东兴证券
DONGXING SECURITIES

稳步前行的巨无霸

——雅戈尔（600177）2010 年中报点评

2010 年 8 月 31 日

强烈推荐/维持

雅戈尔 | 财报点评

银国宏	策略分析师	职业证书编号：S1480109060847		
程远	纺织服装行业分析师	010-6650 7313	13811494338	MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件：

公司在8月31日发布了2010年半年度财务报告，公司10年全上半年年实现收入53.52亿元，同比降6.87%；实现综合毛利率31.98%，同比去年下降2.46个百分点；实现净利润5.81亿元，同比下降59%。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	2563.20	2933.37	2813.45	2748.01	3783.79	2122.45	3229.41
增长率（%）	13.76%	-4.70%	18.72%	-0.77%	47.62%	-27.64%	14.78%
毛利率（%）	32.46%	34.34%	34.54%	38.60%	44.29%	40.36%	26.47%
期间费用率（%）	26.37%	19.59%	18.34%	18.71%	16.06%	27.33%	15.94%
营业利润率（%）	-15.79%	35.97%	24.05%	17.21%	51.14%	13.33%	14.21%
净利润（百万元）	-530.88	929.71	595.06	382.54	1586.87	232.94	464.07
增长率（%）	-163.07%	72.55%	-60.41%	36.31%	-398.91%	-74.94%	-22.01%
每股盈利（季度，元）	-0.257	0.397	0.239	0.149	0.680	0.079	0.182
资产负债率（%）	68.68%	64.19%	62.57%	63.69%	62.86%	63.89%	69.86%
净资产收益率（%）	-5.36%	8.10%	4.60%	2.94%	10.19%	1.49%	3.67%
总资产收益率（%）	-1.68%	2.90%	1.72%	1.07%	3.78%	0.54%	1.10%

评论：

积极因素：

- 公司纺织服装业务今年上半年实现收入近36亿元，实现净利润约4.5亿元，分别同比提升7.12%和34.5%。公司在经历了较长时间的渠道调整后，目前的品牌运营和渠道运营能力均有提升，中端反馈也稳步提升，另外去年新推出的GY系列引进了海外设计团队，受到了终端市场的认可。
- 地产业务今年上半年收入相比去年大幅减少，这主要是因为公司今年贡献收入的地产项目主要在下半年确认收入，虽然目前待产行业的政策导向仍不乐观，但是考虑到公司地产业务在江浙一带的议价能力较高，且目前具有分厚的土地储备，因此预计未来几年仍将有良好的表现。
- 股权投资目前已经作为公司的一项产业来做，主要参与一些PE和定向增发项目，从历史上看，经营小伟稳健，且业绩尚佳，预计未来将延续历史的风格。

消极因素:

- 受外部经济的影响，公司收购的星马公司今年上半年依然亏损，预计全年难实现盈利，但亏损数量将同比大幅缩减，预计在3000万元以内。

业务展望:

公司今年品牌服装业务增长惊人，这反映了终端对公司品牌与各系列产品的认可度在不断提高。公司从品牌服装的品类定位来看，商务服装目前的市场增速相对较慢，但基于公司的品牌优势以及产品、系列的完善与更新，我们预计该业务未来可保持每年 18-20%的增速。另外，公司计划今年将产业链上游的纺织业务剥离出上市公司，这将使品牌服装业务的运行更加专业、市场化，在估值方面可考虑适当调高。

公司地产业务宁波市为中心向江浙一带各大中城市辐射，目前已经在该区域具有较强的品牌优势和议价能力。公司今年地产收入大部分将在下半年确认，预计全年可实现净利润约 12 亿元。由于公司土地储备丰富，约 370 万平米待开发土地，今年新开工面积大幅增长，预计未来地产业务还将进一步提升。

盈利预测

我们预计公司品牌服装今年实现净利润 7 亿元，未来 5 年可保持 15-20%的增速，给予 25 倍的 PE，折合 175 亿市值；预计公司地产业务今年实现净利润 12 亿元，基于目前不利的政策环境，暂给予 12 倍 PE，折合市值 144 亿元；股权投资业务帐面价值约 90 亿元，基于我们对目前行情的判断，暂给予 10%的折价，折合市值约 81 亿元。综合上述判断，我们认为公司目前合理估值应为市值 400 亿元左右，对应的股价为 17.9 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

表 1：雅戈尔主要财务数据预测

百万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	12279	14000	16200
(+/-)%	13.9%	14.02%	15.71%
净利润	1633	1800	2100
(+/-)%	28.9%	10.23%	16.67%
每股净收益（元）	0.73	0.81	0.94

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。