

雅戈尔

600177

中性/ 首次评级

股 价	2009/01/18
RMB8.36	

基础数据

总股本（百万股）	2227
流通 A 股（百万股）	1232
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	10297

财务数据

市净率 (X)	1.54
TRACING P/E (X)*	6.31
EPS (元)	0.97
股息率 (%)	5.98

*最近四季盈利计算。

相关研究

十字路口的选择

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	7033.9	8217.1	11255.0	11466.3	14474.2
(+/-%)	14.8	71.9	0.6	0.0	0.3
归属母公司净利润(百万元)	2475.7	2155.9	2284.9	2139.8	2665.8
(+/-%)	220.5	28.3	-0.2	-0.1	0.2
EPS(元)	1.11	0.97	0.94	0.88	1.08
P/E(倍)	7.5	8.6	8.9	9.5	7.7

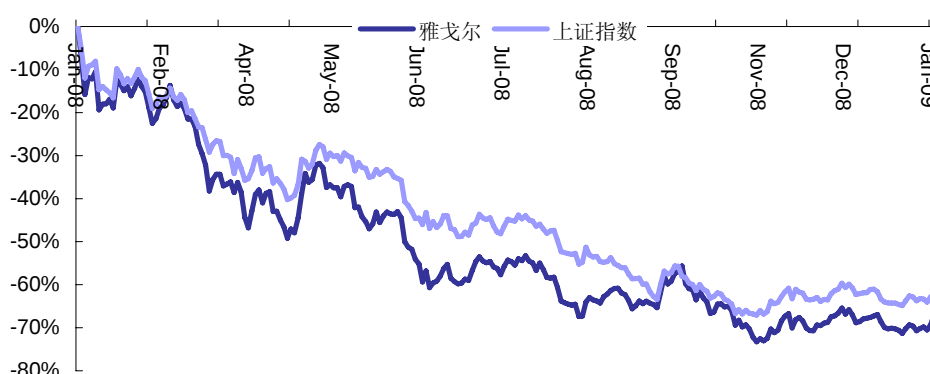
■ 本报告目的在于尽可能详细的描述公司三项业务的情况及所处的地位，并以“波士顿矩阵”为基础，分情境勾勒出公司未来的发展方向。我们认为虽然公司在纺织服装、房地产、股权投资三项完全无交集的业务上均取得不俗成绩，但各项业务间的分化也已慢慢显现出来。随着资本市场步入调整期、房地产行业低迷、国内消费者消费信心日渐不足，公司已经到了需要做出选择的关头，毕竟最好的时期已经过去，剩下的将更多是困难。

■ 从现有业务看，服装内销业务增长稳定，但新品牌和新市场的培育尚需时日；外销市场的发展前景取决于与新马公司的磨合效果；房地产业务在 09 年或将更多面临困难；而对于曾经辉煌的股权投资业务，公司也有意逐渐淡出。故短期来看，公司面临的困难多于机遇。

■ 估值角度看，因近 4 成收入来自房地产，故我们采用 NAV 估值法评价公司价值。我们发现，股权投资标的价格和房价的波动对公司价值的影响敏感度较高，而纺织服装业务业绩的变动对公司价值影响要小的多。考虑悲观情况下：假如股权投资标的价格跌为 0、同时房价下跌 30%，公司价值约为 3.04 元；而乐观情况下：股权投资标的价格翻倍、同时房价上涨 50%，则公司价值可达到 13.45 元。

■ 未来房价和股权投资标的价格的波动幅度较难判断，但总体来说房价在未来下跌 10% 的可能性较大，而股权投资标的价格也有继续下行风险。基于此理由，我们认为公司目前市场价格在 8.4 元左右，已处于较合理区域，给予中性评级。短期内重点警惕房地产行业和资本市场风险。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 汪蓉
 0755-82492801
wangrongyjs@lhq.com

胡栋亮
 0755-82080004
hudl@lhq.com

基本逻辑和结论

目前市场对公司最关心的问题在于：纺织服装、房地产和股权投资三项业务，谁对公司价值影响最大，未来谁又将被更为侧重和重点发展。而本报告的目的也在于尽可能详细的描述公司三项业务的情况及所处的地位，并以“波士顿矩阵”为基础，分情境勾勒出公司未来的发展方向。

我们认为虽然公司在纺织服装、房地产、股权投资三项完全无交集的业务上均取得不俗成绩，但各项业务间的分化已慢慢显现出来，房地产收入占总收入比重逐年上升，而股权投资收益也一度掩盖了主业的光芒。随着资本市场步入调整期、房地产行业低迷、国内消费者消费信心日渐不足，公司已经到了需要做出选择的关头，毕竟最好的时期已经过去，剩下的将更多是困难。

公司所拥有的成绩已经有目共睹，无需多言。我们在本文会主要分析其存在的不足和可能面临的风险。我们认为如果公司可以顺利的处理好业务间的关系，未来仍有希望获得新的成长空间，否则公司将面临成长的天花板。

估值角度来看，因为近 4 成收入来自房地产业务，所以我们采用 NAV 估值法评价公司价值。我们发现，股权投资标的价格和房价的波动对公司价值的影响敏感度较高，而纺织服装业务业绩的变动对公司价值影响要小的多。考虑悲观情况下：假如股权投资标的价格跌为 0、同时房价下跌 30%，公司价值约为 3.04 元；而乐观情况下：股权投资标的价格翻倍、同时房价上涨 50%，则公司价值可达到 13.45 元。

未来房价和股权投资标的价格的波动幅度较难判断，但总体来说房价在未来下跌 10% 的可能性较大，而股权投资标的价格也有继续下行风险，基于此理由，我们认为公司目前市场价格在 7.7 元左右，已居于较合理区域，给予中性评级。短期内重点警惕房地产行业 and 资本市场风险。

当然 NAV 估值也存在一定缺陷，它无法体现出公司在品牌、管理能力上的竞争优势，但它为企业价值设定了一个估值底线，是较为稳健的评价指标。

步入十字路口的纺织、服装龙头

为了在最短时间内对公司有最全面了解，我们用以下几个关键句来概括雅戈尔的地位和曾经取得的辉煌：

- 1、衬衫综合市场占有率 12.3%、连续 12 年居国内行业第一的服装企业；
- 2、西服综合市场占有率 13.31%，连续 7 年居国内行业第一的服装企业；
- 3、拥有从棉花种植、纺纱织造、成衣生产到终端销售完整产业链的大型纺织服装企业；
- 4、累计开发面积达到 300 万 m² 的宁波、苏州等二线城市地产龙头企业；
- 5、2007、2008 年因抛售中信证券获得丰厚投资收益而被市场所广泛关注的企业之一。

公司以服装生产加工业务起家，迄今已经形成近 165 万套西服、1200 万件衬衫、1652 万件休闲服及西裤；3000 万件梭织衬衫、500 万件针织上衣、350 万件裤子的生产能力，并通过 1680 个门店、1000 多个团购营销渠道销售自有品牌产品。

