

收缩投资业务 回归品牌服装主业

——雅戈尔（600177）调研快报

2012 年 5 月 13 日

推荐/首次

雅戈尔

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师

010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

事件：

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 公司回归品牌服装主业表现在三个方面：

1) 剔除附加值偏低的出口代工业务。公司 2011 年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；

2) 致力于主品牌提升。公司将保持雅戈尔品牌每年 10% 左右的外延扩张速度，并加强在品牌内涵方面提升；去年年底已在米兰成立分公司，为求在研发、设计方面与国际一流水平保持更高的一致性。公司积极进行研发设计，独家功能性产品的开拓也使得毛利率持续提升，目前公司衬衫主导价位在 700-800 元之间，西服 4000-5000 中高档产品占比也有所提升；

3) 继续推进多品牌运作。公司 09 年以来展开多品牌运作，五个新品牌中除 CEO 暂停以外，其他均进展顺利，新品牌采用事业部制，在设计、研发上完全独立，并共享物流采购资源。其中，GY 和代理品牌 Hart Schaffner Marx 进展相对较快，截止 2011 年底，MAYOR、GY、HSM、汉麻世家全国终端分别为 25、112、86 和 10 家。

2. 房地产业务平稳过渡，与 2011 年基本持平。

公司 2011 年房地产业务同比下滑明显，两方面因素：1) 主要市场在宁波、苏州、杭州和上海等城市受政策冲击较大，公司在上述四个城市主城区的商品住宅成交面积分别同比下降 15%、23%、53% 和 24%；2) 开发楼盘定位偏高端，以宁波为例，销售均价基本都在 20000 元/平米，主要以改善和投资性需求为主，宏观调控下，受冲击较中低端楼盘更大。

2012 年，公司主要结算项目有新海景花园、长岛花园别墅、未来城五期，预计结算面积将超过 40 万方，目前在建面积 200 万方，暂未增加新的土地储备，150 万平米土地储备，其中主要是苏州（占比 30%）、宁波（占比 40%）、杭州（10 万方），如果以每年 40-50 万方交付规模，至少可持续 4 年左右。

公司 2012 年房地产业务有望实现 60 亿预售、50 亿回款，1 季度已实现 17 亿的预售和 14.5 亿的回款，进展符合预期。

3. 金融投资板块逐步收缩。

公司 2011 年业绩大幅低于预期主要是受金融投资板块拖累，出于稳健经营和维护股东利益的考虑，将逐步

收缩金融投资业务。今年以来公司在资本市场上鲜有动作，截止目前仅投资金正大，未来将逐步将金融投资业务从上市公司移出，操作主要放在集团。

结论：

公司的业务重心已回归品牌服装主业，未来有望保持年均 20%以上的平稳增速，其中 10%来自于终端数量扩张，5%来自研发设计提高的产品附加值提升，5%来自提价和单店规模提升。

公司在房地产上的想法相对谨慎，力求保持该项业务在宏观偏紧的背景下的实现平稳过渡。

收缩金融投资业务与公司回归品牌服装的主导战略相契合，同时有利于稳定投资者预期、提升公司估值。

我们对公司各项业务分别估值，预计纺织服装业务 2012 年实现净利润 9.56 亿元，结合目前男装品牌 20 倍和纺织 15 倍的动态 PE 中枢，18 倍 PE 下，对应 172.09 亿市值；房地产业务 2012 年预计实现净利润 5.75 亿元，参照当前房地产板块 12 倍动态 PE 估值中枢，对应 68.09 亿市值；金融股权投资业务当前帐面价值约 72 亿，三项业务简单加总，对应市值 313.09 亿元，10%折价下，合理市值为 281.78 亿元，对应 6 个月目标价 12.56 元，较当前仍有 32.3%的空间。考虑到房地产业务和股权投资的不确定性，我们暂时给予公司“推荐”评级。

