

# 雅戈尔 (600177.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

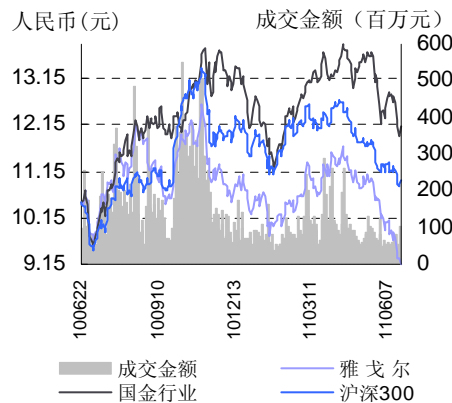
公司研究

市价(人民币): 9.02元  
目标(人民币): 12.66-13.35元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,787.15
总市值(百万元)	20,084.04
年内股价最高最低(元)	12.59/9.02
沪深300指数	2908.58
上证指数	2649.32



## 相关报告

1. 《现在和未来仍是三足鼎立》，2011.4.19
2. 《2010年中报点评》，2010.8.31

**张斌** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

**曹旭特** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030006  
(8610)66211658  
caoxt@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.466	1.200	1.252	1.374	1.676
每股净资产(元)	6.48	6.29	7.09	8.17	9.34
每股经营性现金流(元)	0.53	1.55	0.12	0.65	0.96
市盈率(倍)	9.90	9.10	7.40	6.75	5.53
行业优化市盈率(倍)	26.15	26.61	24.09	24.09	24.09
净利润增长率(%)	106.16%	-18.13%	4.33%	9.76%	21.94%
净资产收益率(%)	22.61%	19.08%	17.65%	16.82%	17.93%
总股本(百万股)	2,226.61	2,226.61	2,226.61	2,226.61	2,226.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

- **纺织服装业务底蕴深厚。**雅戈尔起步于纺织服装业务,从最初的出口延伸到内销,凭借先发优势、销售网络优势、和资源优势使得雅戈尔成为国内最著名服装品牌,其西服和衬衫市场占有率连续11年和16年全国第一。
- **地产业务高起点。**雅戈尔在90年代初即介入地产,目前储备达到330万平米,平均毛利率44%,10年在宁波市区按销售额计算的市场占有率达到25%。作为民营企业,公司地产业务的优势更加市场化。主要体现在三方面:一是对市场的把握和分析能力;二是善于精耕细作而实现单体项目收益最大化;三是注重产品的设计和创新,保证其较强的市场竞争力。
- **宁波地产市场仍有较大发展空间。**作为计划单列市,宁波购房需求主要来自于本地,受调控影响相对较小。而宁波主城区人口比例仅为39%,未来随主城区建成区的扩大,人口吸纳能力增加,将带来更多新增需求。并且宁波民营经济发达,每390人中有一个千万富豪,每6042个人中有一个亿万富豪,强大的消费水平保障了对公司高端产品的吸纳能力。
- **投资收益风险可控。**股权投资是公司利润又一来源,我们认为不必过分担心这部分业务风险。因为其开展由大股东旗下的专业投资管理公司凯石负责,凯石在国内私募基金中投资管理能力居前。并且公司持有的股权投资大部分以定增方式取得,购置成本相对股价已留出一定安全边际。此外公司目前持有PE和其他股权投资9.5亿元,成为公司未来业绩的蓄水池。
- **业绩锁定 销售可期。**公司10年末预收款达到97亿元,是我们预计11年地产收入的117%,业绩锁定率较高。而公司产品结构呈两极分布,一类是面向刚需的中低端产品,另一类是面向购买力强大消费者的顶级产品,这两类产品受调控影响都相对较小,预计公司11年仍能取得不错销售成绩
- **公司分立将成为打破估值瓶颈的重要渠道。**市场一直给予公司较低估值水平,10年公司静态市盈率仅为9.7倍,无论作为地产还是纺织类公司,这都是明显低于行业平均的估值水平,我们认为其原因在于公司复合的业务结构,如果未来公司能够成功分割纺织服装和地产资产,从而分立上市,将呈现出更清晰的业务结构和战略目标,从而将打破目前的估值瓶颈。
- **估值及投资建议。**预计公司11、12年每股收益分别为1.25和1.37元,市盈率分别为7.1和8.2倍。根据各业务对净利润的贡献,分别赋予纺织、地产和股权投资业务18倍、12倍和3倍的市盈率,公司合理价格13.35元,而公司重估每股净资产15.83元,给予20%的折价,目标价12.66元,结合两种估值方法给予公司目标价格区间12.66-13.35元,建议买入。
- **风险提示。**国家货币政策紧缩程度超出预期,影响地产销售回款速度;另外证券市场波动会对公司股权投资收益产生影响。

## 内容目录

三大动力驱动业绩增长.....	3
纺织服装业务底蕴深厚 未来平稳发展.....	3
地产业务高起点.....	4
做好地产的三个优势 .....	4
宁波 高品质地产的沃土 .....	6
业绩锁定 销售可期 .....	8
投资收益风险可控 .....	8
上市公司分立有望打破估值瓶颈 .....	10
盈利预测与估值 .....	10
风险提示 .....	13
附录：三张报表预测摘要 .....	14

## 图表目录

图表 1：近年来公司出口业务情况.....	3
图表 2：近年来公司店铺数量变化.....	3
图表 3：雅戈尔置业历史沿革 .....	4
图表 4：房地产业务各年毛利率 .....	5
图表 5：公司主要项目情况.....	6
图表 6：都市华庭 54 平米两居 .....	6
图表 7：都市华庭 75 平米 3 居 .....	6
图表 8：09 宁波规上私营工业企业利润（单位：万元） .....	7
图表 9：已申领预售证未售项目 .....	8
图表 10：可供出售金融资产情况 .....	9
图表 11：PE 投资及其他投资项目 .....	10
图表 12：各业务分拆估值 .....	错误！未定义书签。
图表 13：开发项目盈利预测.....	11
图表 14：纺织服装业务盈利预测 .....	11
图表 15：重估净资产（单位：亿元、元） .....	11
图表 16：开发物业重估净资产值 .....	12
图表 17：重点自持门店增值计算 .....	13
图表 18：自持物业增值计算.....	13