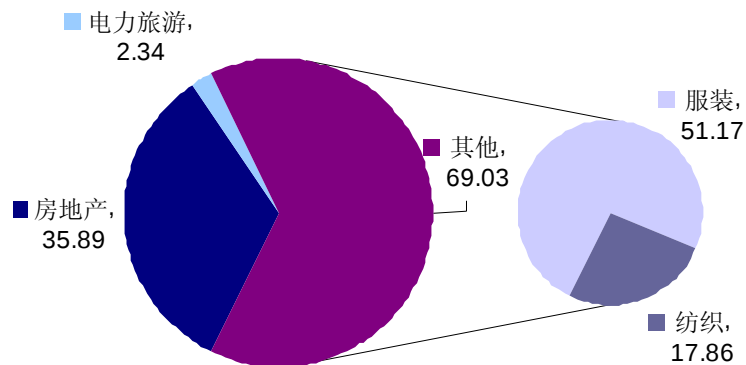
而配合以服装生产经营需要，公司逐步将产业链向上游延伸，迄今已形成 1.26 万吨棉纱、6400 万米色织布、5500 吨针织布、460 万米毛纺的生产能力。目前色织布产品中约 60%内销、40%外销至欧洲、美国、亚洲国家（和地区），毛纺产品中约 30%内销、70%外销至美国、欧洲、日本和韩国。而棉纱的自给率已经高达 70-80%。

1992 年公司试水房地产行业，陆续开发了东海花园、东湖花园、东湖馨园、西湖花园、海景花园、世纪花园、香颂湾、都市森林、溪林春天、钱湖比华利、苏州未来城等楼盘，开发区域涉及宁波、苏州、杭州、台州、绍兴等地，已逐渐成为区域性房地产强势品牌。

而公司于 1993 年起对一些有潜力企业所做的股权投资在 2007、2008 年也获得丰厚回报，特别是出售中信证券股权为公司在 07 年贡献了近 30 亿投资收益，使公司一度成为市场焦点。截止目前，公司所投资企业仍包括了：中信证券、金马股份、海通证券、交通银行、宜科科技、广博股份、宁波银行等。

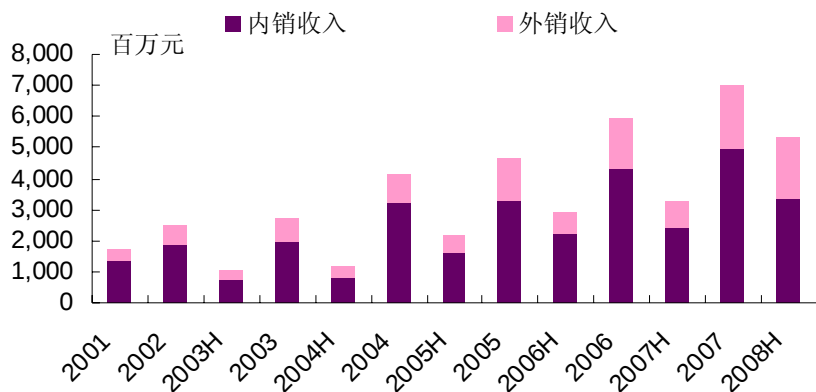
纺织服装业务仍占较大比重

图 1、主要业务构成



数据来源：公司公告、联合证券研究所

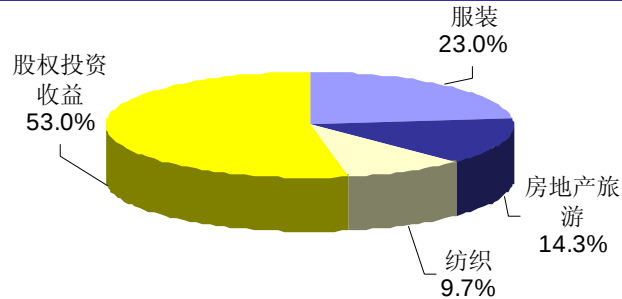
图 2、内外销比例



数据来源：公司公告、联合证券研究所

投资收益对净利润贡献
颇大

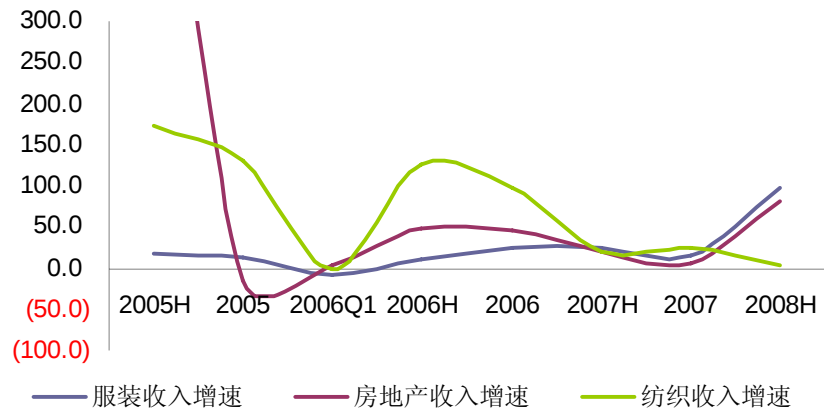
图 3、EPS 贡献构成



数据来源：公司公告、联合证券研究所

房地产业务进入收获
期。
而服装业务收入因收购
新马而大幅增长

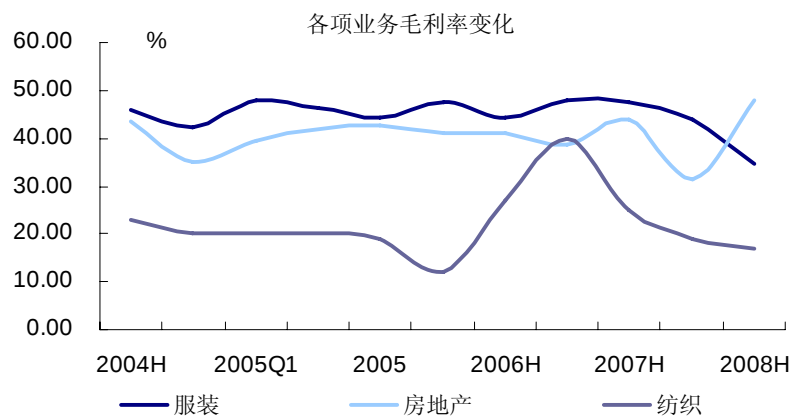
图 4、各业务收入增速变化 (%)



