

雅戈尔 (600177) 深度报告——服装主业发力，资产价值低估

行业分类：纺织服装

2012. 4. 9

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	15.2
当前股价 (12.04.09)	9.6
研究员：张绍坤 执业号：S0640511010008	
电话：0755-83689044	
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn	
报告日期：2012.4.9	

基础数据	
上证指数	2306
总股本 (亿)	22.27
流通 A 股 (亿)	17.87
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	171.6
每股净资产 (元)	5.42
ROE (2010)	13.6%
资产负债率	72.6%
动态市盈率	12.13
市净率	1.77

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

中航证券金融研究所：

联系人：刁志学，韩雪

联系电话：0755-83778731

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室 (518031)

投资要点：

- **服装业务：功底深厚，稳健增长。**公司的重心向更高附加值的品牌服装领域转移，通过进一步缩减代工出口业务、收购控股子公司的股权，提高品牌服装板块整体盈利水平。雅戈尔品牌功底深厚，多品牌运作同时进行，新兴品牌也进一步明确品牌定位，逐步呈现快速发展的态势。公司坚持“质”与“量”并重的渠道发展战略，通过品牌提升带来销售价格提升以及平效提升。
- **房地产业务：精工细作，追求品质。**公司是宁波的行业龙头，以开发高端项目为主。在苏州、杭州、上海、慈溪等地拓展项目。地产业务 11 年确认较少，未来三年将进入结算高峰期。
- **投资业务：审慎收缩，风险较小。**目前证券投资交给由凯石投资运作，投资收益公司和凯石按照 85%:15%的比例分配，亏损部分由凯石承担，在凯石利润中扣除，因此风险相对可控。根据公司战略规划，公司将以提高整体收益率为原则，审慎权衡现有投资项目的持有和置换，并逐渐缩减金融投资规模，淡化投资业务对整体经营业绩的影响。
- **推荐逻辑：**公司逐步回归服装主业，房地产业务发展稳健，金融投资业务有望审慎收缩，预计公司估值将逐渐回归服装行业的合理估值水平，并且目前公司资产价值被低估。
- **资产价值重估：**公司为服装纺织品牌的领头羊，盈利能力、品牌号召力强，预计服装品牌零售业务持续较快增长，随着低毛利的纺织和出口业务逐步剥离，服装纺织板块毛利率将稳步上升。地产业务质地优秀，为宁波的龙头地产公司，项目地理位置均比较优质，开发品质高，且宁波等地具备较强的购买力。预计公司重估值为 15.2 元。其中房地产、出租经营、金融股权合计估值为 7.4 元；服装业务预计 2012 年贡献 EPS0.39 元，按 12 年 20 倍 PE 计算，服装业务价值 7.8 元。
- 首次给予买入评级。
- **风险因素：**1. 房地产调控持续，楼盘价格有可能下跌，销售情况也可能受影响；2. 大盘整体波动对金融资产价值可能产生不利影响；3. 经济下滑，影响到男装的消费增长，以及库存积压的风险；子品牌培育情况可能低于预期的风险。

重要财务指标

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11539	14987	18189	22290
收入同比(%)	-20%	30%	21%	23%
归属母公司净利润	1763	2496	2799	3169
净利润同比(%)	-34%	42%	12%	13%
毛利率(%)	39.6%	37.6%	38.0%	38.4%
ROE(%)	14.6%	17.2%	16.7%	16.2%
每股收益(元)	0.79	1.12	1.26	1.42
P/E	12.13	8.56	7.64	6.75
P/B	1.77	1.47	1.27	1.10
EV/EBITDA	7	5	5	4

□ 数据来源：中航证券金融研究所

目录

一、公司概况	4
1、治理结构	4
2、业绩回顾	5
3、业务结构	6
二、服装业务：功底深厚，稳健增长	6
1、公司的重心向更高附加值的品牌服装领域转移	6
2、雅戈尔品牌功底深厚，多品牌运作同时进行	7
3、质与量并重的渠道发展战略	7
4、自有物业专卖店是其核心竞争力之一	9
5、完善研发设计	9
三、房地产业务：精工细作，追求品质	9
1、公司是宁波的行业龙头。	10
2、宁波市场具有高端地产的强大消费能力。	10
3、地产业务 11 年确认较少，未来三年将进入结算高峰期。	10
四、投资业务：审慎收缩，风险较小	12
五、公司估值	13
六、投资风险	14

图表目录

图表 1: 公司股权结构图	4
图表 2: 雅戈尔营业收入分业务构成 (亿元)	5
图表 3: 公司营业收入分业务增速	5
图表 4: 雅戈尔净利润同比增长	5
图表 5: 三大业务历年净利润占比	6
图表 6: 雅戈尔门店数目	8
图表 7: 雅戈尔卖场平效 (含税, 万元)	8
图表 8: 雅戈尔渠道销售额占比	8
图表 9: 2010 年男装品牌零售直营占比	9
图表 10: 雅戈尔地产项目扩张进程	10
图表 11: 2011 年底房地产业务预售情况	11
图表 12: 公司在建在售项目	12
图表 13: 雅戈尔股权投资概况 (亿元)	13
图表 14: 公司资产价值重估	14