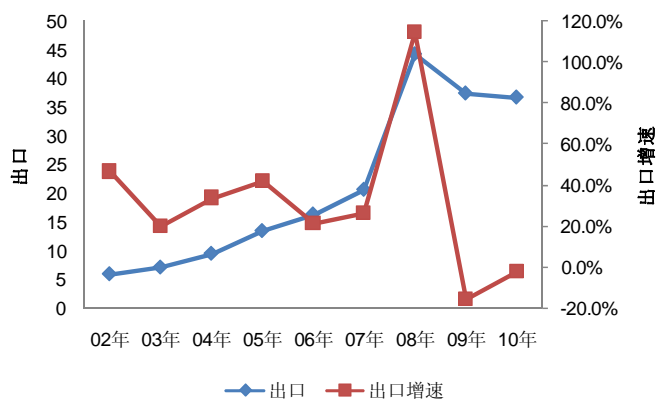
### 三大动力驱动业绩增长

- 雅戈尔主要从事三大业务：纺织服装、房地产、股权投资，其中纺织服装包括出口和以雅戈尔为主打品牌的国内零售。
- 公司起步于纺织服装业务，从出口延伸到内销，90年代中后期，凭借价廉物美的雅戈尔西服、快速开店的销售网络 and 国内初见的央视广告，雅戈尔西服更快成为国内最著名的西服品牌之一，而且至今保持重点商场西服和衬衫销售冠军。进入21世纪后，公司开始重点发展房地产业务，随着资本市场的发展，股权投资业务也逐渐成为公司重点。

### 纺织服装业务底蕴深厚 未来平稳发展

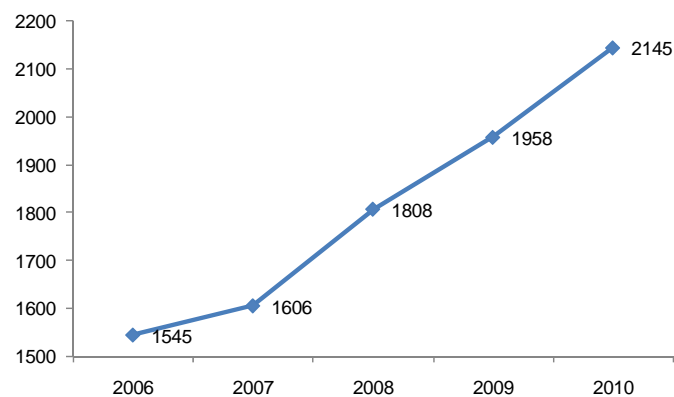
- 公司主要从事西服、衬衫和休闲服装的生产和品牌零售，生产功底深厚。01年公司开始向上游发展，但根据市场情况以及企业现状，正在进行产业的升级和转型，已于09年5月，将纺织板块中的色织布进行股权转让，由控股变为参股；公司6月21日公告，计划以不低于8000万美元向关联企业出售新马服装的股权（07年底以5000万美元购入，由于最终价格未定，投资收益暂不在盈利预测中考虑），未来公司将由生产制造型企业向品牌运营型企业转型。
- 公司纺织服装业务分为出口和国内销售两部分。2001年以前一直专注于内销，后因规模和产能扩大，为了消化部分产能，同时也为了学习国外企业的设计等，开始逐渐做外销业务，在收购新马前，占比一直不大，约为20-25%左右。2008年收购新马后，由于经济危机影响，增速放慢（图表1）。我们认为在劳动力成本上升、人民币升值的大背景下，未来公司的纺织服装出口可能与行业一样进入平稳增长期。

图表 1：近年来公司出口业务情况



来源：根据公司历年年报整理、国金证券研究所（08年出口大增主要是当年收购新马，合并报表所致）

图表 2：近年来公司店铺数量变化



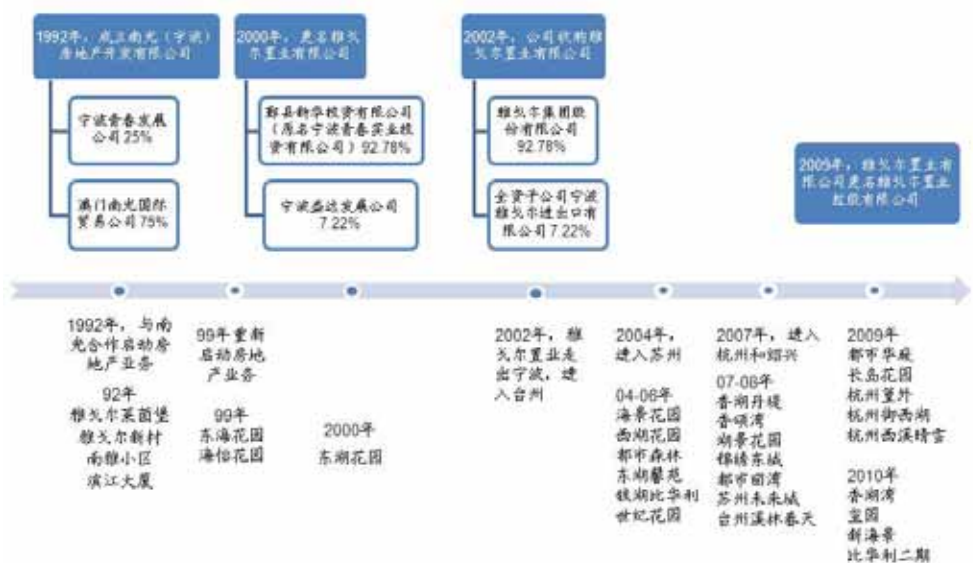
- 公司拥有雅戈尔品牌，主要产品是西服和衬衫，根据全国商业信息中心统计，市场占有率连续11年和16年全国第一。雅戈尔品牌优势体现在：
  - **先发优势：**90年代崛起的全国著名品牌，由于男正装领域时尚性较弱，消费者主观购买意愿较强，忠诚度较高，而雅戈尔多年来不断追求产品设计和质量，品牌依然在广大2/3线城市具有较强的竞争实力；
  - **销售网络优势：**公司最早涉足商场，在2/3线城市的传统商业百货中占据重要地位，与各地的传统百货有十多年的良好合作关系，这是一个令几乎所有品牌经营者都羡慕的竞争优势。此外，公司也不断加强销售网络建设，近年来店铺数量增幅保持在10%左右（图表2）；
  - **资源优势：**公司自身实力雄厚，无论是人才还是资金都有大量储备。

- 由于男正装市场多年来平稳发展，消费者忠诚度高，企业发展较多依赖内生增长，一部分依赖外延式扩张，公司始终在强化自身品牌建设，我们认为雅戈尔品牌将在未来相当长时间保持竞争实力。
- 当然，我们也认识到在休闲仍是市场主要潮流的情况下，男正装行业发展速度难有较大提高，因此，未来公司更多是凭借已有实力获得与行业相当的发展速度。