数据来源：公司公告、联合证券研究所

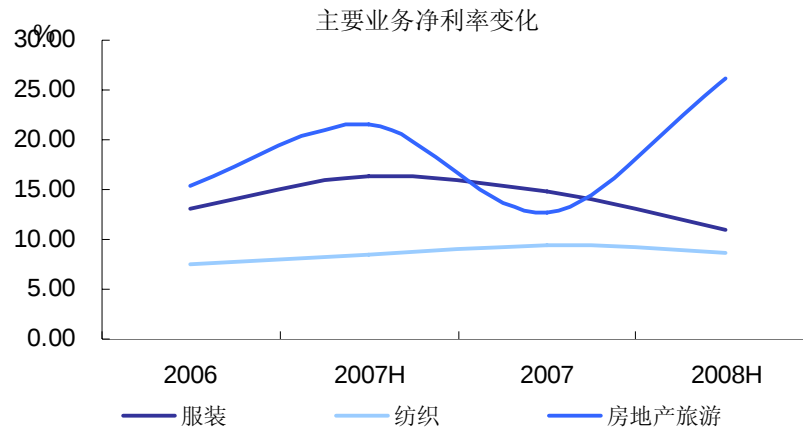
房地产业务毛利率的提
升源于 07 年及 08 年上
半年房价的高涨；
服装综合毛利率的下滑
源于低毛利率的新马公
司的并表影响

图 56、各项业务毛利率变化情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

图 6、各项业务净利率变化情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

显而易见，公司在纺织服装、房地产、股权投资三项完全无交集的业务上均取得不错成绩，这不仅得益于管理层的经营决策能力，也与前几年良好的宏观经济和行业环境密不可分。

尽管成绩不俗，我们仍能从数据中觉察到各项业务间的分化已慢慢显现出来：

1、传统主业纺织和服装的盈利能力略有减弱，特别是纺织业务收入增速和盈利能力在趋缓。服装业务上，虽然品牌知名度较高、市场份额在国内男装市场居第一位，但明显感到再提升的空间有限；

2、房地产业务因 07 年房价的高涨而进入甜蜜收获期，收入增速和盈利能力均明显提高，占总收入的比重也在逐年上升；

3、股权投资收益对净利润的贡献非常显著，已达到 53%，明显高于传统主业，一度掩盖了主营业务的光芒。

特别是到了资本市场步入调整期、房地产行业低迷、国内消费信心不足的新经济环境下，公司更是需要在“十字路口”做出选择，即对于纺织服装、房地产业务和股权投资的未来发展策略是什么。

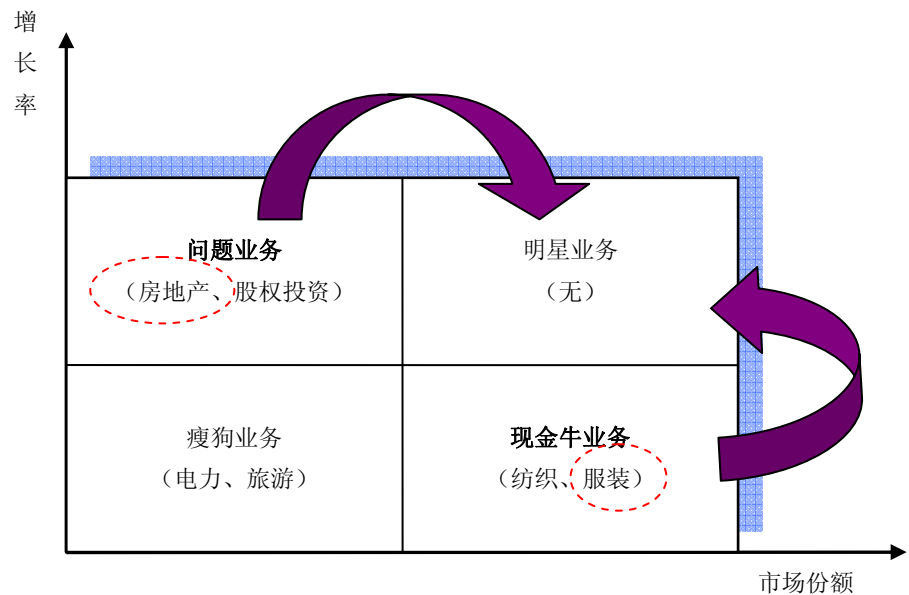
所做的选择主要两个方面：一是短期决策，在 2009 年宏观经济不确定、内需谨慎、房市低迷、资本市场步入熊市的背景下，公司业务发展的重点是什么；二是长期决策，即对三项业务的长远规划如何。

从“波士顿矩阵”出发 寻找“明星业务”

为了更清晰理解这个问题，我们从波士顿矩阵中获得启发，并以此作为理论基础来解释上述问题。根据各项业务的增长率和市场份额比较，我们将纺织服装归为“现金牛业务”；房地产和股权投资归为“问题业务”；电力、旅游归为“瘦狗业务”。

我们认为公司目前没有良好的明星业务，所以其长期处于稳定发展的成熟阶段。但房地产和服装业务都有发展成为“明星业务”的潜力，若发展得当，公司仍有希望重新进入成长期。

图 7、各项业务分析的波士顿矩阵



数据来源：联合证券研究所

根据“波士顿矩阵”理论，将房地产发展成“明星业务”无非两条途径：1、扩大市场份额；2、提升毛利率。扩大市场份额方面，保证通畅的融资渠道、充分利用杠杆效应增加土地储备和开工面积是关键所在；而在提升毛利率方面：（1）降低开发成本，如减少土地成本、建安成本等；（2）开发新颖、差异化程度高的楼盘，提高房屋售价是可行的措施。

而对服装业务的发展我们认为有两个方向：一是继续维持其“现金牛”的性质，保持规模经济和高边际利润优势，为房地产和股权投资业务提供充裕现金流，支持其发展；二是将其发展成为“明星业务”：1、通过开拓新市场的方式扩大市场份额，包括国内外市场的开拓（如收购新马、进入美国市场）、横向开拓（介入女装领域）和纵向开拓（向男装的高中低端延伸、正装向休闲装的延伸等）；2、充分利用规模经济进一步降低生产成本，通过技术研发开发更好产品、强化渠道和品牌运营、提升产品设计能力，提升品牌内涵，进而提高产品售价和毛利率。

纺织服装业务相对稳定、房地产与股权投资对业绩影响较大

公司董事长兼总裁李如成先生曾公开表示：“服装、房地产、股权投资，三个都是雅戈尔坚持要做的。服装是基础产业，房地产是未来的成长企业，股权投资是探索性的产业，三个产业在不同的层次，相互依赖。”但以当前经济形势和公司的资金实力来看，如若三者齐头并进，显然对公司的经营是风险大于收益。

服装业务比较优势仍然明显 但对业绩影响程度趋弱

现有服装内销业务增长稳定 新品牌和新市场的培育尚需时日

服装内销业务方面，尽管面临了 09 年国内消费者消费信心不足、需求不旺、行业整体过冬的困难，但公司凭借其稳定的品牌影响力和广泛的营销渠道仍可获得稳定增长。表现为：

公司在服装业务的比较优势仍较为明显

1、依托于强大的生产能力实现了规模经济和生产高效率，在产品质量控制、成本控制方面优于其他企业；

2、通过十几年的积累，已在全国拥有近 1700 家门店和 1000 多个团购渠道，其中自有门店达 121 家，且这些门店多属于成熟门店；

3、“雅戈尔”品牌的品牌影响力和美誉度仍然较高，在消费者更加理性消费的时期，可凭借其高性价比获得更广泛客户。

具体来说，不同于大多数品牌服装企业“淡化生产、主攻渠道建设”的经营思路，公司的大部分服装产品为自主生产，仅有部分毛衣、皮具、领带等服装及配饰外购，这些产品最终依托“雅戈尔”品牌，通过遍布全国的营销网络进行销售。且当近几年国内各主要服装品牌开始大肆扩张、抢占有限商业渠道之时，公司却已经着力于门店的整合和平效的提升。近几年，公司服装业务依靠其品牌影响力和渠道控制仍然获得了 20% 左右的增长。