一、公司概况

雅戈尔集团创建于1979年，经过30多年的发展，逐步确立了以品牌服装、地产开发、金融投资三大产业为主体，多元并进、专业化发展的经营格局。

品牌服装

品牌服装是雅戈尔集团的基础产业，经过30年的发展，已形成了以品牌服装为龙头的纺织服装垂直产业链。根据中华全国商业信息中心统计显示，2011年公司主导产品雅戈尔衬衫、西服月平均市场销售份额分别为13.22%和13.54%，连续十七年和十二年位列第一。

地产开发

雅戈尔集团于1992年开始涉足房地产开发，相继开发了东湖花园、东湖馨园、都市森林、苏州未来城、海景花园、钱湖比华利等高品质楼盘，累计开发住宅、别墅、商务楼等各类物业300万平方米。近几年来，雅戈尔地产开发业务逐步向长三角区域延伸，2010年，继雅戈尔成立置业控股公司后，房地产业务得到进一步整合，继续深耕细作于沪、杭、甬、苏等长三角经济发达城市，专注中高端精品，销售额突破百亿大关，初步完成成长三角的布局。

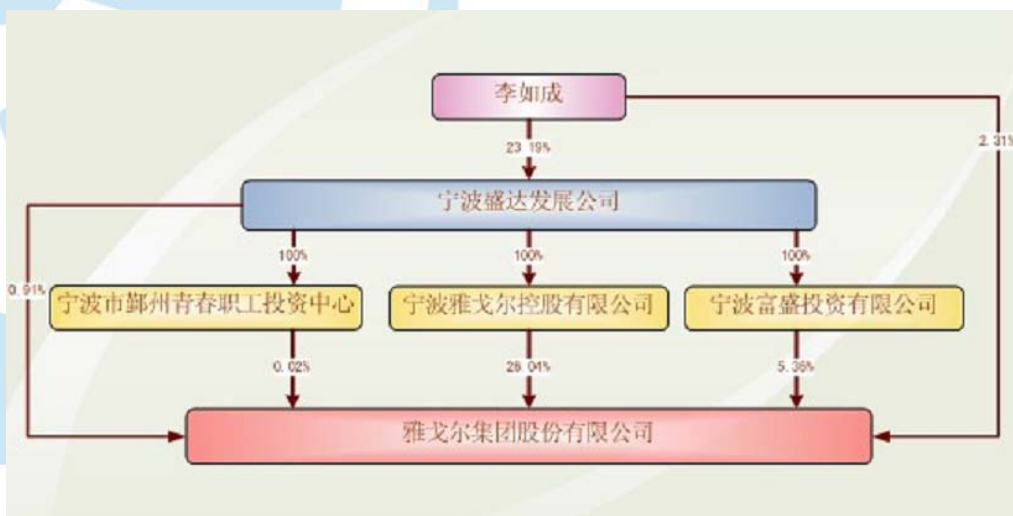
金融投资

自1993年以来，雅戈尔即开始涉足金融投资，先后针对一些有发展潜力的企业进行了战略投资，随着近年来对金融产业、资源性企业、行业龙头企业等投资业务的进一步深化，金融投资成为集团的探索性产业。2008年，雅戈尔成立凯石投资管理公司，集聚了诸多资深投资管理专家，主要从事投资管理及咨询，投资产业逐渐向专业化、纵深化方面发展。

1、治理结构

公司股份合计26.2661亿股，其中流通股占80.26%，大股东雅戈尔控股持有26.04%股权，实际控制人为李如成先生。公司实际控制人李如成先生直接、间接合计持有公司的股权比例为9.81%。原宁波市鄞州青春职工投资中心的其余4899名股东持有18.64%的限售股，其中绝大部分是公司在职工员工，高管和核心骨干持股比重非常高。

图表 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

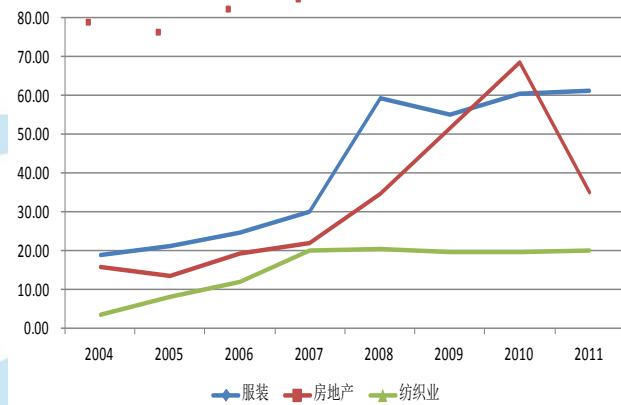
2、业绩回顾

2011年，公司实现营业收入 1,153,944.01 万元，由于公司主动缩减代工出口业务以及报告期房产竣工项目交付减少的影响，较上年同期降低 20.49%；营业利润 243,841.97 万元，净利润 176,270.82 万元，由于报告期内金融投资业务减持可供出售金融资产的投资收益减少，以及房地产交付减少，分别较上年同期降低 28.29%和 34.03%。

从营业收入增速上看，房地产业务这几年增速较快，从 06 年到 10 年平均在 30%的收入增速水平，但 2011 年房地产业务出现负增长；服装业务在 09 年有负增长，10 年恢复到 10%的水平，11 年增速略有下降，主要是上年同期有拆迁补偿款等营业外收入 1.79 亿元。

