究中心

公司的管理费用率则控制较好, 且比较稳定。

◇ 风险因素分析

经济增速下滑程度超越预期, 如果这种情况出现, 公司销售额提升程度可能会低于我们预期。

图表 26: 七匹狼三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	488	876	1,653	1,901	2,376	2,970	货币资金	90	709	598	844	1,009	1,182
增长率		79.5%	88.6%	15.0%	25.0%	25.0%	应收款项	33	55	165	163	186	227
主营业务成本	-329	-566	-1,092	-1,256	-1,568	-1,960	存货	156	304	404	386	483	605
%销售收入	67.4%	64.6%	66.1%	66.1%	66.0%	66.0%	其他流动资产	100	111	81	113	141	176
毛利	159	310	561	644	808	1,010	流动资产	379	1,179	1,248	1,506	1,820	2,191
%销售收入	32.6%	35.4%	33.9%	33.9%	34.0%	34.0%	%总资产	63.6%	81.0%	70.6%	76.0%	79.8%	83.2%
营业税金及附加	-3	-3	-9	-11	-14	-17	长期投资	0	69	245	265	286	308
%销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	194	144	122	98	74	49
营业费用	-57	-127	-242	-279	-352	-442	%总资产	32.5%	9.9%	6.9%	4.9%	3.2%	1.9%
%销售收入	11.8%	14.5%	14.7%	14.7%	14.8%	14.9%	无形资产	23	57	133	114	99	87
管理费用	-30	-55	-104	-120	-150	-187	非流动资产	217	277	518	477	459	444
%销售收入	6.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	%总资产	36.4%	19.0%	29.4%	24.0%	20.2%	16.8%
息税前利润 (EBIT)	69	125	205	234	293	363	资产总计	596	1,455	1,766	1,983	2,279	2,635
%销售收入	14.1%	14.3%	12.4%	12.3%	12.3%	12.2%	短期借款	46	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	15	9	11	13	应付款项	136	366	491	514	596	687
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	40	17	31	63	72	82
资产减值损失	-1	-2	-15	-4	-2	-2	流动负债	222	383	522	577	667	769
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	1	1	1	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	负债	222	383	522	577	667	769
营业利润	69	122	206	240	303	376	普通股股东权益	362	1,038	1,197	1,346	1,538	1,777
营业利润率	14.1%	14.0%	12.5%	12.6%	12.8%	12.7%	少数股东权益	12	35	48	60	74	89
营业外收支	-2	1	-3	0	0	0	负债股东权益合计	596	1,455	1,766	1,983	2,279	2,635
税前利润	67	123	202	240	303	376							
利润率	13.6%	14.1%	12.3%	12.6%	12.8%	12.7%	比率分析						
所得税	-13	-22	-38	-50	-69	-93		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税率	19.4%	18.0%	18.9%	20.8%	22.8%	24.8%	每股指标						
净利润	54	101	164	190	234	283	每股收益	0.453	0.470	0.541	0.628	0.780	0.946
少数股东损益	4	13	11	12	14	15	每股净资产	3.277	5.503	4.230	4.757	5.437	6.282
归属于母公司的净利润	50	89	153	178	221	268	每股经营现金净流	0.016	1.100	0.615	0.891	0.718	0.748
净利率	10.3%	10.1%	9.3%	9.3%	9.3%	9.0%	每股股利	0.100	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.82%	8.55%	12.79%	13.19%	14.34%	15.05%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	总资产收益率	8.39%	6.09%	8.66%	8.95%	9.68%	10.15%
净利润	55	101	164	190	234	283	投入资本收益率	13.24%	9.58%	13.38%	13.20%	14.03%	14.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	17	31	86	34	30	29	主营业务收入增长率	56.07%	79.52%	88.56%	15.00%	25.00%	25.00%
非经营收益	1	0	-11	17	-1	-1	EBIT增长率	42.13%	81.46%	63.81%	14.20%	25.00%	23.99%
营运资金变动	-70	74	-65	11	-60	-99	净利润增长率	33.37%	77.21%	72.50%	16.04%	24.24%	21.28%
经营活动现金净流	2	207	174	252	203	212	总资产增长率	47.39%	144.05%	21.33%	12.28%	14.94%	15.63%
资本开支	-70	-118	-283	14	10	10	资产管理能力						
投资	-1	-4	0	-21	-21	-21	应收账款周转天数	18.7	16.3	18.1	22.0	20.0	20.0
其他	0	0	0	1	1	1	存货周转天数	121.4	148.6	119.8	115.0	115.0	115.0
投资活动现金净流	-70	-122	-283	-6	-10	-10	应付账款周转天数	12.3	22.3	36.6	36.0	33.0	30.0
股权募资	0	595	2	0	0	0	固定资产周转天数	138.4	59.0	27.0	18.8	11.3	6.0
债权募资	46	-46	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-12	-15	-14	0	-28	-28	净负债/股东权益	-11.73%	-66.09%	-48.05%	-60.05%	-62.60%	-63.37%
筹资活动现金净流	34	534	-13	0	-28	-28	EBIT利息保障倍数	-103.1	-161.8	-13.6	-27.3	-26.3	-27.6
现金净流量	-34	619	-121	246	165	173	资产负债率	37.26%	26.31%	29.54%	29.09%	29.27%	29.18%