在行业普遍“过冬”的背景下，男士正装市场不可避免受到冲击。除了部分高收入群体仍然保留了其对高档消费品的消费习惯外，大多数消费者已经慢慢收紧钱包，更倾向于消费低档、平价的服装品，或者对于性价比的要求更加苛刻。这种消费观念的变化，对于公司来说是益大于弊。

但是，我们仍然无法回避其在产品设计、品牌运营方面存在的不足和风险。从近几年的服装销售情况可以看到，公司在服装内销方面开始面临瓶颈，即进一步提升市场份额的空间已经越来越有限，成长的天花板依稀可见。尽管公司已经意识到这方面的问题，并采取各种措施来摆脱此局面，比如推出雅戈尔的不同系列品牌，但效果并不明显。

接下来，公司将采取进一步做大做强国内服装市场的战略，一方面继续加大门店扩张的投入、巩固原有品牌，另一方面加大对新品牌 HSM 的推广，包括多渠道经营、维护品牌形象等，以及适时推出金标、绿标产品，以拓展在休闲服市场的份额。

但我们认为，新品牌的培育并非一撮而就，通常 3-5 年的培育期是必要的，这意味着公司在近两年的时间里尚不大可能从新品牌中获得收益。而目前服装业务发展的亮点更可能仍然集中在原有竞争优势的保持上。通过开源节流的方式继续保持服装业务的比较优势，如进一步控制生产成本，以及通过新工艺、新面料的运用增加产品附加值，进而提高新品价格等。

外销市场的发展前景取决于与新马的磨合效果

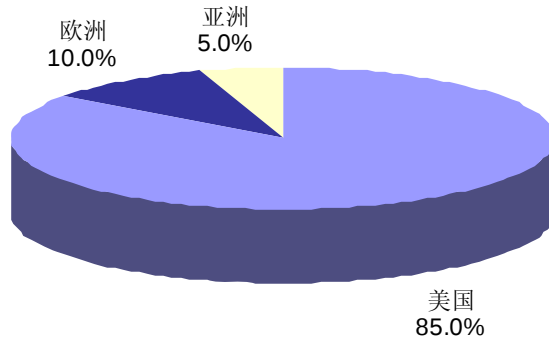
新马的设计能力是公司整合的重点

公司于 2007 年末收购香港新马公司，主要原因在于新马公司拥有强大的生产能力和广泛的国外销售渠道，对于公司自身的生产能力和营销渠道有正面提升效应。更重要的是作为 ODM 企业的新马公司拥有通晓国际品牌运作的设计营销团队，可以弥补公司在产品设计上的短板。

新马公司拥有分布于斯里兰卡、菲律宾、香港、深圳等 14 家生产基地，与 POLO、Calvin Klein、Nautica、Perry Ellis 等二十多个知名品牌客户有长期合作关系。其主要销售市场在美国、欧洲和亚洲，产品以衬衫为主，也有少量针织衫、裤子和部分西服，依订单以销定产。因主要从事 ODM 业务，其毛利率要显著低

于“雅戈尔”品牌服装销售的毛利，约在 10-12%的水平。

图 8、新马公司主要销售市场



数据来源：联合证券研究所

受到美国经济形势渐恶化的影响，美国民众消费观念迅速转变，更青睐于光顾平价或低价的百货店，而最困难的集中于中档百货。据此新马公司的主要客户减少订单的可能性较大，公司预计 09 年新马的利润增幅将下降 10%。

我们认为公司收购新马绝不单纯是因为看中其在服装方面的生产能力，借助新马的营销渠道和设计能力获得直接与国际品牌接触和合作的机会，进而提升“雅戈尔”的品牌运营能力才是更重要的方面。当然公司间的磨合需要一段时间，相互的学习也是一个潜移默化的过程，所以这方面的提升作用还需要较长的时期才能显现。

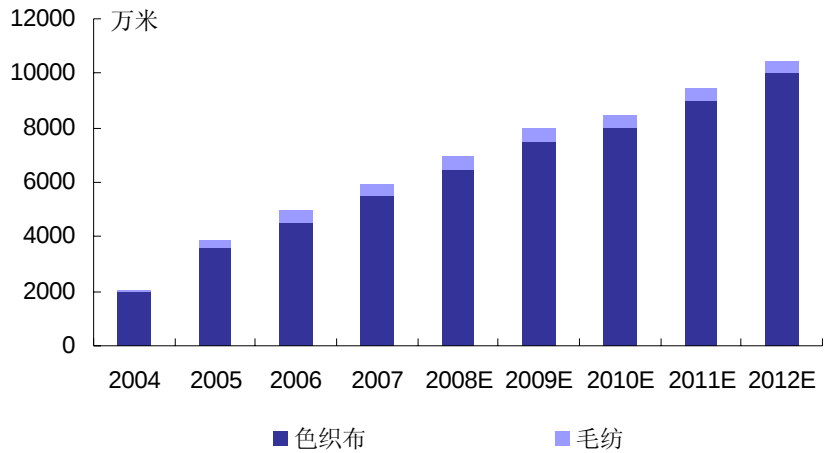
短期来看，公司将以转移产能为整合重点，将新马公司在香港和深圳的生产部分转移到内地，目前深圳的工厂产能已经由原来的 1600 万件下调至 500 万件左右，09 年还将有 500-600 万件的产能转移到宁波的工厂，相信未来新马的产能还将持续向内地转移。通过产能的转移，新马公司可以节约成本 2 美元/件，这对于提升其毛利率作用巨大。