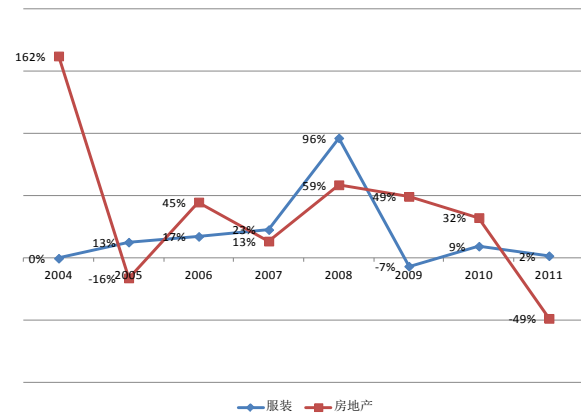
从公司净利润增速上来看，07 年之前公司的净利润平均增速在 30%左右的水平，之后大幅波动，主要源于公司积极参与金融投资，经比较，投资收益占公司营业利润都在 50%以上，08 年甚至超过了 100%。

图表 2：雅戈尔营业收入分业务构成（亿元）



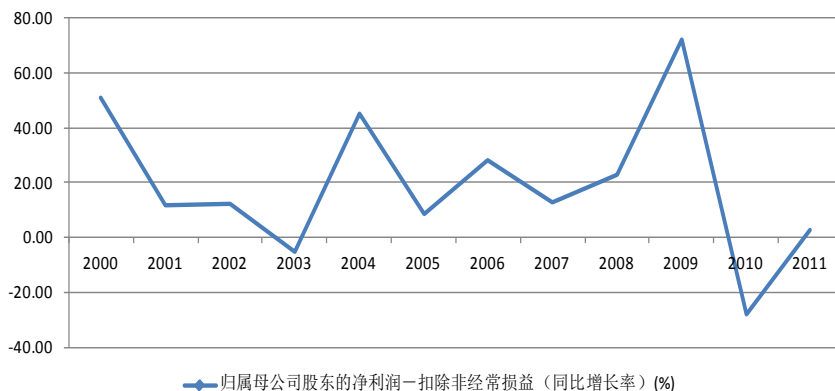
资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 3：公司营业收入分业务增速



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 4：雅戈尔净利润同比增长

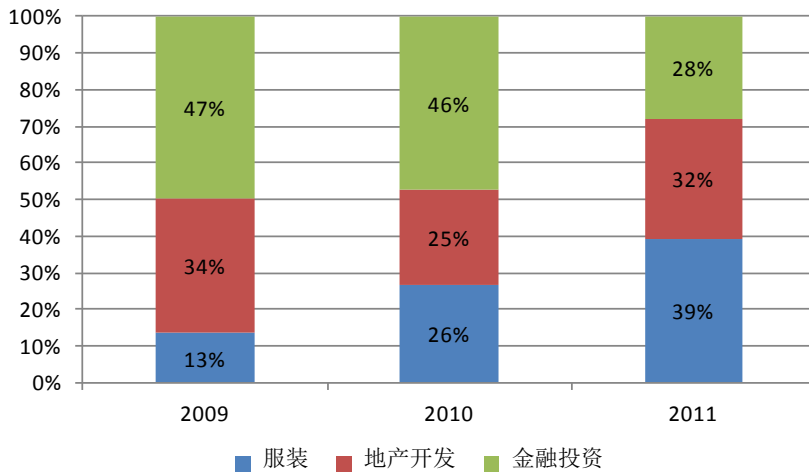


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

3、业务结构

各板块权重变动较大，从营业收入上来看，服装纺织板块占比最大，从利润贡献来看，最为核心的是服装纺织板块、房地产板块和投资板块。服装纺织板块的利润贡献先降后升，在 2009 年达到谷底后，贡献提升到 2011 年的 39%。

图表 5：三大业务历年净利润占比



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

二、服装业务：功底深厚，稳健增长

2010 年后公司重新定位，目标从生产制造型企业向品牌运营型企业转型，通过产业结构和布局架构的调整，逐步缩减纺织业务和代工业务，仅保留供应链配套和高毛利部分，将资源聚焦自有品牌。公司在 2011 年的规划中，强调了以品牌服装为主的战略，抓住国内服装市场快速发展的历史机遇，坚持以促进“内涵型增长”为品牌提升的主旨，不断提升市场份额和品牌价值。我们认为在男正装回暖的趋势下，集中精力做品牌服装内销将为公司未来的发展开拓新的局面。

1、公司的重心向更高附加值的品牌服装领域转移

进一步缩减代工出口业务。2011 年 6 月，公司出售了新马服装股权，进一步缩减毛利率较低的出口代工业务，将设计、研发、生产、管理等各流程的资源更多地倾注至国内自营品牌，服装综合毛利率水平得到进一步提升。该业务全年实现 23.2 亿，同比下降 22.1%。

收购控股子公司的股权。公司以全资子公司新马服装国际有限公司为主体，将主营服装生产和营销的 14 家控股子公司 25% 的股权以其 2010 年末经审计净资产金额 75,375.78 万元作价收购。收购完成后，该 14 家公司成为雅戈尔全资子公司，雅戈尔品牌服装业务实现的净利润将不再剔除少数股东损益，有利于进一步挖掘发展潜力，提高品牌服装板块整体盈利水平。