(奢侈品休闲品行业研究员 王焱)



【大宗商品价格】

食品行业-糖价格

主产地糖价 (单位: 人民币元/吨)

地区	最新价格	比昨天变化	比上周同期	比上月同期
柳州	3800-3820	0	40	70
南宁	3790-3800	0	40	20
昆明	3700	20	70	80
甸尾	3620-3650	20	60	40
湛江	3790	0	20	40
乌鲁木齐	3700-3750	0	0	0

资料来源: 中国食糖网 2009-06-03

最新国际油价

名称	最新价格 (\$/bbl)	涨跌幅%
Brent	65.88	-3.36
NYMEX	66.12	-3.54

资料来源: BLOOMBERG 2009-06-03

金属期货价格

名称	最新价格(USD/MT)	涨跌额	涨跌幅%
锌	1535	-75.000	-4.66
镍	14200	-450.000	-3.07
铜	4915	160.000	-3.15
铝	1482	9.000	0.61

资料来源: BLOOMBERG 2009-03-03

国际金价

名称	最新价格 (美元/盎司)	涨跌额	涨跌幅%
黄金	964.650	1.575	0.16
白银	15.4000	0.050	0.33

资料来源: BLOOMBERG 2003-06-03

农产品价格

名称	最新价值 (USd/bu.)	涨跌额	涨跌幅
玉米	431.500	-1.000	-0.23
小麦	618.000	0.5000	0.08
大豆 (CBT)	1179.250	-2.750	-0.23

资料来源: BLOOMBERG 2009-06-03

【基金服务】

■ 中美双方就首轮战略与经济对话达成重要共识

美国财政部长蒂莫西·盖特纳 2 日结束了他就任财长以来的首次中国之行。作为美国总统奥巴马的特别代表，盖特纳此行最重要的成果就是：中美双方就首轮战略与经济对话达成重要共识。

根据双方共识，中美战略与经济对话第一次会议将在 2009 年 7 月下旬在华盛顿举行。对话的重点将是涉及双方近期和长期战略利益的双边、地区和全球议题。

国家主席胡锦涛在会见盖特纳时表示，中美战略与经济对话机制是两国加深了解、互信与合作的重要平台。希望双方密切配合，加紧工作，精心准备，确保这次对话取得成功，并在今后的实践中，不断健全和完善这一机制，为新时期中美关系的发展作出应有的贡献。

在 4 月初的二十国集团(G20)伦敦金融峰会上，胡锦涛与奥巴马首度会晤。中美两国元首一致同意共同努力建设“21 世纪积极合作全面的中美关系”。在这样定位下，双方一致同意建立中美战略与经济对话机制。