此外公司可以借助新马的生产和销售渠道，提高其色织布和衬衫的出口量，带动“雅戈尔”西服、休闲装、针织衫等产品的出口，对于增加公司销售收入也有促进作用。

纺织业务作为服装业务的支持而存在

我们认为公司的纺织业务是主要作为其服装业务的支持和补充而存在的，服装业务发展的好坏将直接影响到上游纺织业务的好坏。

图 9、主要纺织品产能预测

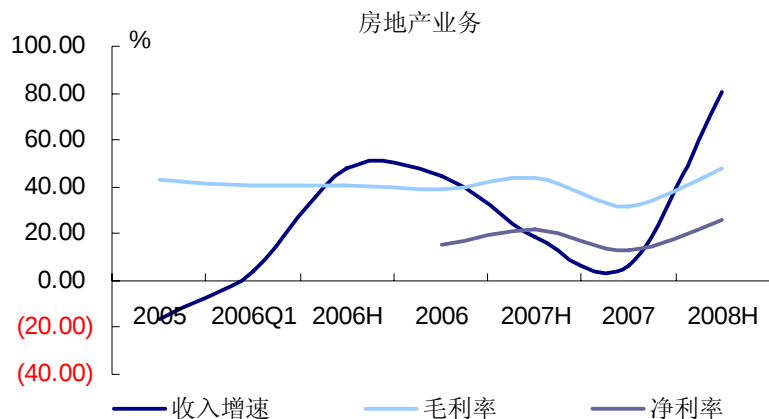


数据来源：联合证券研究所

房地产业务 09 年或更多面临困难

公司在房地产开发方面的成绩已经有目共睹，主要基于早年公司以较低成本获得了大量土地、并适时抓住了房地产业最好的几年发展时期。

图 10、房地产业务收入增速及毛利率、净利率情况



数据来源：联合证券研究所

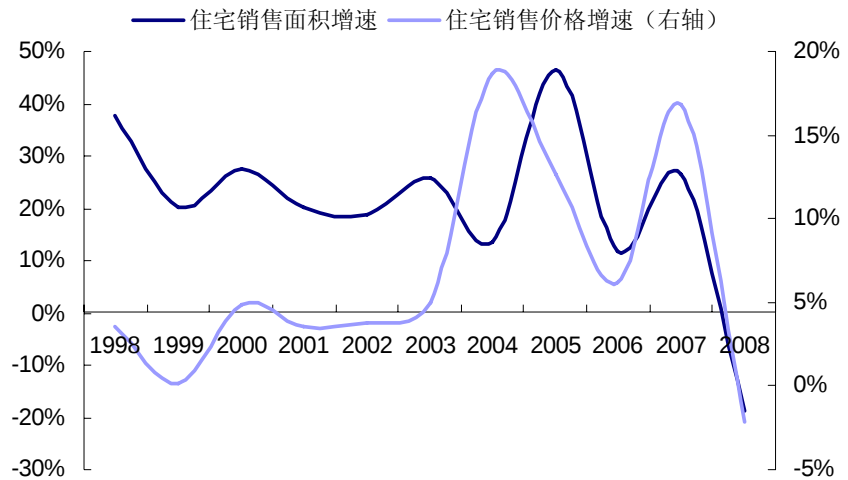
但步入 09 年，面对房地产行业的持续低迷，公司房地产业务将面临较大困难，主要在于：公司在 07 年拿了较多成本较高土地，这些土地需要在近几年开发，加重了其资金负担。另外在房价趋势向下的背景下，其房屋销售高毛利率的维持也受到担忧。

疯狂过后销量和房价双双回落

全国商品住宅价格在 2003 年之前一直处于平稳增长状态，至 2004 年开始出现跳跃式增长，并连续两年增速达到两位数。房价增速在 06 年略有回落，但 07 年再度飙升，房地产泡沫逐渐集聚。

一般认为，房价收入比在 6 以下不存在房地产泡沫，但我国四大城市：北京、上海、深圳和广州 07 年末的房价收入比水平远远高于安全边际值，分别达到 15.36、10.41、13.38 和 12.97。房地产市场已经存在内在调整需要。

图 11、2007 年房价再次出现两位数增长



数据来源：中经数据，联合证券研究所
注：2008 年为前 11 个月累计增速

表 1、四大城市房价收入比水平

年份	全国	北京	上海	深圳	广州
2001	8.56	12.14	8.58	6.21	7.18
2002	8.07	10.79	9.42	5.62	7.96
2003	7.78	9.76	10.13	6.63	7.41
2004	8.39	9.73	11.33	6.79	7.10
2005	8.54	10.83	10.67	6.64	7.50
2006	8.15	11.54	10.18	7.58	8.50
2007	8.34	15.36	10.41	13.38	12.97
2008.10	8.00	15.88	10.20	11.20	11.07

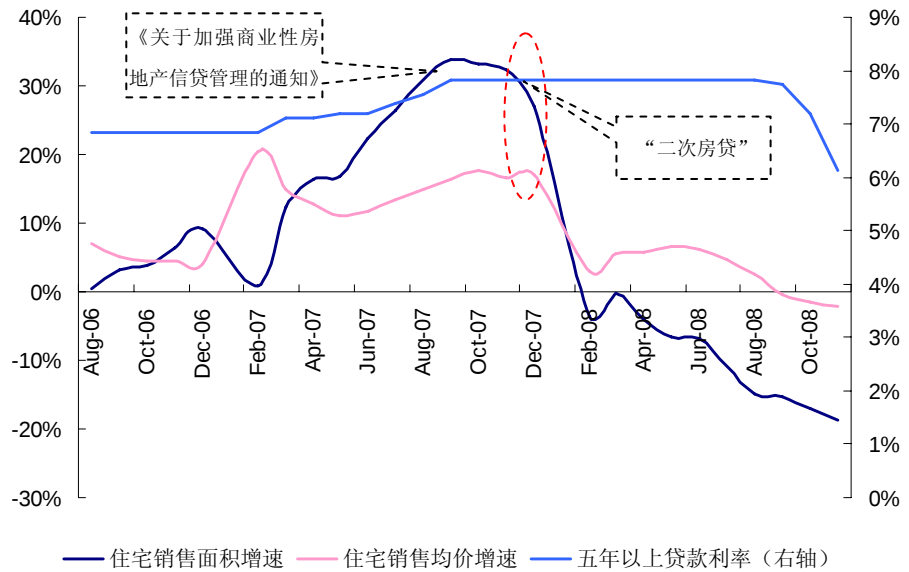
数据来源：CEIC，联合证券研究所
注：房价收入比按户均 90 平方米计算

区别于上世纪 80 年代后期日本政府对房地产泡沫的袖手旁观，我国政府在市场疯狂的 2007 年采取了积极的行政手段，以抑制房地产市场泡沫的膨胀。

从 2004 年 10 月至 2007 年 12 月，政府共上调贷款利率 9 次，其中仅 2007 年一年就上调了 6 次。另外，国家还出台了多项房地产调控政策，其中最具影响力的是 07 年 9 月和 12 月出台的《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》和《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》，即“二次房贷”政策。

多重政策综合作用下，我国房地产市场在 07 年末出现反转，住宅销售面积和销售均价增速均开始大幅回落。08 年 2 月份开始，住宅销售面积出现负增长，而累计至 11 月份，其萎缩幅度已达到 18.8%。销售价格的变动略有滞后，在 08 年 9 月份始出现负增长，截至 11 月份，销售均价同比下跌约 2.2%。