2、雅戈尔品牌功底深厚，多品牌运作同时进行

雅戈尔 (YOUNGOR) 是 90 年代崛起的男正装品牌，不断追求产品设计和质量提升，并且最早进入商场，在二三线城市的传统商业百货中占据了重要地位，与百货店形成了良好的合作关系。根据中华全国商业信息中心统计显示，2011 年公司主导产品雅戈尔衬衫、西服月平均市场销售份额分别为 13.22% 和 13.54%，连续十七年和十二年位列第一。

2011 年，YOUNGOR 在分析目标消费群体及销售数据的基础上，明确品牌定位，进一步确立以商务正装为产品开发的核​​心，并加快核心产品的系列化开发和技术升级工作，在突出核心产品系列的同时，加快新产品和新原料的开发应用，先后推出的“新风格”衬衫、“新经典”西服和茄克等新品，有效补充了雅戈尔在商务休闲领域的产品系列。同时，进一步协同产业链联合开发，加快供应链的培育建设，并重点开拓国内一、二线城市的营销渠道，打造形象统一、定位准确、服务优良的品牌旗舰店及高档商场专柜。

多品牌战略：近两年，雅戈尔已完成从“以生产为导向”到“以市场为导向”的品牌建设思路转变，进入了从生产导向型企业向品牌运营型企业的过渡。公司在 2010 年开始多品牌建设，目前，公司已形成以 YOUNGOR 为核心，Mayor、Hart Schaffner Marx（代理品牌）、GY 和汉麻世家五大品牌多元化发展的格局，各品牌受众定位清晰，自成风格。新品牌采用事业部制，在设计产品开发上完全独立，物流采购资源共享，个别大的旗舰店会放进去。

新兴品牌也进一步明确品牌定位，逐步呈现快速发展的态势：

MAYOR 品牌 2011 年进一步明确以量体定制服务为重、成衣销售为辅的定位方向。同时加快 VIP 会员的招募和品牌形象广告的投放，MAYOR 高端定制的品牌形象开始深入人心。至 2011 年年底，MAYOR 品牌全国卖场达到 25 家，量体 23 家。

GY 工作室明确将品牌的消费群确定为 25 至 35 岁的都市时尚青年，细分产品系列，贴合国内市场需要。并通过建立 GY 官方网站、GY 微博，充分运用网络的影响力，提升 GY 品牌知名度。计划到 15 年营业收入做到 5 个亿，2010 年 8 千万收入规模，最近两年收入增速在 80% 以上。截止 2011 年年底，GY 品牌已开设店铺共计 112 家。

HSM (哈特马克斯) 品牌 2011 年进一步提炼美式商务休闲的产品风格，有针对性的开发新品，从色彩、材质、细节，多角度增强产品间的关联性，使产品有更为明晰的定位。避免出现单品强、系列感弱的不足，努力形成 HSM 品牌的核心主导产品。目标是三年做到五六个亿的规模。截止 2011 年年底，HSM (哈特马克斯) 全国店铺共 86 家。

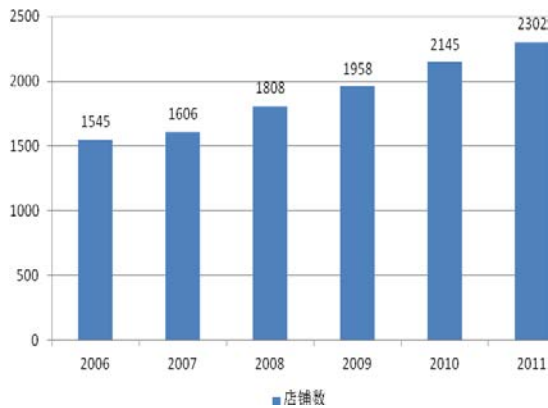
3、质与量并重的渠道发展战略

雅戈尔坚持“质”与“量”并重的渠道发展战略，一方面强化大型商场开拓力度以及自营旗舰店专卖店的提升；一方面调整渠道结构，进一步收缩规模较小的自营店铺和特许加盟网点，优化已进驻商场专厅的位置和面积，并综合考虑平效、面积、地理等因素推进装修风格的升级、统一，以鲜明的品牌形象，为消费者提供高品位的消费体验，提升了单店盈利能力。

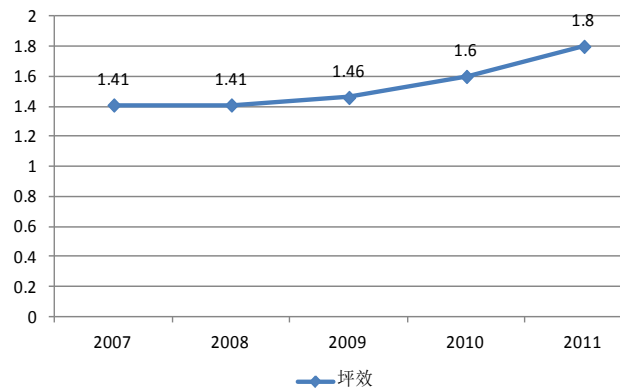
雅戈尔早于 1998 年开始在大中城市核心商圈购置或租赁自营店铺，重点布局核心稀缺渠道，于 2005 年完成了零售终端的初步调整，确立了以品牌提升为核心，以加强自营专卖店、发展大型重点商场专厅为主线，规范特许经营和团购的渠道战略，成为国内少数拥有完整覆盖一、二线城市高端核心零售商圈的高级男装服饰品牌零售商之一。