风险提示：

1. 房地产宏观环境仍然偏紧；
2. 股权投资持续低迷。

表 1: 盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	14,513.59	11,539.44	13,353.40	15.72%	15,247.13	14.18%	17,229.62	13.00%
营业成本	9,634.58	6,969.52	7,925.68	13.72%	8,885.82	12.11%	9,856.06	10.92%
营业费用	1,139.29	1,453.83	1,602.41	10.22%	1,829.66	14.18%	2,067.55	13.00%
管理费用	1,004.00	1,013.82	1,173.19	15.72%	1,339.57	14.18%	1,513.75	13.00%
财务费用	420.63	745.25	1,344.80	80.45%	1,615.53	20.13%	1,531.02	-5.23%
投资收益	2,057.85	1,442.51	1,000.00	-30.68%	1,000.00	0.00%	1,000.00	0.00%
营业利润	3,400.58	2,438.42	1,891.17	-22.44%	2,101.38	11.12%	2,734.29	30.12%
利润总额	3,660.72	2,621.12	2,041.17	-22.13%	2,251.38	10.30%	2,884.29	28.11%
所得税	726.40	562.62	449.06	-20.19%	495.30	10.30%	634.54	28.11%
净利润	2,934.32	2,058.50	1,592.11	-22.66%	1,756.08	10.30%	2,249.74	28.11%
归属母公司所有者的净利润	2,672.17	1,762.71	1,592.11	-9.68%	1,756.08	10.30%	2,249.74	28.11%
NOPLAT	3,062.96	2,500.30	2,524.06	0.95%	2,899.19	14.86%	3,326.94	14.75%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	4,355.72	3,234.92	4,006.02	23.84%	4,574.14	14.18%	5,168.89	13.00%
交易性金融资产	1,136.59	1.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	682.19	405.95	469.77	15.72%	536.39	14.18%	606.13	13.00%
预付款项	1,723.38	1,761.13	1,804.05	2.44%	1,852.18	2.67%	1,905.57	2.88%
存货	18,727.36	23,306.86	26,504.35	13.72%	29,715.18	12.11%	32,959.77	10.92%
流动资产合计	28,664.80	31,037.44	35,462.65	14.26%	39,736.19	12.05%	44,096.31	10.97%
非流动资产	19,597.90	17,895.13	21,225.14	18.61%	21,235.01	0.05%	21,260.42	0.12%
资产总计	48,262.70	48,932.57	56,687.79	15.85%	60,971.20	7.56%	65,356.73	7.19%
短期借款	11,996.74	12,984.50	20,819.66	60.34%	19,196.72	-7.80%	16,856.81	-12.19%
应付帐款	1,030.12	815.22	914.36	12.16%	1,025.13	12.11%	1,137.06	10.92%
预收款项	9,669.38	12,239.06	15,212.68	24.30%	18,608.01	22.32%	22,444.81	20.62%
流动负债合计	27,590.44	32,244.22	37,863.95	17.43%	39,918.11	5.43%	41,728.81	4.54%
非流动负债	5,465.41	3,300.97	4,299.96	30.26%	5,299.96	23.26%	6,299.96	18.87%
少数股东权益	1,199.59	1,311.46	1,311.46	0.00	1,311.46	0.00	1,311.46	0.00
母公司股东权益	14,007.26	12,075.93	13,212.43	9.41%	14,441.68	9.30%	16,016.50	10.90%
净营运资本	1,074.36	-1,206.78	-2,401.30	N/A	-181.91	N/A	2,367.50	N/A
投入资本 IC	12,512.03	15,706.79	18,469.94	17.59%	18,141.60	-1.78%	21,813.57	20.24%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%

净利润	2,934.32	2,058.50	1,592.11	-22.66%	1,756.08	10.30%	2,249.74	28.11%
折旧摊销	461.29	444.54	0.00	N/A	465.50	N/A	477.50	2.58%
净营运资金增加	-1,878.48	-2,281.14	-1,194.52	N/A	2,219.38	N/A	2,549.41	14.87%
经营活动产生现金流	3,458.10	-1,546.82	-424.15	N/A	2,808.79	N/A	3,633.51	29.36%
投资活动产生现金流	-3,183.88	-257.51	-2,922.96	N/A	524.62	N/A	507.09	-3.34%
融资活动产生现金流	1,987.00	-62.98	4,118.22	N/A	-2,765.30	N/A	-3,545.85	N/A
现金净增（减）	2,261.22	-1,867.32	771.11	N/A	568.12	-26.32%	594.75	4.69%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券