图 12、08 年住宅销量和价格增速双双下滑



数据来源：中经数据，联合证券研究所
注：住宅销售面积和销售均价均为月度累计值

07 年的非理性拿地增加开发商负担 公司也在其中

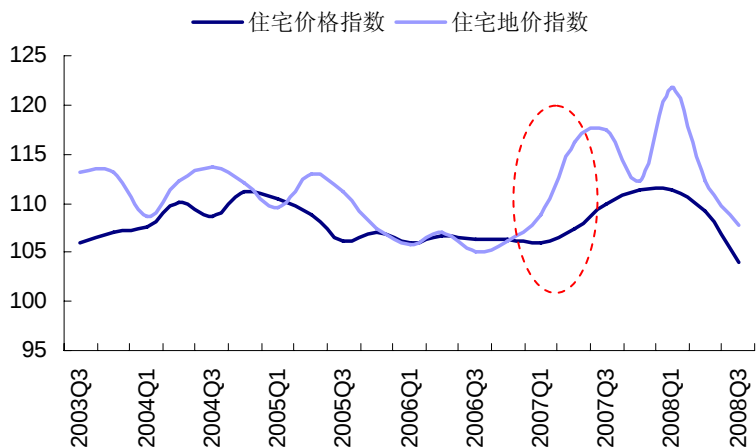
房市出现“面粉比面包贵”的情况

房市的火热成就了地价的节节攀升：07 年以前，地价涨幅尚与房价保持同步，但自 07 年一季度起，地价涨幅开始远远超过房价。

我们认为导致这种状况的原因在于：一方面，开发商对楼市前景的过分乐观使得房价未来几年的涨幅都在当期地价中得到集中体现；另一方面，由于股市的火热加上资本市场对土地储备的钟情，很多开发商为了能到二级市场融资开始超负荷拿地，进而抬高了地价。

美好预期还未转化为现实，07 年末楼市的反转就给了地产商当头一棒。房价的持续下跌给拥有高价土地储备的开发商的未来业绩造成较大压力。与此同时，资本市场几乎跟楼市同步转熊，市场对土地储备的态度也发生逆转，融资渠道的收紧更使本来就资金吃紧的开发商雪上加霜。高价土地储备反而成为一些地产商未来几年的经营负担。

图 13、住宅房价指数 VS 住宅地价指数



数据来源：Wind，联合证券研究所

07 年公司拿地过多 将对未来业绩造成较大压力

土地储备充分, 但 07 年高价地占比较高

公司目前已经拥有建筑面积约 448 万 m² 的土地储备, 按目前的开工进度, 足够未来三年开发。并且待建项目较多, 合计待建项目建面达到 226.28 万 m², 其中约 78% 的土地将在 09 年后陆续开工, 结合房地产目前低迷的市场情况, 预计公司在 09 年拿地的需求较低。但公司在 2007 年拿地成本较高, 预计将对未来业绩造成较大压力。

公司在 2007 年获取的权益建面占公司总权益建面比重达到 44%, 成本更占到 57%。而 2007 年新增项目平均楼面地价为 3923 元/m², 相比公司项目平均的楼面地价 3025 元/m² 高出了 30%, 如何消化这些高成本项目成为未来 3 年公司地产业务的一个重大任务。

表 2、公司房地产业务与其他房地产公司 07 年拿地情况比较

公司	公司总体情况			07 年新增		楼面地价 (元/m ²)	07 年权益 建面占比	07 年拿地 成本占比
	权益建面 (万 m ²)	土地权益总成本 (亿元)	楼面地价 (元/m ²)	权益建面 (万 m ²)	拿地权益成 本 (亿元)			
栖霞建设	392	56	1417	206	36	1756	52%	65%
金地集团	973	193	1980	472	146	3098	49%	76%
上实发展	648	78	1206	306	38	1249	47%	49%
雅戈尔	448	136	3025	199	78	3923	44%	57%
天房发展	253	52	2064	77	27	3536	30%	52%
保利地产	2262	337	1491	640	161	2513	28%	48%
华发股份	567	105	1853	149	18	1191	26%	17%
万科	3696	779	2106	934	292	3126	25%	38%
招商地产	795	172	2167	174	44	2521	22%	25%
金融街	375	56	1496	76	19	2497	20%	34%
亿城股份	109	27	2526	8	1	1805	7%	5%
北京城建	238	49	2072	17	10	5803	7%	20%
深振业	366	40	1079	22	12	5571	6%	31%
苏宁环球	1356	104	770	34	8	2483	2%	8%
泛海建设	661	190	2867	0	0	0	0%	0%

数据来源: 联合证券研究所

表 3、公司待建项目

地块名称	楼盘名称	建筑面积 (万 m ²)	产品类型	周边楼盘参考价格 (元/m ²)	预计开工 时间
宁波鄞州东钱湖高钱村地块	比华利二期	3.37	别墅	17000~22000	争取 2009 年 3 月
宁波慈溪达蓬山地块	香湖丹堤三期	5.44	别墅	周边无可比楼盘	未定
宁波慈溪老鹰山地块	未定	13.15	未定	周边无可比楼盘	未定
宁波江北华辰北 9#地块	未定	22.19	未定	11000	争取 2009 年 06 月
宁波鄞州姜山镇地块	未定	9.49	未定	高层 7500、联排 15000	争取 2009 年 3 月
宁波江北北郊路以西地块	未定	7.48	未定	15000	争取 2009 年 6 月
杭州杭商院地块	隐寓	9.39	高层	24000	争取 2009 年 3 月
杭州留下街 53#地块	西溪晴雪	7.93	多层	周边无可比楼盘	争取 2009 年 3 月
苏州沈浒路北 72075#地块	未来城四期	10.92	别墅、高层、 花园洋房	待定	争取 2009 年 6 月
苏州相城项目	帝豪花园	9.4	别墅、小高层 高层、商铺	别墅 12000 公寓 6500—7000	未定
苏州现代大道北 82037、 82038、82039、82040 地块	太阳城	94.69	别墅、小高层、 高层、花园洋 房、商铺	6500	争取 2009 年 6 月
绍兴柯岩 J1、J2、J3 住商地块	清枫华景园二期	10.77	别墅、联排	7000	争取 2009 年 6 月
宁波鄞州中基地块	未定	13.51	未定	9000	未定
宁波鄞州东吴镇地块	未定	8.55	未定	7000	未定
合计		226.28			

数据来源：公司调研、联合证券研究所

表 4、在建在售项目

地块名称	楼盘名称	建筑面积 万 m ²	产品类型	销售均价 (元/m ²)	销售 进度	预计交付 时间
宁波鄞州核心居住区 B1 地块	都市森林一期	18.80	高层、小高层、 多层	8700.00	0.97	交付中
宁波鄞州核心居住区 B1 地块	都市森林二期	7.75	高层、小高层、 联排	13800.00	0.81	2009.06
宁波鄞州钱湖大道北侧 1#地 块	香颂湾	11.20	联排	一期：15700 二期：19400	0.96	2009.09
宁波鄞州东钱湖高钱村地块	比华利一期	9.4	别墅、小高层	别墅：14900 公寓：12000	别墅：99% 公寓：80%	2008.12
宁波鄞州潘火 5#地块	世纪花园	24.23	高层、小高层、 叠拼	一期：7400 二期：11000	99%	2009.03
苏州现代大道北 72049#地块	未来城二期	11.61	高层	公寓：9000 湖景公寓：11000	94%	2009.04
苏州现代大道北 72049#地块	未来城三期	17.94	高层	7700	35%	2010.06
天台始丰新城 D2-2 地块	溪林春天三期	6.3	高层	4600	40%	2009.12
宁波东部新城 B3 花园住宅地 块	锦绣东城一期	17	高层、小高层	9300	60%	2010.09
宁波江北包家漕 3#地块	湖景花园	10.64	高层、联排	高层：20000 联排：35000	35%	2010.06
慈溪达蓬山地块	香湖丹堤一期	6.8	别墅、联排	7000	60%	2010.06
宁波鄞州陈婆渡地块	都市丽湾	4.56	高层、小高层	8500	47%	2010.12
合计		146.23				