截止 2011 年年底，公司共有 2302 家终端，其中 573 家自营专卖店，占国内销售比重为 43%；商场专柜 1302 家，占国内销售比重为 37%；特许加盟 480 家，占国内销售比重为 9%。卖场整体平效 1.8 万元/平米，较去年同期增长 14.4%。此外，团购作为销售渠道的补充，占国内销售比重为 11%。今后以扩大商场份额以及重要城市旗舰店为主要方向，并在偏远地方引入有实力的加盟商。未来“4411”的战略

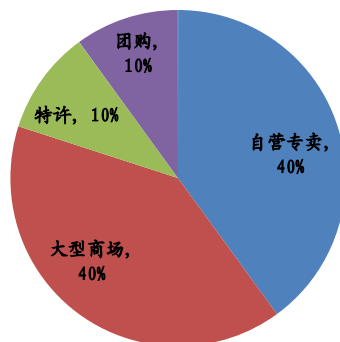
不会变，即 40%自营专卖，40%大型商场，10%团购，10%特许。由于不是新品牌，主要依赖内生性增长，提高开店质量以增加平效。

图表 6: 雅戈尔门店数目


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 7: 雅戈尔卖场平效 (含税, 万元)


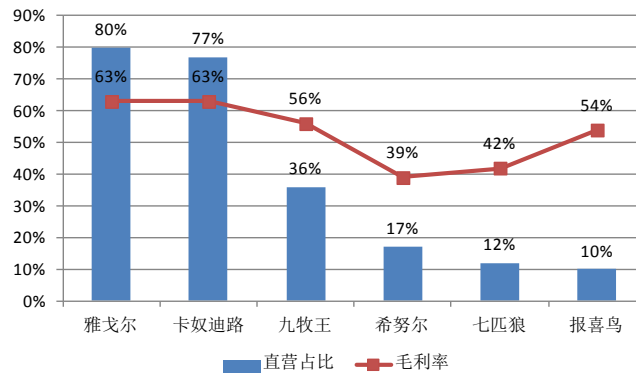
资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 8: 雅戈尔渠道销售额占比


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

2010 年雅戈尔直营终端占比 78%，销售额占比高达 81%，直营占比远高于 A 股其他男装公司。雅戈尔在直营渠道优势极其明显，精细化管理程度高，对渠道有绝对的控制力，盈利能力和抗风险能力强。高直营占比带来了极高的毛利率，2010 年品牌毛利率高达 62.89%，在男装行业处于较高水平。

图表 9: 2010 年男装品牌零售直营占比



资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

雅戈尔将着重关注渠道和供应链培育以实现稳健增长, 以求精耕细作, 主要是品牌提升带来销售价格提升以及平效提升, 渠道扩张会比较稳健。

4、自有物业专卖店是其核心竞争力之一

公司从 1999 年开始购置自有商业物业, 用来经营品牌专卖店, 截至 2011 年, 自有物业商铺达 185 家, 占直营专卖店总数的 32%, 建筑面积超过 18 万平方米。从自有商业物业的城市分布来看, 一线城市(北上广深)门店数 7 家, 二线城市(省会城市及计划单列市)门店数 73 家, 三四线城市(地级市)门店数 91 家, 县级市(区)门店数为 14 家; 而从建筑面积的占比而言, 一二线城市的门店面积占总购置物业面积的比重超过 60%。

自有物业的专卖店是公司的优质商业物业储备, 不仅利于公司优先占据了良好的商业地段, 还有利于抵御租金的波动。

5、完善研发设计

目前, 雅戈尔旗下五个品牌工作室吸收了近 200 名设计师。深入开展市场调研, 科学进行数据分析, 通过新材料、新技术和新理念的应用, 加快核心产品的系列化开发和技术升级工作。

2011 年, 雅戈尔先后研发出升级装衬工艺的新版 DP 衬衫、80 支 DP 精品裤子系列和 Super Care T 恤等新产品, 将 DP 免熨技术拓展衍伸, 呈现系列化和精品化; 而拥有自主知识产权的汉麻纤维应用在衬衫, 休闲裤、T 恤、毛衫、牛仔裤等产品中。

三、房地产业务: 精工细作, 追求品质

雅戈尔置业从 1992 年开始进入房地产行业, 是宁波最早的房地产开发商之一。公司以“品质地产先行者”为理念, 以“立足长三角, 走向全国”为发展战略, 已从成立初的立足宁波逐步向长三角区域延伸, 目前已在苏州、杭州、绍兴等异地开发。

图表 10: 雅戈尔地产项目扩张进程

时间	进入区域	代表楼盘
1992	宁波	东湖花园、西湖花园海景花园、钱湖比华利
2002	台州	溪林春天
2004	苏州	未来城、太阳城、相城、网新
2007	杭州、绍兴	隐寓、西溪晴雪、御西湖
2010	上海	长风地块

资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

1、公司是宁波的行业龙头

公司在宁波市场有先发进入的优势, 以开发高端项目为主, 土地成本较低, 并且产品的高品质也使公司建立了良好的口碑和品牌形象。公司累计开发总建筑面积达 300 万平方米, 开发房地产项目超过二十个, 海景花园、钱湖比华利被誉为宁波的顶级豪宅标杆。目前, 公司约有 40% 的土地储备位于宁波, 约有在建在售项目储备 133 万平米位于宁波。在苏州、杭州、上海、慈溪等地拓展项目。目前公司在宁波以外的长三角地区约有在建在售项目和待建项目共计接近 200 万平米。