## 地产业务高起点

- 雅戈尔在服装领域的品牌广为人知，所以市场可能会认为雅戈尔兼做地产属于不专注于主营，但实际上公司迈入地产业务由来已久。
  - 雅戈尔置业成立于 1992 年，最初名为南光（宁波）房地产开发有限公司，是宁波最早的房地产开发商之一；2000 年更名为雅戈尔置业有限公司；2002 年并入上市公司旗下。
  - 92-01 年期间，雅戈尔置业累计开发各类项目 59 万平米。92 至 95 年，雅戈尔置业主要配合福利分房政策进行开发，94 年宏观调控后地产开发暂时停顿，但这一段时期公司积累了一定的低价土地储备；98 年以海怡花园项目重启商品房开发业务。
  - 02 年并入上市公司，房地产业务加速发展。02 年至今，公司累计获取项目 583 万平米；06 年，同步开发规模达到 120 万平米；10 年，宁波市区销售额达到 68 亿元，市区市场占有率达到 25%，销售额居排行榜首位，约为第 2、3、4 名合计值。
  - 地产业务有望再上一个台阶。09 年公司增资雅戈尔置业控股有限公司，整合旗下房地产业务，也表明了公司做强做大地产业务的决心。目前公司有项目储备 330 万平米，平均毛利率 44%，盈利能力较高；储备体量是 10 年宁波市六区销售面积 140 万平米的 2.36 倍，与 02-09 年公司累计开发面积持平，储备量充足，地产业务高增长可期。

图表 3：雅戈尔置业历史沿革



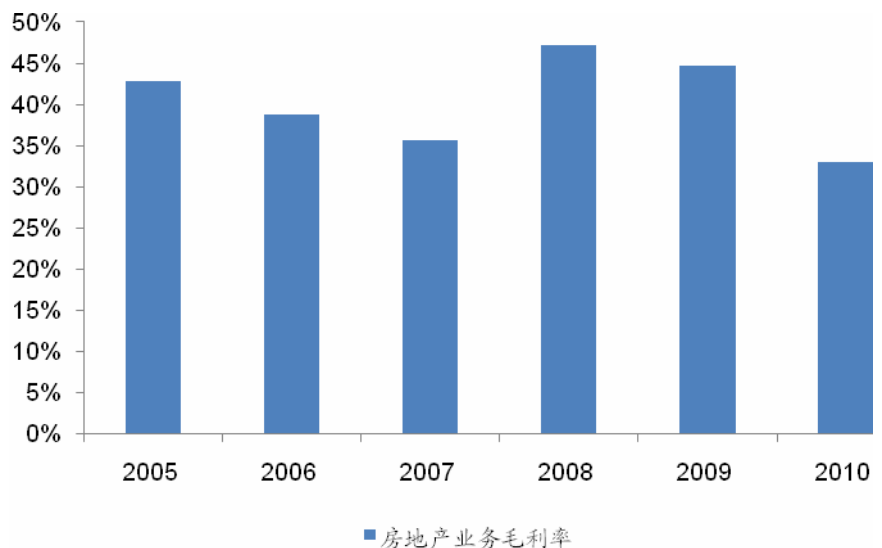
来源：国金证券研究所

## 做好地产的三个优势



- 与国有企业在资源上具有优势不同，民营企业的优势更加市场化。雅戈尔在地产业务上的优势主要有三点：一是对市场的把握和分析能力；二是善于精耕细作实现单体项目收益最大化；三是注重产品的设计、开发和创新，保证产品较强的市场竞争力。
- 公司对市场的分析和把握能力主要来自三方面：多年的从商经验、服装销售门店反馈和深耕长三角的策略。
  - 雅戈尔公司成立于 1979 年，30 年间公司资产由两万元变为 483 亿元，员工由 10 余名发展为 4.19 万人。多年的从商经验使公司在积累经验的同时，也形成较为完善的决策管理机制；
  - 由于同时涉及纺织服装业务，公司在全国分布有较多的销售门店，能够掌握各地方经济和消费情况的一手资料；
  - 同时公司项目主要分布于宁波、杭州和浙江等地，较小的管理半径给了公司管理层更多实地考察的机会，更易于发现价值洼地。
- 公司善于因地制宜，精耕细作获取单体项目最大收益。公司房地产业务并没有明确的细分产品线，因为公司更愿意奉行因地制宜，精耕细作的开发策略。
  - 市场可能会认为公司部分项目土地成本较高，如御玺园、新海景土地的溢价率分别达到 111%和 110%，御西湖地块也成为当时的杭州地王。我们认为，公司力争高价土地的背后是对地块的深入分析，根据目前市场情况，我们测算上述三个项目毛利率已分别达到 55%、50%和 63%。
  - 05-10 年公司房地产业务毛利率平均为 43%，在上市公司中处于较高水平。这主要是由于公司能够因地制宜，合理开发，挖掘出单体项目的最大收益。
  - 以新海景项目为例，项目位于宁波三江口地段，优势主要在与景观方面，公司设计 58 套 360 度全景平层，将景观优势发挥到极致，最高售价达到 7.1 万元。

图表 4：房地产业务各年毛利率



来源：国金证券研究所

图表 5：公司主要项目情况

项目	土地特点	项目特点	楼面地价	平均售价
海景花园	位于三江口，景观资源好，但土地面积小，仅有 1.3 万平米。	开创平层豪宅先河，依托优越的景观条件，以大面积户型设计和高标准精装修打造豪宅。	2733	20000
御玺园	位于鄞州中心，景观资源稀缺性不如海景花园	市区内开发别墅项目，提高项目稀缺性；卧室客厅全朝南户型设计也较为稀缺。	8700	别墅 45000 高层 30000
新海景花园	位于新三江口，位置具有稀缺性	设计 58 套 360 度全景平层，将景观优势发挥到极致	16863	最低 36000 最高 71000
御西湖	杭州市中心，重点小学学区	主打地段和学区稀缺资源，户型为 90~180 平米/套，三居全南向设计，设计偏向实用，以面向高端自住需求为主。	11745	48000