数据来源：公司调研、联合证券研究所

表 5、在建未售项目

地块名称	楼盘名称	建筑面积(万m ²)	产品类型	周边楼盘参考价格(元/m ²)	预计预售时间
慈溪达蓬山地块	香湖丹堤二期	8.9	别墅、联排	周边无可比楼盘	2009.03
绍兴柯岩 J1、J2、J3 住商地块	清枫华景园一期	8.43	别墅、联排	7000	2009.06
东部新城 B3 地块	锦绣东城二期	11.87	高层、小高层	11000	2009.06
杭州转塘 D-11-2、D-11-1 地块	未定	11.89	高层、别墅	10000	2009.05
合计		41.09			

数据来源：公司调研、联合证券研究所

根据公司计划的楼盘结算进度和楼盘开发情况，我们预计 2008-2011 年，公司来自房地产业务的收入分别为 36.40、59.39 和 92.93 亿元；合计实现净利润现值 28.12 亿元。

逐步淡出股权投资业务

市场一直对公司的“不务正业”诟病很多，特别是 07、08 年公司在中信证券上获得的大量投资收益已经明显超过了其在纺织服装和房地产业务上获得的利润。但“成也萧何、败也萧何”，步入 09 年，伴随着资本市场风险的加大，市场对公司在股权投资业务上的担忧也日渐增加。

公司显然也意识到该问题，基于对资本市场风险的考虑，已经在集团公司成立了凯石投资公司，由专业团队协助对已有的部分金融资产进行管理，最终将逐步过度淡出股权投资行业。

表 6、可供出售金融资产

代码	股票名称	最新收盘价	初始投资成本	期末持股数	资产类型	解禁时间	收益核算方法	账面价值	预期可能的投资收益
600030	中信证券	18.44	209.21	217.25	可出售		市价-成本	4006.09	37.97
600837	海通证券	8.93	3588.00	200.00	可出售	20081221	市价-成本	1786.00	(18.02)
000980	金马股份	4.88	301.00	43.00	可出售	20081029	市价-成本	209.84	(0.91)
601328	交通银行	5.05	0.85	0.71	可出售		市价-成本	3.56	0.03
合计									19.06

数据来源：公司公告、联合证券研究所

备注：股价时间截止 2009.01.14

表 7、权益法核算长期股权投资

股票代码	公司名称	最新收盘价	初始投资成本	持股比例	收益核算方法	解禁时间	被投资公司净利润	被投资公司净资产	投资收益	净资产增厚
002036	宜科科技	7.48	1890.13	12.84	权益法	2008-11-15	17.01	338.93	2.18	43.52
	汉麻产业		48.00	40.00	权益法	2010-7-19	0.00	120	0.00	48.00
	中基贸易		30.07	20.00	权益法		32.40	257	6.48	51.40
合计									8.66	142.92

数据来源：公司公告、联合证券研究所

备注：被投资公司净利润和净资产以最新数据为准

表 8、成本法核算长期股权投资

代码	股票名称	昨收盘价	初始投资成本	期末持股数	资产类型	解禁时间	收益核算方法
002103	广博股份	5.11	9.83	32.65	法人股	2010-1-10	成本法
002142	宁波银行	7.28	18.16	179.00	法人股	2010-7-19	成本法

数据来源：公司公告、联合证券研究所

备注：投资收益主要来自被投资公司的分红所得

盈利预测

NAV 估值

因公司业务较多且相互间关联性不大，所以我们将各业务盈利情况分开进行讨论。估值方法的选择上，因为公司有近四成收入来自房地产业务，所以我们选择 NAV 估值法来评估公司价值，该方法尤其对房地产业务的评价较为合理。当然 NAV 估值也存在一定缺陷，它无法体现出公司在品牌、管理能力上的竞争优势，但它为企业价值设定了一个估值底线，是较为稳健的评价指标。

表 9、服装业务盈利预测表（百万元、%）

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入	6000.65	5959.86	6495.44	7088.91	7832.72
毛利率	30.18	32.35	34.74	35.95	36.08
销售利润	1810.93	1927.81	2256.20	2548.41	2825.79
销售费用	440.16	463.50	516.14	567.49	619.24
管理费用	417.96	415.37	452.85	494.29	546.04
财务费用	180.02	238.39	259.82	283.56	313.31
利润总额	772.80	810.55	1027.38	1203.08	1347.20
净利润	656.88	688.97	852.73	998.55	1118.17
净利润率	10.95	11.56	13.13	14.09	14.28

数据来源：联合证券研究所

表 10、房地产业务盈利预测表（万元）

项目	权益 建面	楼面 地价	结算面积（未考虑权益）				销售收入(万元)				毛利 率	权益净利 润现值
			2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E		
都市丽湾	4.6	2659	0.0	0.0	4.6	0.0	0	0	35507	0	26%	2580
都市森林一期	18.9	2610	17.0	1.9	0.0	0.0	153171	17019	0	0	48%	32138
都市森林二期	6.5	2610	0.0	1.9	4.5	0.0	0	24033	56076	0	37%	8795
湖景花园	15.0	2703	0.0	3.0	4.5	7.5	0	53939	80909	134848	57%	50053
湖山庄园 1 期	21.7	461	0.0	0.0	8.7	13.0	0	0	78120	117180	48%	30500
华辰北 9 号地块	22.2	7157	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	16%	5412
姜山镇 3 号地块	9.5	3526	0.0	0.0	0.0	6.6	0	0	0	59787	14%	746
锦绣东城	28.0	2211	0.0	0.0	0.0	16.8	0	0	0	103572	24%	10314
钱湖比华利一期	8.9	2238	8.0	0.9	0.0	0.0	129362	14374	0	0	48%	26967
钱湖比华利二期	2.3	2238	0.0	0.0	0.0	2.3	0	0	0	45400	33%	4294
绍兴清风华景园	11.7	933	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	35%	8552
世纪花园	18.9	2478	0.0	17.0	1.9	0.0	0	136224	15136	0	30%	14357
苏州未来城 1 期	10.0	2789	4.0	1.0	0.0	0.0	36108	9027	0	0	40%	6757
苏州未来城 2 期	11.5	2789	0.0	5.7	5.7	0.0	0	41248	41248	0	25%	5904
苏州未来城 3 期	9.6	2789	0.0	0.0	5.8	3.8	0	0	41339	27559	25%	4534
苏州未来城 4 期	8.2	2789	0.0	0.0	0.0	6.5	0	0	0	41275	15%	643
苏州未来城 5 期	11.4	2789	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	35%	9225
溪林春天二期	6.7	700	3.3	1.1	0.0	0.0	16665	5555	0	0	47%	2428
溪林春天三期	2.3	700	0.0	3.1	0.8	0.0	0	14626	3657	0	14%	129
香颂湾	10.0	2660	0.0	5.0	5.0	0.0	0	48000	48000	0	37%	11662
浙江工商大学 23 号地块	9.4	15719	0.0	0.0	0.0	5.6	0	0	0	169020	26%	18875
香湖丹堤一期	6.8	450	0.0	0.0	5.4	1.4	0	0	30464	7616	20%	1699
香湖丹堤二期	8.9	450	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	20%	1937
香湖丹堤三期	5.4	600	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	17%	733
慈溪老鹰山地块	13.2	440	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	20%	2935
宁波北郊路地块	7.5	13500	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	-23%	(19927)
宁波中基地块	13.5	1854	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	39%	11970
宁波东吴地块	8.5	1033	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	35%	5111
太阳城	94.7	1460	0.0	0.0	9.5	18.9	0	0	59655	119309	28%	43699
帝豪花园 (苏州相城项目)	13.8	4549	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	6%	(4145)
西溪晴雪 (留下街地块)	7.9	11100	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	-5%	(10616)
杭镇储出 50 号	10.1	5203	0.0	0.0	5.0	5.0	0	0	45405	45405	8%	(2615)
杭镇储出 51 号	10.8	7000	0.0	0.0	5.4	5.4	0	0	58374	58374	6%	(4410)
合计	448.3		32.4	40.7	66.8	93.0	335306	364044	593889	929346		281233.3