2、宁波市场具有高端地产的强大消费能力

根据《2011 胡润财富报告》, 我国千万富豪人数为 96 万人, 亿万富豪为 6 万人。其中, 宁波千万富豪有 1.47 万人, 亿万富豪有 950 人。相当于当地每 390 人中有一个千万富豪, 每 6042 人中有一个亿万富豪 (2010 年底宁波人口总量为 574 万)。

3、地产业务 11 年确认较少, 未来三年将进入结算高峰期

11 年公司地产收入确认较少, 为 33.7 亿, 主要来自于太阳城一期 (13.9 亿)、都市华庭 (11.5 亿)、香湖湾 (3.1 亿) 和锦绣东城 (2.4 亿)。公司目前有预售房款 121.8 亿, 12 年有长岛花园、新海景花园、西溪晴雪、未来城五期 4 个楼盘将竣工, 其中多为规模大、毛利高的大型楼盘, 仅长岛花园单一项目预计销售就在 70 亿以上, 因此预计 12 年净利润会大幅提高。



图表 11: 2011 年底房地产业务预售情况

项目名称	年初余额	期末余额	预计竣工时间	预售比例 (%)
新海景花园	212,436,415.00	1,263,948,628.00	2012 年 12 月	42.65
长岛花园	3,490,245,598.05	4,351,613,238.55	2012 年 4 月	62.06
隐寓	751,820,636.00	1,428,119,835.00	2013 年 12 月	48.59
西溪晴雪	154,070,631.00	275,343,337.00	2012 年 9 月	15.38
湖景花园	34,215,104.00	1,440,000.00	已竣工	99.31
比华利二期		100,706,332.00	2014 年 6 月	17.62
比华利一期	19,839,600.00	13,543,200.00	已竣工	100.00
未来城一期		77,987,013.00	已竣工	94.30
未来城二期	648,250.00	648,250.00	已竣工	100.00
未来城三四期	1,730,617.00		已竣工	100.00
未来城五期	339,251,766.00	913,759,502.00	2012 年 6 月	70.42
太阳城一期	1,301,214,701.00	38,453,397.00	已竣工	95.18
太阳城二期	103,306,825.00	787,410,109.00	2013 年 4 月	53.09
锦绣东城	183,154,443.00	1,210,500.00	已竣工	96.47
苏园		141,200,782.00	2013 年 7 月	15.05
溪林春天一期	413,000.00	315,000.00	已竣工	99.59
溪林春天二期	7,956,159.00	5,262,600.00	已竣工	93.19
溪林春天三期	12,498,628.00	5,343,199.00	已竣工	98.88
御玺园	989,487,076.50	1,720,906,095.65	2013 年 6 月	52.61
东湖馨园	636,000.00	737,000.00	已竣工	99.45
西湖花园	2,897,260.00	352,500.00	已竣工	97.93
都市森林一期	625,000.00	19,682,994.00	已竣工	99.14
东湖二期	1,887,000.00	243,000.00	已竣工	99.96
世纪花园	2,064,781.00	4,900,383.00	已竣工	99.79
香颂湾花园	31,121,836.00	54,291,070.00	已竣工	100.00
都市森林二期	190,000.00	700,000.00	已竣工	99.57
都市丽湾	435,000.00		已竣工	98.63
都市华庭	1,154,401,932.00	109,871,475.00	2011 年 9 月	99.63
绍兴清枫华景园	140,130,855.00	238,526,340.00	2013 年 6 月	33.92
香湖湾	541,088,747.76	259,139,714.00	已竣工	67.77
香湖丹堤二期		364,070,260.00	2014 年	43.32
	9,477,767,861.31	12,179,725,754.20		