来源：国金证券研究所

- **注重产品设计、研发和创新，保证较强竞争力。**公司以“品质地产先行者”为品牌内涵，在户型设计和社区规划上都十分注重研发和创新，根据产品定位挖掘客户需要，提升项目竞争力。
  - 以都市华庭为例，高层住宅定位为首套刚需。公司在户型设计上以实用为主，得房率达到 80%，并且通过设计预留飘窗、阳台等赠送面积，变相提高得房率，增加使用空间，做到仅有 54 平米即满足两居室，75 平米满足三居室功能的效果。
  - 在社区规划上，雅戈尔有着造园大师的称谓，这一点在高端项目表现更为明显。以长岛花园为例，公司就在项目中设计了 4 万平方米中庭园林。

图表 6：都市华庭 54 平米两居



图表 7：都市华庭 75 平米 3 居



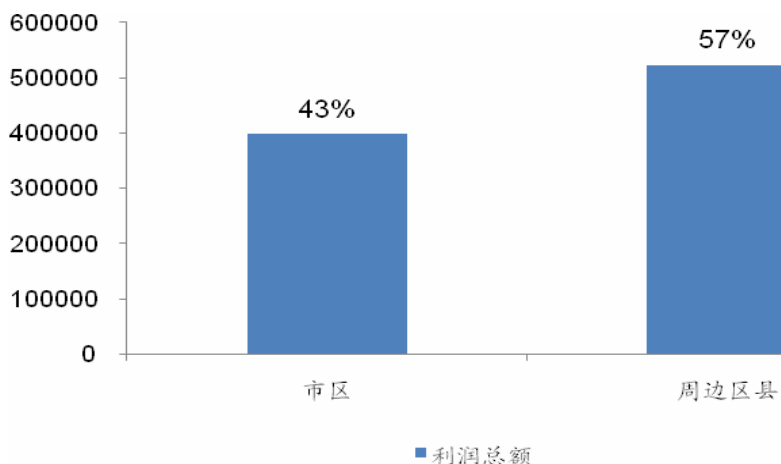
来源：国金证券研究所，搜房网，搜狐焦点

### 宁波 高品质地产的沃土

- **宁波市场的豪宅大师。**公司房地产业务始于宁波，目前储备也有 41% 位于宁波，宁波市场对于公司未来发展影响重大。公司在宁波市场上主要以高端产品为主，我们认为这与宁波房地产市场的需求相符。
  - 早在 1992 年，公司即开发莱茵堡别墅项目走在豪宅开发前列；04 开发海景花园，首创平层豪宅；10 年宁波别墅排行榜前十名中，公司占据三席，堪称宁波市场的豪宅大师。

- 多年的豪宅开发使公司在打造豪宅品牌的同时，也积累一定的客户资源。据了解，公司新海景项目预约客户中，有一半是海景花园、湖景花园的老客户，并且公司项目的优良品质获得高端客户的口碑，带来更多新客户。
- **江浙模式，藏富于民。**以民营经济为主的江浙模式下，人民能够更多的享受经济发展带来的财富增长，即这种模式下民间资本更为丰富。
  - 09年宁波规模以上工业企业中民营企业占比为73%。
  - 根据《2011胡润财富报告》，我国千万富豪人数已达96万人，亿万富豪人数已达6万人；其中宁波千万富豪有1.47万人，亿万富豪有950人。按照宁波10年底574万的人口总量，每390人中有一个千万富豪，每6042个人中有一个亿万富豪。
  - 宁波市场也的确不乏对豪宅的需求。92年，当主流住宅主要以40-50平米为主时，宁波市场即存在白云山庄、莱茵堡等别墅项目，并取得不错的销售成绩；04年，套均售价600万元的海景花园也全部售罄；10年，限购背景下，长岛花园别墅项目也基本售罄，已售的65套别墅中有23套一次性付款，30套分期付款，仅有12套按揭贷款。
- **市场仍有空间，优势可以延续。**宁波购房需求主要来自于本地，作为计划单列市，我们认为本地需求外流的比重不大，而宁波主城区人口比例较低，且周边市县民营经济也较为发达，内部需求增长也有空间。
  - 根据草根调研，我们发现宁波的购房需求主要来自本地，与杭州汇集省内需求不同。分析原因主要是杭州作为省会城市，以其行政、金融等资源优势对省内需求具有吸引力。但据此分析，宁波的购房需求向外分流比重不大，因为宁波作为计划单列市，能够满足本地购房者资源方面的需要。
  - 宁波市人口大多分布在周边区县，09年主城区人口比重为39%，未来随主城区建成区的扩大，人口吸纳能力增加，本地人口迁入空间提高。
  - 宁波周边区县民营经济发达，购买力强，存在对豪宅的需求。09年，宁波规模以上民营工业企业利润总额周边区县占比57%，以余姚为例，就有宁波富达、帅康电器、捷丰家居等知名企业。
  - 需要说明的是，公司擅长豪宅开发的同时也没有放弃普通住宅项目，苏州项目、都市华庭等都积累了普通住宅开发经验，不需要担心未来优质土地供给减少对公司经营的影响。

图表8：09宁波规上私营工业企业利润（单位：万元）



来源：国金证券研究所

### 业绩锁定 销售可期

- 10 年底，公司预收账款余额 96.7 亿元，是我们预计公司 11 年房地产业务收入 83 亿元的 117%，业绩锁定率较高。
- 10 年公司新开工约 100 万平米，积极的开工使得公司 11 年可售量充足；加上公司产品结构呈两极分布，受调控影响相对不大，预计 11 销售仍能取得良好成绩。
- 目前公司在建项目约为 182 万平米，11 年预计开工 130 万平米，假设其中 50%可到达预售状态，则公司可推盘量可达到 247 万平米。根据透明售房网数据，目前公司宁波和杭州两地已申领预售证未售项目 32 万平米，可售金额 117 亿元，与 10 年销售额持平，可售量充足。
- 11 年公司主力销售项目为宁波长岛花园、御玺园、新海景花园，苏州未来城、太阳城，杭州西溪晴雪、御西湖。其中苏州项目和杭州西溪晴雪主要面向刚需，其他项目主要为高端项目，面向改善性需求的中高端项目较少，受限购影响相对不大，预计在推盘量充足的情况下，公司 11 年仍能取得较好的销售业绩。

图表 9：已申领预售证未售项目

	可售面积（平方米）	平均售价(元/平米)*	可售金额(亿元)
长岛花园	118112	36410	43
香湖湾	20455	13277	3
御玺园	53806	35926	19
新海景花园	72609	46511	34
杭州西溪晴雪	41043	28227	12
杭州御西湖	12310	54529	7
合计	318334		117

