

雅戈尔 (600177.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

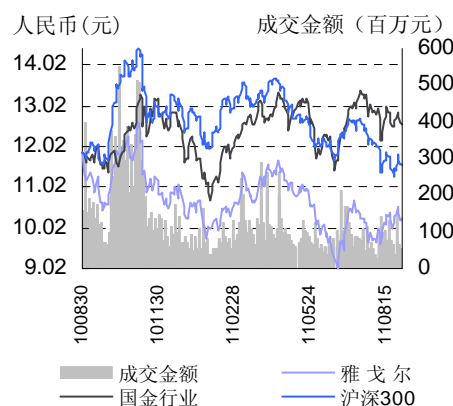
市价(人民币): 10.24元

并驾齐驱的三辆马车

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)	22,800.50
年内股价最高最低(元)	12.59/9.02
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《价值低估的多面能手》，2011.6.23
2. 《现在和未来仍是三足鼎立》，2011.4.19
3. 《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	8.18	7.45	6.11
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

业绩简评

- 上半年公司实现营业收入 53.9 亿元, 同比上升 0.71%, 净利润 8.37 亿元, 同比增长 44%, 每股收益 0.38 元, 符合预期。

经营分析

- **服装业务盈利水平大幅提升。**上半年公司整体毛利率为 38.3%, 较去年同期上升了 6.3 个百分点, 主要是受服装业务毛利提升带动。上半年服装业务毛利率 46.5%, 较去年同期上升 9.2 个百分点, 一方面由于公司缩减代工业务, 另一方面是毛利较高自主品牌内销比重提升。上半年公司实现国内服装销售收入 18.95 亿元, 同比增长 26.43%, 这部分毛利率高达 65%。
- **地产销售尚佳:**上半年公司实现销售 32.3 亿元, 同比下降 41.8%, 但市场竞争力仍然较强。上半年公司宁波市场占有率第一位, 新海景、御玺园和长岛花园项目均跻身宁波项目销售十强, 苏州太阳城项目也位列苏州项目销售排行榜第 7 位。下半年销售仍值得期待, 公司预计在 9 月推出比华利项目, 售价在 5 万元左右, 此外东湖茶亭、高新区项目和成教地块也有望在下半年达到可售状态。
- **拿地稳健:**拿地方面公司较为稳健, 上半年没有新增项目。我们认为这符合当前调控形势, 公司业务主要在杭州、宁波和苏州等热点城市, 在调控导致房价下行压力较大, 而地价尚未调整时, 不急于拿地有利于公司长远发展。上半年受施工进度影响, 仅结算苏州太阳城一个项目, 但由于费用确认与结算的不配比导致上半年地产业务净利率较低, 不会影响全年盈利水平。
- **投资收益弹性大:**报告期公司通过处置可供出售金融资产取得投资收益 7.62 亿元, 是去年全年的 40.9%, 投资业务净利润 4 亿元, 同比增长 680%。报告期末可供出售金融资产 121.1 亿元, 账面浮盈 39.2 亿元, 这部分资产能够增加公司业绩弹性, 储备盈利可贡献每股收益 1.32 元。
- **业绩锁定较好, 短期资金压力略大。**报告期末公司预收款余额 111.6 亿元, 与上半年地产业务收入合计为我们预计 11 年地产收入 87.2 亿元的 1.48 倍, 锁定率较高。报告期末公司资金余额 29.2 亿元, 是短期借款和一年内到期非流动负债的 20%, 短期资金压力较大; 财务状况整体较为安全, 报告期末除预收款外负债率和有息负债率分别为 48% 和 36%。

投资建议

- 维持公司 11、12 年 1.25 和 1.37 的盈利预测, 动态市盈率为 8.2 和 7.5 倍, 估值仍处于较低水平, 维持买入建议。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	2	4
买入	0	0	0	2	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.29	1.47

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
5 2011-06-23	买入	9.22	12.66 ~ 13.35

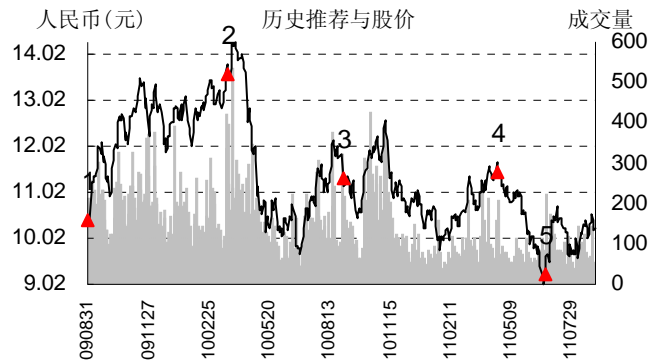
来源：国金证券研究所

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。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-27527129
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B