资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图表 12: 公司在建在售项目

项目名称	产品类型	占地面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	权益比例	权益建面 (万平方米)	地价(亿元)	楼面地价 (元/平方米)	预售比例 (2011年底)	预计 时间
宁波都市华庭	高层、联排	5.58	9.35	100%	9.35	3.25	3425	99.63	201
宁波长岛花园	高层、联排	17.6	31.53	100%	31.53	15.42	3445	62.06	201
宁波御玺园	高层、联排	5.9	11.81	100%	11.81	10.28	8714	52.61	201
宁波新海景花园	高层、联排	5.34	7.48	100%	7.48	9.8	11948	42.65	201
宁波香湖湾	联排	7.7	6.34	60%	3.8	1.2	1500	67.77	已
宁波香湖湾二期	未定	6.12	9.18	100%	9.18	1.9	2070	-	
宁波比华利二期	别墅	9.6	2.67	100%	2.67	1.13	1181	17.62	201
宁波隐寓	高层、联排	2.88	5.76	70%	4.03	4.92	8540	48.59	201
宁波九唐	别墅	32.91	9.87	35%	3.46	18.17	18400	-	
宁波东海景花园	未定	10.59	21.17	100%	21.17	21	6467	-	
宁波原中基地块	未定	6.9	15.11	100%	15.11	2.43	1609	-	
宁波滨江庆丰1	商服混合	1.39	3.33	100%	3.33	4.74	14195	-	
宁波滨江庆丰2	住宅	2.69	3.76	100%	3.76	7.05	18733	-	
宁波B4地块	未定	7.26	15.77	40%	6.31	18.97	12030	-	
宁波小计		122.46	153.13		132.99				
杭州御西湖	高层、小高	3.61	9.3	100%	9.3	14.76	12091		
杭州西溪晴雪	多层	5.52	7.75	100%	7.75	8.55	7673	15.38	201
杭州篁外	高层、别墅	10.45	22.69	50%	11.35	12.78	6113	-	
杭州申花地块1	未定	2.43	6.56	100%	6.56	11.65	17756	-	
杭州申花地块2	未定	3.01	6.92	100%	6.92	12.56	18142	-	
杭州小计		25.02	53.22		41.88				
绍兴香山别墅一期	别墅	9.01	3.48	65%	2.26	1.3	3729	-	
绍兴香山别墅二期	别墅		13.51	100%	13.51	5.04	3729	-	
绍兴小计		9.01	16.99		15.77				
慈溪香湖丹堤	别墅	16.4	13.81	100%	13.81	0.72	439	-	
慈溪老鹰山	别墅	10.96	13.15	100%	13.15	0.59	451	-	
慈溪小计		27.36	26.96		26.96				
苏州太阳城二期	高层、别墅	16.38	20.38	100%	20.38	4.31	2113	53.09	201
苏州未来城五期	高层	6.09	11.01	100%	11.01	3.37	3059	70.42	201
苏州帝豪花园	高层、别墅	6.27	8.74	100%	8.74	4.15	4416	-	
苏州太阳城后期	未定	44.42	69.43	100%	69.43	10.84	1561	-	
苏州姑苏公馆	高层、联排	4.4	8.81	49%	4.32	6.9	7833	-	
苏州小计		77.56	118.37		113.88				
上海长风地块	高层	5.29	13.07	100%	13.07	33.93	25966	-	
上海小计		5.29	13.07		13.07				
合计		267	382		345	252	5944		

资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

公司在 2011 年没有拍地, 预计房地产业务的发展比较稳健, 从预售情况和项目竣工情况看, 2012 年、2013 年有望进入结算大年。

四、投资业务: 审慎收缩, 风险较小

公司在投资业务主要分为专注于二级市场的投资以及股权投资。

二级市场的投资是以参与上市公司非公开发行股票为主要的金融投资方式。目前证券投资交给由凯石

投资运作，投资收益公司和凯石按照 85%:15%的比例分配，亏损部分由凯石承担，在凯石利润中扣除，因此风险相对可控。股权投资以凯石为咨询机构，主要投向金融、资源行业的龙头企业。

我们根据 2011 年年报及相关公告，测算出截止 3 月 20 日，公司金融股权账面总价值 126 亿元，浮盈超过 25 亿元。

雅戈尔当前的投资模式对资本市场的依赖度偏高，资本市场的波动对公司的资产规模和盈利水平将直接产生影响。根据公司战略规划，公司将以以提高整体收益率为原则，审慎权衡现有投资项目的持有和置换，并逐渐缩减金融投资规模，淡化投资业务对整体经营业绩的影响。

图表 13: 雅戈尔股权投资概况 (亿元)

证券代码	证券简称	最初投资成本	占股权比例 (%)	最新市值	账面价值	账面盈利
002142.SZ	宁波银行	9.89	7.62	277.14	21.12	11.23
600000.SH	浦发银行	17.59	0.96	1701.20	16.33	-1.26
000425.SZ	徐工机械	11.99	3.81	310.86	11.84	-0.15
600104.SH	上海汽车	12.07	0.94	1600.91	15.05	2.98
600030.SH	中信证券	0.51	0.69	1293.39	8.92	8.41
601111.SH	中国国航	5.79	0.39	843.13	3.29	-2.50
002103.SZ	广博股份	0.1	14.95	13.74	2.05	1.95
600166.SH	福田汽车	2.53	1.33	149.58	1.99	-0.54
000598.SZ	兴蓉投资	2.06	2.08	97.36	2.03	-0.03
600096.SH	云天化	1.98	1.59	111.26	1.77	-0.21
600183.SH	生益科技	1.94	1.92	87.24	1.68	-0.26
601118.SH	海南橡胶	0.61	0.51	295.62	1.51	0.90
600267.SH	海正药业	1.66	0.95	140.39	1.33	-0.33
002299.SZ	圣农发展	1.65	1.1	138.82	1.53	-0.12
002024.SZ	苏宁电器	1.26	0.16	730.40	1.17	-0.09
600426.SH	华鲁恒升	1.2	1.43	86.30	1.23	0.03
600480.SH	凌云股份	1.47	2.63	39.14	1.03	-0.44
002164.SZ	东力传动	0.9	3.14	29.14	0.92	0.02
600888.SH	新疆众和	1.2	1.46	70.49	1.03	-0.17
002167.SZ	东方锆业	1.12	1.81	79.27	1.43	0.31
600199.SH	金种子酒	0.96	1.08	118.32	1.28	0.32
002039.SZ	黔源电力	0.91	2.62	31.46	0.82	-0.09
002187.SZ	广百股份	0.98	2.1	37.24	0.78	-0.20
002206.SZ	海利得	0.7	1.27	41.49	0.53	-0.17
002006.SZ	精功科技	0.59	0.65	80.29	0.52	-0.07
002010.SZ	传化股份	0.23	0.73	35.87	0.26	0.03
002036.SZ	宜科科技	3.82	29.84	29.81	8.90	5.08
600267.SH	海正药业	1.66	0.95	140.39	1.33	-0.33
600489.SH	中金黄金	3.89	0.8	431.28	3.45	-0.44
600801.SH	华新水泥	4	3.06	137.12	4.20	0.20
600546.SH	山煤国际	5.4	2.39	268.62	6.42	1.02
	合计	100.66	—	9,447.28	125.74	25.08