来源：国金证券研究所，透明售房网（\*平均售价为已售部分均价）

### 投资收益风险可控

- 依靠专业管理和审慎的投资方式控制风险。10 年公司金融投资业务实现净利润 12.5 亿元，比重较大，市场可能会担心这一块业务风险较高，影响公司未来业绩。我们认为这种担心是不必要的。
- 公司投资业务主要依托凯石公司的运营平台，凯石是大股东旗下的投资管理有限公司，在国金证券 10 年四季度私募基金评价中，短期为五星级，中期被评为四星级，投资管理能力居前。
- 公司持有的可供出售股权投资大部分以定向增发方式取得，购置成本安全性较高，10 年底合计浮盈 55 亿元，按目前收盘价计，较年底又合计增值 8.73 亿元。



**图表 10: 可供出售金融资产情况**

简称	股数 (万股)	投资成本 (元)	期末市值 (万元)	当前市值 (万元)	当前出售可确 认的投资收益	当前出售影响 的资本公积	会计处理方法
中信证券	10000	5718.4	125900	138900	133 81.6	-120181.6	1、资产负债 表日以公允价 值计量，公允 价值变动计入 所有者权益— 资本公积， 同时调整可供 出售金融资产 账面值；  2、出售时， 将资本公积中 确认的公允价 值累计变动额 及出售时公允 价值与账面值 差额计入投资 收益，即出售 时确认的投资 收益数额为出 售时公允价值 与初始投资额 差额。
宁波银行	17900	1815	221960	240934	222779	-203805	
	7050	80722.5	87420	94893	14170.5	-6697.5	
广博股份	3264.62	983.2	27194.28	29414.2262	28431.0262	-26211.08	
浦发银行	13783.6	175900	170778.86	200413.544	24513.544	5121.14	
苏宁电器	6000	68800	78600	78120	9320	-9800	
中联重科	7500	56100	06050	117975	61875	-49950	
传化股份	179	2271.51	3298.97	4433.83	2162.32	-1027.46	
东力传动	700	8960	13342	17612	8652	-4382	
福田汽车	1400	25284	33992	30212	4928	-8708	
徐工机械	7860	119865	224796	207425.4	87560.4	-104931	
中国国航	5000	57900	68400	57350	-550	-10500	
金种子	600	9612	12522	11256	1644	-2910	
凌云股份	950	14725	15817.5	14772.5	47.5	-1092.5	
上海汽车	8700	120669	127716	157383	36714	-7047	
华鲁恒升	910	12030.2	12585.3	16216.2	4186	-555.1	
黔源电力	534.31	9110	11268.61	11621.2425	2511.2425	-2158.61	
合计		786805.81	1341641.52	1428931.943	642126.133	-554835.71	

来源：国金证券研究所（当前市值截至 4 月 25 日）

- **PE 投资成为业绩蓄水池。**公司目前有 PE 投资和其他股权投资 9.5 亿元，由于考会计核算科目为长期股权投资，以成本法和权益法核算，增值收益并不在各期分摊，上市时将增值一并计入资本公积，处置确认为投资收益，这一块能够成为公司未来业绩的蓄水池。
- 成本法下，持有期间被投资公司实现利润不确认投资收益，宣告分派股利时确认投资收益，累计分派股利高于投资后累计实现净损益时抵减长期股权投资账面值；出售时，确认公允价值与账面值差额为投资收益。
- 权益法下，持有期间按被投资公司实现净利润和持股比例确认投资收益，同时调账长期股权投资账面值，被投资公司净损益外的其他所有者权益变动，计入资本公积同时调整长期股权投资账面值；出售时，按照公允价值与账面值差额计入投资收益，同时结转以前年度确认的相关资本公积。
- 海南天然橡胶产业集团股份有限公司已于 2011 年 1 月 7 日在上海证券交易所上市，按 4 月 25 日收盘价计，增值 1.8 亿。重分类至可供出售金融资产后，增加每股资本公积 0.08 元。

**图表 11: PE 投资及其他投资项目**

投资项目	投资成本 (万元)	持股比例	情况	会计核算方法
山西阳光焦化 (集团) 有限公司	9240	6.00%		成本法
杭州创业软件股份有限公司	3206.42	16.50%		
宁波金田铜业 (集团) 股份有限公司	13320	3.05%		
浙商产保险股份有限公司"	18000	18.00%		
海南天然橡胶产业集团股份有限公司	6095.39	0.64%	已上市, 增值 296%*	
银联商务有限公司	13600	2.02%		
浙江向阳渔港股份有限公司	3384	11.27%		
深圳中欧创业投资合伙企业 (有限合伙)	3000	15.00%		
绵阳科技城产业投资基金 (有限合伙)	13280.84	2.22%		
无锡领峰创业投资有限公司	11500	38.33%		权益法
合计	94626.65			

来源: 国金证券研究所 (\*按照 4 月 25 日收盘价计)

### 上市公司分立有望打破估值瓶颈

- 市场一直给予雅戈尔较低的估值水平, 10 年公司静态市盈率仅为 7.3 倍, 无论作为地产还是纺织类公司, 这都是明显低于行业平均的估值水平, 我们认为其原因在于公司复合的业务结构, 市场可能认为这种业务结构之间缺乏有机联系, 战略重点不突出, 从而对公司的估值水平大打折扣。
- 我们认为上市公司分立可能成为打破雅戈尔估值瓶颈的一个渠道。所谓上市公司分立, 是指对上市公司的资产和负债进行分割, 将原上市公司分立成两家分别独立上市的公司, 原上市公司股东从持有一家上市公司股份变成同时持有两家上市公司股份。也即将雅戈尔的地产和纺织服装业务的资产和负债分割, 上市公司原股东从拥有目前上市公司股份, 从成为雅戈尔地产和雅戈尔服装量价
- 上市公司分立目前已经具有明确的法律依据, 我国《公司法》第 7 章对公司分立的条件和程序作出了原则性规定。上市公司分立之前也曾有过成功案例, 2010 年 2 月证监会核准了 ST 东北高分立为龙江交通和吉林高速, 每股东北高速转换为一股龙江交通股份和一股吉林高速, 成为我国首家实现分立的上市公司。
- 雅戈尔如果能够成功分割纺织服装和地产资产, 从而分立上市, 将呈现出更清晰的业务结构和战略目标, 从而将打破目前的估值瓶颈, 原股东也将会得到更合理的市值回报。

