

# 雅戈尔 (600177.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

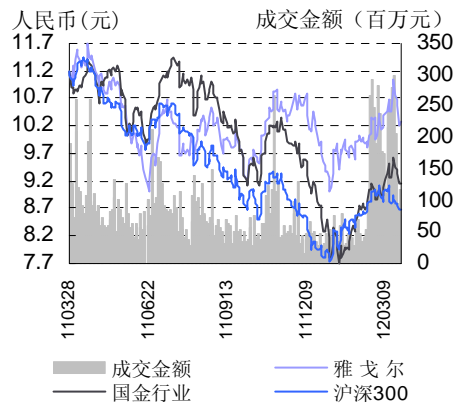
市价(人民币): 10.27元

## 投资收益和结算面积下滑

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)	22,867.30
年内股价最高最低(元)	11.70/9.02
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



### 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	0.790	0.977	1.277
每股净资产(元)	6.48	6.29	5.42	7.36	8.14
每股经营性现金流(元)	0.53	1.55	-0.69	0.67	0.81
市盈率(倍)	9.90	9.10	12.81	10.36	7.92
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%	-34.00%	23.71%	30.70%
净资产收益率(%)	22.61%	19.08%	13.61%	13.27%	15.69%
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

- 公司11年实现收入115.4亿元, 同比下降20.5%; 净利润17.6亿元, 同比下降34%; 每股收益0.79元, 低于预期。

### 经营分析

- **收入减少, 毛利率提高。**11年公司收入下降20%, 毛利提升6个百分点, 达到39.6%, 但净利率下降3个百分点, 仅为15.3%, 主要是投资业务净利减少了61%。

**服装毛利提升, 净利微降。**服装收入62亿元, 同比增长1.6%, 增幅较小是由于公司主动缩减代工业务, 11年服装国内销售收入38亿元, 增长25%, 代工出口收入23亿元, 下降22%。受收入结构变化影响, 服装毛利率上升8个百分点, 达到45.4%。但11年公司增加卖场装修投入, 以及10年同期有拆迁补偿款1.8亿元, 服装业务净利率微降0.4个百分点。

**地产盈利水平有较大提升。**11年地产收入36亿元, 受竣工减少下降47%, 但净利润实现5.7亿元, 仅下降16%, 净利率提升7个百分点, 达到16.9%。一方面11年主要结算的都市华庭和锦绣东城毛利均达到50%, 使地产业务毛利提升11.7个百分点, 达到45%; 另一方面10年公司清算土地增值税使净利率基数较低。目前公司预收款中主要是新海景和长岛花园等高端项目, 预计12年毛利水平能够维持高位。

- **销售降幅较大, 但仍居宁波首位。**11年公司实现销售额60亿元, 较10年下降30.7%。其中宁波实现销售37亿元, 仍居宁波首位。主要销售项目表现良好, 尽管高端项目受限购影响较大, 但以单价较高的优势, 新海景花园、长岛花园和御玺园分别居宁波销售金额榜第2、4、8位。11年公司在苏州市场完成销售约11亿元, 居第十位, 其中苏州太阳城居项目榜第14位。目前公司已推存货超过100亿元, 可售充足, 12年还将推出东海景花苑、紫御花苑、苏园和太阳城三期。

- **12年业绩预计可实现增长, 但销售计划保守。**12年, 公司计划国内服装销售收入增长20%以上, 房地产营业收入增长35%以上, 假设其他收入和净利率水平不变, 按此增速12年可实现每股收益0.98元, 增长23.7%, 结束10年以来连续两年业绩下降的局面。12年公司计划房地产销售额达到50亿元, 相对保守。

### 相关报告

1. 《三季度销售均好》, 2011.10.31
2. 《并驾齐驱的三辆马车》, 2011.8.30
3. 《价值低估的多面能手》, 2011.6.23

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

张慧 联系人  
(8610)66216760  
zhang\_hui@gjzq.com.cn

- **短期资金压力较年初增加：**报告期末公司货币资金 32.3 亿元，较年初下降 26%，是短期借款和一年内到期非流动负债的 21%，而年初未 31%，短期资金压力较大。除预收款外的资产负债率 48%，有息负债率 38%，净负债率 126%，长期资金压力相对较小。
- **业绩锁定率高：**报告期末公司预收款余额 122 亿元，是 12 年预计地产结算收入 45.5 亿元的 2.68 倍，地产业绩完全锁定。

#### 投资建议

- 我们下调对公司的盈利预测，12、13 年每股收益分别为 0.98 和 1.28 元，动态市盈率为 10.4 和 7.9 倍，估值水平处于低位，维持买入评级。

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	1	1	2	2	7
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.07

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 2010-08-31	买入	11.35	N/A
2 2011-04-19	买入	11.46	N/A
3 2011-06-23	买入	9.22	12.66 ~ 13.35
4 2011-08-30	买入	10.24	N/A
5 2011-10-31	买入	10.32	N/A

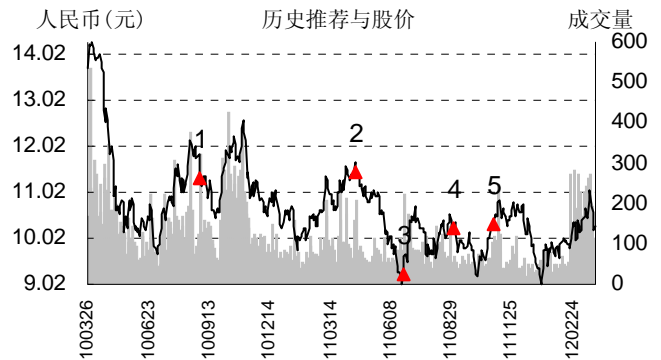
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
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: 518026
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