新机制将此前存在的中美战略对话和中美战略经济对话合二为一。国务委员戴秉国与美国国务卿希拉里·克林顿将共同主持对话框架下的战略对话，国务院副总理王岐山与盖特纳将共同主持对话框架下的经济对话。

盖特纳在短短 40 多个小时的访问中，除了与中国领导人进行会晤外，还逐一拜访了中国商务部、财政部、国家发展改革委、银监会等中国政府财经、金融主管官员，就首轮中美战略与经济对话的准备工作、国际及中美两国金融和经济形势以及 20 国集团第三次金融峰会等重要议题与他们交换了意见。

盖特纳在与中国领导人的会见中反复强调，美中之间有着许多共同利益。美方愿在相互尊重基础上，同中方建立强有力的合作关系，共同应对国际金融危机，推动恢复世界经济增长，改革国际金融体系。

他告诉国务院总理温家宝，美国希望加强同中方在贸易、提高能效、气候变化等领域的合作，并共同致力于维护地区和世界的和平稳定。

温家宝表示，中美关系正处在一个新的历史起点上，面临进一步向前发展的机遇。双方要坚持从战略高度和长远角度出发处理中美关系，充分发挥中美战略与经济对话的作用，不断巩固和扩大共同利益的基础，切实尊重和照顾彼此核心利益。

在北京大学发表的题为《美国与中国，为经济复苏与增长加强合作》的演讲中，盖特纳甚至别出心裁地以中文呼吁中美两国“同心协力”。他表示：“中国和美国，各自以及共同，对全球经济和金融系统是如此重要。我们对国际经济体系的稳定和强健有直接的影响。我们有义务确保我们的政策和行动促进全球经济和金融系统的健康和稳定。”

“我们走到一起，因为我们有共同的利益和责任。我们也有我们各自国家的利益。”盖特纳说。

值得关注的是，盖特纳的言论与今年 2 月访问中国的希拉里·克林顿以及不久前访华的美国国会众议院

议长佩洛西如出一辙。

分析人士认为，奥巴马政府正在摒弃布什时代处理对华关系时过分在汇率、逆差等经贸议题上不断施压的“抱怨式外交”，转而以一种更为务实、亲和的姿态在更广泛的领域寻求与中国的合作，以实践两国对于双边关系的新定位。

中国现代国际关系研究院美国所研究员牛新春说，与前任财政部长保尔森相比，盖特纳首次访华所面临的国内和国际环境已经发生了重大变化。目前，金融危机成为美中两国要面对的首要问题。此外，双方在气候变化、清洁能源等领域的合作也具备了更多的现实意义。

“中美战略与经济对话机制的建立可以看作是中美将两国关系新定位付诸实施的第一步。”北京大学国际战略研究中心副主任朱峰认为，两国对双边关系的重新定位反映了双方对两国关系发展的一种战略性认识，透露出双方希望通过切实行动落实这种新的战略共识的迫切意愿。

一个有意思的小细节是，作为曾经的留学生，盖特纳在回到阔别 20 多年的北京大学时收到了一份意外的礼物——一张 28 年前他在北大留学期间拍摄的老照片。现场的盖特纳因为惊讶与激动涨红了脸，像小学生一样紧紧握住了当年中文老师傅民的双手久久不放。

对于这位新科财长而言，对于身陷金融危机泥沼的美国而言，他们都十分期望能从中国伙伴那里收到更多的“礼物”。

（来源于：新华网）

特 别 声 明

本刊所载文章版权归“上海塔晶投资管理有限公司”所有，未经事先书面授权，任何人不得进行任何形式的复制、刊登、发表或引用。

本刊所载文章基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，文章涉及信息或所表达意见均不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，仅供基金持有人了解我公司投资研究情况使用，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

上海塔晶投资管理有限公司

地址：上海浦东新区新金桥路28号新金桥大厦24层

电话：(021) 33821711 传真：(021) 33821701

网址：www.tajing.com