### 盈利预测与估值

- 预计公司 11、12 年每股收益分别为 1.25 和 1.37 元, 动态市盈率分别为 7.1 和 8.2 倍。根据各业务对公司净利润的贡献, 分别赋予纺织、地产和股权投资业务 18 倍、12 倍和 3 倍的市盈率, 公司合理价格 13.35 元。
- 公司重估每股净资产 15.83 元, 给予 20% 的折价, 目标价格 12.66 元。
- 结合两种估值方法, 给予公司目标价格区间 12.66-13.35 元, 建议买入。

**图表12：各业务分拆估值**

	10 年每股收益	11 年每股收益	12 年每股收益	11 年市盈率	11 年估值
服装	0.32	0.39	0.43	18	7.07
房地产	0.31	0.41	0.48	12	4.94
投资收益	0.56	0.45	0.47	3	1.34
	1.18	1.25	1.37		13.35

来源：国金证券研究所

**图表 13：开发项目盈利预测**

	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益	土地增值税		
	2011E	2012 E	2013 E	2011 E	2012 E	2013 E	2011 E	2012 E	2013 E		2011 E	2012 E	2013 E
御玺园			11.00	26000	26000	26000			49%	100%			271
比华利二期			3.00	20000	20000	20000			59%	100%			92
新海景花园		5.80		40000	40000	40000		38%		100%		0	
香湖湾		6.20		14000	14000	14000		55%		100%		107	
都市华庭	9.00	0.49		14400	16000	16000	45%	50%		100%	100	8	
长岛花园	10.00	8.00	4.18	30000	30000	30000	58%	58%	58%	100%	441	353	184
锦绣东城	5.00			13500	13500	13500	42%			100%	44		
慈溪香湖丹堤二期			8.00	10000	10000	10000			46%	100%			63
苏州太阳城	15.00		15.00	10300	10300	10300	42%		42%	100%	101		101
苏州未来城三四五期	4.00	11.78		12500	13000	14500	40%	42%		100%	28	101	
杭州望外 1	10.00			17000	17000	17000	40%			50%	48		
杭州望外 2			5.00	17000	17000	17000			30%	50%			0
杭州御西湖			5.00	40000	40000	40000			58%	100%			296
杭州西溪晴雪		10.00		24000	24000	24000		46%		100%		194	
绍兴围炉别墅			10.90	10000	10000	10000			54%	65%			86
合计	53	42	62								763	763	1093

来源：国金证券研究所

**图表 14：纺织服装业务盈利预测**

			收入				毛利率				成本	
项目	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2010	2011 E	2012 E	2013 E	2010	2011 E	2012 E	2013 E
西服	1339	1539	1770	2036	50%	50%	50%	50%	674	777	894	1028
衬衫	2549	2648	2751	2859	34%	34%	34%	34%	1672	1748	1816	1887
其他	2151	2349	2549	2799	33%	33%	33%	33%	1434	1574	1708	1875
纺织	1331	1453	1555	1656	22%	25%	25%	25%	1036	1090	1166	1242

来源：国金证券研究所

**图表 15：重估净资产（单位：亿元、元）**

	账面净资产	开发物业	服装纺织	自持重估	轻纺城	重估净资产
重估值	140.1	82.9	69.9	49.0	10.6	352.5
每股重估值	6.29	3.72	3.14	2.20	0.47	15.83

来源：国金证券研究所

**图表 16：开发物业重估净资产值**

	未结算面积	均价	毛利率	账面值	税费合计	净现值	增值额	公司权益	权益增值额
高新区 2 号地块 1	10.00	20000	36%	10.073	3.85	11.824	1.75	100%	1.75
高新区 2 号地块 2	11.17	20000	36%	11.252	4.29	12.343	1.09	100%	1.09
滨江庆丰地块 1	7.00	27000	27%	12.169	3.21	12.240	0.07	100%	0.07
滨江庆丰地块 2	0.09	27000	27%	0.156	0.04	0.147	0.00	100%	0.00
雅戈尔大道 1 号地块 1	8.00	17000	71%	1.479	6.35	4.713	3.23	100%	3.23
雅戈尔大道 1 号地块 2	5.51	17000	71%	1.019	4.37	3.033	2.01	100%	2.01
御玺园 1	11.81	26000	49%	11.183	9.07	16.563	5.38	100%	5.38
比华利二期 1	3.42	20000	59%	1.747	2.49	3.257	1.51	100%	1.51
新海景花园 1	5.81	40000	38%	10.624	4.55	14.235	3.61	100%	3.61
香湖湾 1	6.30	14000	55%	1.344	2.91	3.268	1.92	100%	1.92
宁大成教学院地块 1	5.00	25000	53%	4.403	3.96	6.308	1.90	100%	1.90
宁大成教学院地块 2	0.76	25000	53%	0.669	0.60	0.896	0.23	100%	0.23
慈溪香湖丹堤二期 1	8.48	10000	46%	0.484	2.33	2.249	1.77	100%	1.77
慈溪香湖丹堤三期 1	4.27	10000	44%	0.367	1.14	1.134	0.77	100%	0.77
苏州太阳城 1	15.00	10300	42%	3.344	3.95	5.793	2.45	100%	2.45
苏州太阳城 2	15.00	10300	42%	3.344	3.95	5.973	2.63	100%	2.63
苏州太阳城 3	15.00	10300	42%	3.344	3.95	5.582	2.24	100%	2.24
苏州太阳城 4	17.16	10300	42%	3.826	4.52	5.968	2.14	100%	2.14
苏州太阳城 5	17.16	10609	44%	3.826	4.83	5.765	1.94	100%	1.94
苏州相城（雅戈尔帝豪）1	9.40	13000	35%	1.666	2.31	3.599	1.93	100%	1.93
东吴 AB1	9.18	13000	63%	2.073	4.62	4.334	2.26	100%	2.26
上海普陀长风商务区 1	13.07	35000	19%	10.170	6.77	11.246	1.08	100%	1.08
杭州申花单元 1	13.50	25000	17%	7.260	4.86	7.813	0.55	100%	0.55
杭州中海雅戈尔墅外 1-1	10.00	17000	40%	5.154	4.15	7.635	2.48	50%	1.24
杭州中海雅戈尔墅外 2-1	5.00	17000	30%	3.469	1.49	4.322	0.85	50%	0.43
杭州中海雅戈尔墅外 2-2	5.81	17000	30%	4.031	1.73	4.694	0.66	50%	0.33
都市华庭 1	9.49	14400	45%	4.660	3.71	6.944	2.28	100%	2.28
长岛花园 1	10.00	30000	58%	8.570	10.72	15.113	6.54	100%	6.54
长岛花园 2	8.00	30000	58%	6.856	8.58	12.045	5.19	100%	5.19
长岛花园 3	4.19	30000	58%	3.591	4.49	6.274	2.68	100%	2.68
杭州御西湖 1	12.57	40000	58%	16.942	18.02	27.289	10.35	100%	10.35
杭州西溪晴雪 1	10.09	24000	46%	10.073	6.70	14.162	4.09	100%	4.09
绍兴围炉别墅 1	10.90	10000	54%	2.299	3.57	4.628	2.33	65%	1.51
绍兴围炉别墅 2	10.08	10000	54%	2.126	3.30	4.000	1.87	65%	1.22
锦绣东城 1	10.45	13500	42%	5.666	3.60	7.807	2.14	100%	2.14
苏州未来城三四五期 1	10.81	13000	42%	1.995	3.59	4.415	2.42	100%	2.42
合计	329.48			181.25	162.60	267.61	86.37		82.90