数据来源：联合证券研究所

表 11、股权投资业务 NAV 估值（百万股、百万元）

截止估值日尚未出售股权				
	最新收盘价	期末持股数	估值日股权投资账面价值	
中信证券	18.44	217.25	4006.09	
海通证券	8.93	200.00	1786.00	
金马股份	4.88	43.00	209.84	
交通银行	5.05	0.71	3.56	
合计			6005.49	
07 年末至估值日已出售股权				
	抛售时间	抛售价格（均价）	抛售股份数	现金流入
中信证券	07/12/31-08/04/25	66.51	45.07	2997.61
	08/04/25-08/11/11	24.47	59.59	1458.17
合计				4455.77

数据来源：联合证券研究所

备注：最新股价截至 2009.01.14

表、NAV 估值（百万股、百万元）

总股本	2226.61
房地产净利润现值	2812.33
纺织、服装业务净利润现值	4598.25
07 年末净资产	16572.79
07 年末股权投资期末账面价值	16741.55
估值日股权投资账面价值	6005.49
07 年末至估值日已卖出股权现金流入	4455.77
公司价值（元）	7.95

数据来源：联合证券研究所

为了更清晰的了解各项业务变动对公司价值的影响，我们分别就各业务主要指标的变化对公司价值的影响做了敏感性分析。我们发现，股权投资标的价格和房价的波动对公司价值的影响敏感度较高，而纺织服装业务业绩的变动对公司价值影响要小的多。

我们考虑悲观情况下：假如股权投资标的价格跌为 0、同时房价下跌 30%，公司价值约为 3.04 元；而乐观情况下：股权投资标的价格翻倍、同时房价上涨 50%，则公司价值可达到 13.45 元。

未来房价和股权投资标的价格的波动幅度较难判断，但总体来说房价未来下跌 10% 的可能性较大，而股权投资标的价格也有继续下降风险，基于此理由，我们认为公司目前市场价格在 8.4 元左右，已经居于较合理区域，给予中性评级。

表 12、服装业务波动对公司价值影响敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
服装业务净利润现值波动								
纺织服装业务净利润现值	3908.51	4138.42	4368.33	4598.25	4828.16	5058.07	5287.98	5517.90
公司价值变动	7.64	7.74	7.85	7.95	8.05	8.16	8.26	8.36

数据来源：联合证券研究所

表 13、股权投资标的价格波动对公司价值影响敏感性分析

	-100%	-50%	-20%	-10%	0%	10%	20%	50%	100%
股权投资均价波动									
估值日股权投资账面价值	0.00	3002.75	4804.39	5404.94	6005.49	6606.04	7206.59	9008.24	12010.98
07 年末至估值日已卖出									
股权现金流入	4455.77	4455.77	4455.77	4455.77	4455.77	4455.77	4455.77	4455.77	4455.77
公司价值变动	5.25	6.60	7.41	7.68	7.95	8.22	8.49	9.30	10.65

数据来源：联合证券研究所

表 14、房价波动对公司价值影响敏感性分析

房价波动	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	10%	20%	30%	40%	50%
房地产净利润现值	(2115.28)	(356.26)	1335.97	2093.01	2812.43	4186.03	5477.46	6724.37	7926.74	9062.31
公司价值变动	5.74	6.53	7.29	7.63	7.95	8.57	9.15	9.71	10.25	10.76

数据来源：联合证券研究所

表 15、股权投资标的的价格与房价同时波动时，对公司价值影响敏感性分析

公司价值变动		股权投资标的的均价波动										
		-100%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	100%
房价波动	-30%	3.04	4.39	4.93	5.20	5.47	5.74	6.01	6.28	6.55	7.09	8.43
	-20%	3.83	5.18	5.72	5.99	6.26	6.53	6.80	7.07	7.34	7.88	9.22
	-10%	4.59	5.94	6.48	6.75	7.02	7.29	7.56	7.83	8.10	8.64	9.98
	-5%	4.93	6.28	6.82	7.09	7.36	7.63	7.90	8.17	8.44	8.98	10.32
	0%	5.25	6.60	7.14	7.41	7.68	7.95	8.22	8.49	8.76	9.30	10.65
	10%	5.87	7.22	7.76	8.03	8.30	8.57	8.84	9.11	9.38	9.92	11.26
	20%	6.45	7.80	8.34	8.61	8.88	9.15	9.42	9.69	9.96	10.50	11.84
	30%	7.01	8.36	8.90	9.17	9.44	9.71	9.98	10.25	10.52	11.06	12.40
	40%	7.55	8.90	9.44	9.71	9.98	10.25	10.52	10.79	11.06	11.60	12.94
	50%	8.06	9.41	9.95	10.22	10.49	10.76	11.03	11.30	11.57	12.11	13.45

数据来源：联合证券研究所

警惕房地产业和资本市场价格风险

在 2009 年宏观经济集体“过冬”的背景下，我们更倾向于谈风险大过谈成长性，所以对于风险的关注度将更高一些。我们认为公司最美好的时光可能已经过去，09 年以后将更多的面临困难和抉择，任何一步棋走错，对公司来说都将是巨大的影响。

我们对公司纺织服装业务的比较优势还是较为看好，尤其是在生产和渠道方面的优势明显，抗风险能力较强。

但其在房地产和股权投资业务方面压力较大，尤其是价格风险高，特别是房地产价格的波动风险较大。另外公司虽然已经打算从股权投资业务中淡出，但资本市场的熊市调整特征也加大了其全身而退的难度。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。