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

五、公司估值

鉴于公司为服装纺织品牌的领头羊，盈利能力、品牌号召力强，且具备较强的吸收、扩张能力，期待后续的纺织服装业务的发展。预计服装品牌零售业务持续较快增长，随着低毛利的纺织和出口业务逐步剥离，服装纺织板块毛利率将稳步上升。

地产业务质地优秀，为宁波的龙头地产公司，项目地理位置均比较优质，开发品质高，且宁波等地具备较强的购买力。房地产板块随项目确认收入存在年度波动，使用 RNAV 估值法，假设内部收益率为 10%。

投资业务，截至 2012 年 3 月 20 日，公司金融股权账面总价值 126 亿元，在估值上，以目前能考虑到的极端情况（即无浮盈）假设进行测算。

资产重估价值：预计公司重估值为 15.2 元。其中房地产、出租经营、金融股权合计估值为 7.4 元；服装业务预计 2012 年贡献 EPS0.39 元，按 12 年 20 倍 PE 计算，服装业务价值 7.8 元。维持增持评级，给予推荐，预计目标价 15.2 元。

图表 14：公司资产价值重估

	计算标准	2011年预测每股收益（元）	每股NAV（元）	对应市值（亿元）
纺织服装业务	20倍2012年市盈率	0.39	7.80	171.60
房地产业务			5.56	122.28
股权投资	当前账面价值		5.73	126.00
（负债）			(3.89)	(85.60)
合计公允价值			15.19	334.28

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

六、投资风险

1. 房地产调控持续，楼盘价格有可能下跌，销售情况也可能受影响；
2. 大盘整体波动对金融资产价值可能产生不利影响；
3. 经济下滑，影响到男装的消费增长，以及库存积压的风险；子品牌培育情况可能低于预期的风险。



AVIC

公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	31037	35641	44422	52402	营业收入	11539	14987	18189	22290
现金	3235	3420	3514	3436	营业成本	6970	9357	11277	13739
应收账款	406	682	774	915	营业税金及附加	360	646	711	901
其他应收款	2307	2450	3126	3875	营业费用	1454	1441	1774	2219
预付账款	1761	1525	2235	2811	管理费用	1014	1114	1353	1704
存货	23307	26872	34150	40915	财务费用	745	1063	1213	1242
其他流动资产	22	693	623	450	资产减值损失	-2	-11	-8	-9
非流动资产	17895	18523	18250	17408	公允价值变动收益	-3	0	-12	-5
长期投资	2503	2007	2229	2246	投资净收益	1443	1826	1776	1682
固定资产	4535	4634	4494	4224	营业利润	2438	3203	3632	4171
无形资产	265	216	157	117	营业外收入	198	173	190	186
其他非流动资产	10591	11666	11370	10820	营业外支出	16	47	48	52
资产总计	48933	54164	62672	69810	利润总额	2621	3329	3774	4304
流动负债	32244	33757	40081	44643	所得税	563	566	642	732
短期借款	12984	15899	18151	17496	净利润	2059	2763	3132	3573
应付账款	815	891	1200	1459	少数股东损益	296	267	333	404
其他流动负债	18445	16966	20730	25688	归属母公司净利润	1763	2496	2799	3169
非流动负债	3301	4309	3872	3340	EBITDA	3633	4773	5398	6000
长期借款	2798	2952	2806	2365	EPS (元)	0.79	1.12	1.26	1.42
其他非流动负债	503	1357	1065	975					
负债合计	35545	38065	43952	47983	主要财务比率				
少数股东权益	1311	1579	1911	2315	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	2227	2227	2227	2227	成长能力				
资本公积	659	659	659	659	营业收入	-20.5%	29.9%	21.4%	22.5%
留存收益	9213	11709	14005	16698	营业利润	-28.3%	31.4%	13.4%	14.8%
归属母公司股东权益	12076	14520	16809	19512	归属于母公司净利润	-34.0%	41.6%	12.1%	13.2%
负债和股东权益	48933	54164	62672	69810	获利能力				
					毛利率(%)	39.6%	37.6%	38.0%	38.4%
					净利率(%)	15.3%	16.7%	15.4%	14.2%
					ROE(%)	14.6%	17.2%	16.7%	16.2%
					ROIC(%)	14.6%	17.0%	15.8%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	72.6%	70.3%	70.1%	68.7%
					净负债比率(%)	51.77%	53.91%	52.41%	45.81%
					流动比率	0.96	1.06	1.11	1.17
					速动比率	0.24	0.25	0.25	0.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.29	0.31	0.34
					应收账款周转率	21	27	24	26
					应付账款周转率	7.55	10.97	10.79	10.34
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.79	1.12	1.26	1.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.69	-0.30	-1.03	0.25
					每股净资产(最新摊薄)	5.42	6.52	7.55	8.76
					估值比率				
					P/E	12.13	8.56	7.64	6.75
					P/B	1.77	1.47	1.27	1.10
					EV/EBITDA	7	5	5	4

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83692635

公司网址: www.avicsec.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。