来源：国金证券研究所



**图表 17: 重点自持门店增值计算**

项 目	建筑面积 (万平方米)	原始成本 (亿元)	获取时间	当前价值 (亿元)	增值倍数
杭州英特物业	0.99	4.50	2010 年收购	5.45	0.21
上海中宝银楼	0.60	1.52	2005 年收购	5.97	2.93
雅戈尔滨江大厦	0.40	0.12	2002 年竣工	2.50	19.70

来源：国金证券研究所，公司公告

**图表 18: 自持物业增值计算**

面积	账面原值				重估值	账面净值	增值额
	10 年新增	09 年新增	08 年以前新增				
19	26	9	2	17	71	22	49

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 国家货币政策紧缩程度超出预期，影响地产销售回款速度；另外证券市场波动会对公司股权投资收益产生影响。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,780</b>	<b>12,279</b>	<b>14,514</b>	<b>16,706</b>	<b>18,223</b>	<b>20,348</b>
增长率		13.9%	18.2%	15.1%	9.1%	11.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,915</b>	<b>-7,563</b>	<b>-9,635</b>	<b>-10,424</b>	<b>-11,190</b>	<b>-11,965</b>
%销售收入	64.1%	61.6%	66.4%	62.4%	61.4%	58.8%
<b>毛利</b>	<b>3,866</b>	<b>4,716</b>	<b>4,879</b>	<b>6,281</b>	<b>7,033</b>	<b>8,382</b>
%销售收入	35.9%	38.4%	33.6%	37.6%	38.6%	41.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-255</b>	<b>-350</b>	<b>-971</b>	<b>-1,682</b>	<b>-1,765</b>	<b>-2,213</b>
%销售收入	2.4%	2.9%	6.7%	10.1%	9.7%	10.9%
<b>营业费用</b>	<b>-978</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,139</b>	<b>-1,336</b>	<b>-1,458</b>	<b>-1,628</b>
%销售收入	9.1%	8.9%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>管理费用</b>	<b>-801</b>	<b>-813</b>	<b>-1,004</b>	<b>-1,002</b>	<b>-1,093</b>	<b>-1,221</b>
%销售收入	7.4%	6.6%	6.9%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,832</b>	<b>2,454</b>	<b>1,765</b>	<b>2,261</b>	<b>2,716</b>	<b>3,321</b>
%销售收入	17.0%	20.0%	12.2%	13.5%	14.9%	16.3%
<b>财务费用</b>	<b>-451</b>	<b>-301</b>	<b>-421</b>	<b>-139</b>	<b>-142</b>	<b>-112</b>
%销售收入	4.2%	2.5%	2.9%	0.8%	0.8%	0.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1,408</b>	<b>-28</b>	<b>31</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-1</b>	<b>35</b>	<b>-32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2,222</b>	<b>1,979</b>	<b>2,058</b>	<b>1,600</b>	<b>1,680</b>	<b>1,764</b>
%税前利润	93.6%	48.3%	56.2%	43.0%	39.5%	35.5%
<b>营业利润</b>	<b>2,193</b>	<b>4,140</b>	<b>3,401</b>	<b>3,714</b>	<b>4,254</b>	<b>4,972</b>
营业利润率	20.3%	33.7%	23.4%	22.2%	23.3%	24.4%
<b>营业外收支</b>	<b>182</b>	<b>-42</b>	<b>260</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,375</b>	<b>4,098</b>	<b>3,661</b>	<b>3,717</b>	<b>4,257</b>	<b>4,975</b>
利润率	22.0%	33.4%	25.2%	22.3%	23.4%	24.4%
<b>所得税</b>	<b>-584</b>	<b>-603</b>	<b>-726</b>	<b>-929</b>	<b>-1,064</b>	<b>-1,244</b>
所得税率	24.6%	14.7%	19.8%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>1,792</b>	<b>3,494</b>	<b>2,934</b>	<b>2,788</b>	<b>3,192</b>	<b>3,731</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>208</b>	<b>230</b>	<b>262</b>	<b>0</b>	<b>133</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,583</b>	<b>3,264</b>	<b>2,672</b>	<b>2,788</b>	<b>3,060</b>	<b>3,731</b>
净利率	14.7%	26.6%	18.4%	16.7%	16.8%	18.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>1,792</b>	<b>3,264</b>	<b>2,934</b>	<b>2,788</b>	<b>3,192</b>	<b>3,731</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>1,823</b>	<b>488</b>	<b>437</b>	<b>376</b>	<b>369</b>	<b>369</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-1,831</b>	<b>-1,707</b>	<b>-1,619</b>	<b>-2,518</b>	<b>-1,516</b>	<b>-1,630</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-930</b>	<b>-874</b>	<b>2,161</b>	<b>-381</b>	<b>-595</b>	<b>-333</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>853</b>	<b>1,171</b>	<b>3,914</b>	<b>265</b>	<b>1,450</b>	<b>2,137</b>
<b>资本开支</b>	<b>-4,158</b>	<b>-628</b>	<b>-751</b>	<b>-34</b>	<b>-206</b>	<b>-207</b>
<b>投资</b>	<b>2,125</b>	<b>-1,986</b>	<b>-2,321</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-733</b>	<b>-378</b>	<b>-112</b>	<b>1,600</b>	<b>1,680</b>	<b>1,764</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,766</b>	<b>-2,993</b>	<b>-3,184</b>	<b>1,565</b>	<b>1,474</b>	<b>1,557</b>
<b>股权募资</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>4,465</b>	<b>1,454</b>	<b>4,083</b>	<b>-4,900</b>	<b>-1,644</b>	<b>-2,889</b>
<b>其他</b>	<b>-1,633</b>	<b>-1,510</b>	<b>-2,151</b>	<b>-86</b>	<b>-1,280</b>	<b>-805</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,891</b>	<b>-57</b>	<b>1,972</b>	<b>-4,986</b>	<b>-2,924</b>	<b>-3,694</b>
<b>现金净流量</b>	<b>977</b>	<b>-1,878</b>	<b>2,703</b>	<b>-3,156</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>货币资金</b>	<b>3,983</b>	<b>2,103</b>	<b>4,356</b>	<b>1,200</b>	<b>1,200</b>	<b>1,200</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,439</b>	<b>2,007</b>	<b>2,714</b>	<b>2,601</b>	<b>2,837</b>	<b>3,168</b>
<b>存货</b>	<b>13,335</b>	<b>18,257</b>	<b>18,727</b>	<b>18,564</b>	<b>19,927</b>	<b>21,308</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,648</b>	<b>1,327</b>	<b>2,868</b>	<b>2,702</b>	<b>2,817</b>	<b>2,933</b>
<b>流动资产</b>	<b>20,405</b>	<b>23,694</b>	<b>28,665</b>	<b>25,067</b>	<b>26,782</b>	<b>28,610</b>
%总资产	64.5%	56.5%	59.4%	56.7%	58.5%	60.3%
<b>长期投资</b>	<b>5,824</b>	<b>12,647</b>	<b>14,424</b>	<b>14,425</b>	<b>14,424</b>	<b>14,424</b>
<b>固定资产</b>	<b>4,877</b>	<b>5,046</b>	<b>4,722</b>	<b>4,466</b>	<b>4,309</b>	<b>4,152</b>
%总资产	15.4%	12.0%	9.8%	10.1%	9.4%	8.7%
<b>无形资产</b>	<b>454</b>	<b>443</b>	<b>339</b>	<b>263</b>	<b>262</b>	<b>262</b>
<b>非流动资产</b>	<b>11,227</b>	<b>18,240</b>	<b>19,598</b>	<b>19,156</b>	<b>18,997</b>	<b>18,839</b>
%总资产	35.5%	43.5%	40.6%	43.3%	41.5%	39.7%
<b>资产总计</b>	<b>31,632</b>	<b>41,934</b>	<b>48,263</b>	<b>44,223</b>	<b>45,779</b>	<b>47,449</b>
<b>短期借款</b>	<b>8,343</b>	<b>8,656</b>	<b>13,940</b>	<b>9,155</b>	<b>7,512</b>	<b>4,622</b>
<b>应付款项</b>	<b>7,454</b>	<b>9,807</b>	<b>12,123</b>	<b>11,577</b>	<b>12,591</b>	<b>13,950</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>2,050</b>	<b>2,277</b>	<b>1,527</b>	<b>2,366</b>	<b>2,027</b>	<b>2,609</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,848</b>	<b>20,741</b>	<b>27,590</b>	<b>23,098</b>	<b>22,129</b>	<b>21,181</b>
<b>长期贷款</b>	<b>2,335</b>	<b>3,389</b>	<b>4,129</b>	<b>4,129</b>	<b>4,129</b>	<b>4,130</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1,542</b>	<b>2,231</b>	<b>1,336</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>21,724</b>	<b>26,361</b>	<b>33,056</b>	<b>27,227</b>	<b>26,258</b>	<b>25,311</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,011</b>	<b>14,435</b>	<b>14,007</b>	<b>15,797</b>	<b>18,188</b>	<b>20,806</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>896</b>	<b>1,139</b>	<b>1,200</b>	<b>1,200</b>	<b>1,332</b>	<b>1,332</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>31,632</b>	<b>41,934</b>	<b>48,263</b>	<b>44,223</b>	<b>45,779</b>	<b>47,449</b>

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.711	1.466	1.200	1.252	1.374	1.676
每股净资产	4.047	6.483	6.291	7.094	8.169	9.344
每股经营现金净流	0.740	0.532	1.553	0.119	0.651	0.960
每股股利	0.300	0.550	0.500	0.500	0.300	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.57%	22.61%	19.08%	17.65%	16.82%	17.93%
总资产收益率	5.01%	7.78%	5.54%	6.30%	6.68%	7.86%
投入资本收益率	6.25%	7.01%	4.10%	5.60%	6.54%	8.06%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	53.26%	13.90%	18.20%	15.10%	9.08%	11.66%
EBIT增长率	81.35%	33.97%	-28.10%	28.10%	20.16%	22.27%
净利润增长率	-36.05%	106.16%	-18.13%	4.33%	9.76%	21.94%
总资产增长率	-10.50%	32.57%	15.09%	-8.37%	3.52%	3.65%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	21.2	21.7	17.0	17.0	17.0	17.0
存货周转天数	546.5	762.3	700.6	650.0	650.0	650.0
应付账款周转天数	29.2	27.4	28.4	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	152.6	137.8	96.6	76.1	62.6	49.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	67.57%	58.11%	82.71%	64.41%	47.66%	28.98%
EBIT利息保障倍数	4.1	8.2	4.2	16.3	19.1	29.6
资产负债率	68.68%	62.86%	68.49%	61.57%	57.36%	53.34%

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	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	2	2
买入	0	1	2	5	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.75	1.73	1.72

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 2009-08-30	买入	11.27	N/A
2 2010-03-23	买入	13.61	N/A
3 2010-08-31	买入	11.35	N/A
4 2011-04-19	买入	11.46	N/A

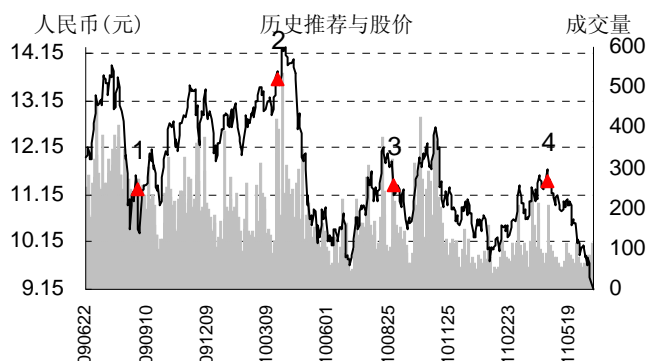
来源：国金证券研究所

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



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 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。

### 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。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室