

雅戈尔

600177

中性/ 首次评级

股 价	2009/02/05
RMB8.73	

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）	10753

财务数据

市净率 (X)	1.61
TRACING P/E (X)*	6.59
EPS (元)	0.97
股息率 (%)	5.73

*最近四季盈利计算。

相关研究

深度报告《十字路口的选择》2009。

01.18

再度减持中信证券获益近 14 亿

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	2955.5	1991.4	2438.6
(+/-%)	220.5	28.3	0.2	-0.3	0.2
EPS(元)	1.11	0.97	1.33	0.89	1.08
P/E(倍)	7.9	8.6	6.6	9.8	8.0

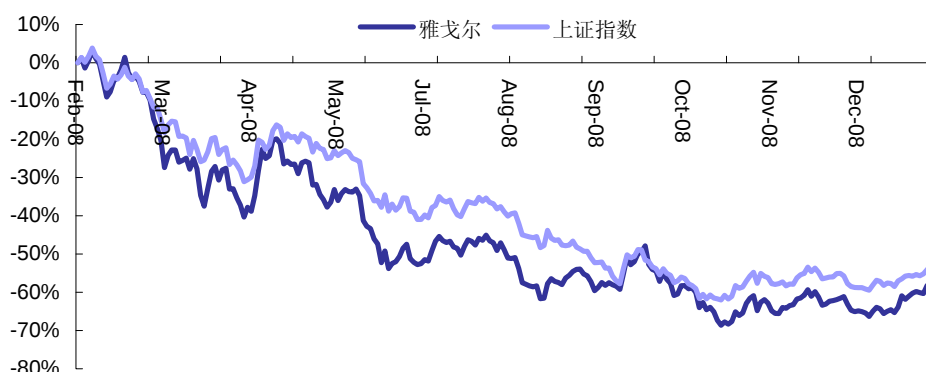
■ 公司公告截止 2009 年 2 月 4 日已累计出售中信证券股权 174.89 百万股，截至目前，公司仍持有中信证券无限售条件流通股 147.37 百万股。以该时间段内中信证券股票均价 20.3 元、初始投资成本 0.86 元/股测算，公司因此次抛售预计可获得投资收益约 13.58 亿元。

■ 假设投资收益中 1/2 归属 08 年，同时考虑公司在三季度末至 08 年 11 月 11 日间出售中信证券的行为，预计公司在 4 季度将新增投资净收益约 11.65 亿元，08 年全年投资净收益达到 24.9 亿元，对 EPS 的贡献达到约 1.12 元。据此我们相应上调对公司 08 年的盈利预测，预计 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 1.33、0.89 和 1.08 元。

■ 我们主要以 NAV 估值法测算公司价值。此次因为抛售中信证券行为和股权投资标的价格的波动，导致公司价值相应发生变化，合理价格中枢由此前的 7.95 元上升至 8.59 元。

■ 我们认为此次抛售中信证券的行为对提升公司价值有促进作用，而根据目前房价相对稳定、资本市场表现良好的事实，我们认为公司的合理价格区间在 8.59 元-9.4 元之间。但鉴于当前股价在 8.73 元左右，已经居于合理区域，我们仍维持中性评级。

最近 52 周股价表现



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

再次减持中信证券 获益近 14 亿

公司今日公告,截止 2009 年 2 月 4 日收盘,已累计出售中信证券股权 174.89 百万股(其中中信证券公司转增股本前、后分别减持 45.07 百万股、129.83 百万股,累计已超过中信证券总股本的 3%)。截至目前,公司仍持有中信证券无限售条件流通股 147.37 百万股。

此前公司曾公告至 08 年 11 月 11 日累计售出中信证券股票约 105.02 百万股。而根据此次公告,公司在 08 年 11 月至 09 年 2 月间又再次售出中信证券约 69.87 百万股。以该时间段内中信证券股票均价 20.3 元、初始投资成本 0.86 元/股测算,公司因此次抛售预计可获得投资收益约 13.58 亿元。

表 1、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	22.91	209.21	147.37	可出售		市价-成本	3376.25	31.67
600837	海通证券	12.01	3588.00	200.00	可出售	20081221	市价-成本	2402.00	(11.86)
000980	金马股份	5.40	301.00	43.00	可出售	20081029	市价-成本	232.20	(0.69)
601328	交通银行	5.84	0.85	0.71	可出售		市价-成本	4.12	0.03
合计									19.16

数据来源:公司公告、联合证券研究所

备注:股价时间截止 2009.02.05

表 2、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	7.82	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 3、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	5.81	9.83	32.65	法人股	2010-1-10	成本法
002142	宁波银行	7.71	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

上调公司合理价值至 8.59 元

由于公告并未说明具体抛售时间,因此我们无法准确测算归属于 08 年会计年度的投资收益为多少。

9 月 30 日至 11 月 11 日,公司因抛售中信证券获得投资收益 4.86 亿元

我们假设投资收益中 1/2 归属 08 年,1/2 归属 09 年,同时考虑公司在三季度末至 08 年 11 月 11 日间出售中信证券的行为,预计公司在 4 季度将新增投资净收益约 11.65 亿元,而 08 年全年公司的投资净收益可达到 24.9 亿元,对 EPS 的贡献达到约 1.12 元。据此我们相应上调对公司 08 年的盈利预测,预计 2008、

2009、2010 年 EPS 分别为 1.33、0.89 和 1.1 元。

在此前的公司深度报告《十字路口的选择》中，我们主要以 NAV 估值法测算公司价值。此次因为抛售中信证券行为和股权投资标的价格的波动，导致公司价值相应发生变化，合理价格中枢由此前的 7.95 元上升至 8.59 元。

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 3.67 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 14.10 元。

我们认为此次抛售中信证券的行为对提升公司价值有促进作用，而根据目前房价相对稳定、资本市场表现良好的事实，我们认为公司的合理价格区间在 8.59 元-9.4 元之间。但鉴于当前股价在 8.73 元左右，已经居于合理区域，我们仍维持中性评级。

表 4、NAV 估值（百万股、百万元）

总股本	2226.61
房地产净利润现值	2806.06
纺织、服装业务净利润现值	4587.54
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	6014.57
07 年末至估值日已卖出股权现金流入	5874.13
公司价值（元）	8.59

数据来源：联合证券研究所

表 5、服装业务波动对公司价值影响敏感性分析

服装业务净利润现值波动	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
纺织服装业务净利润现值	3899.41	4128.79	4358.16	4587.54	4816.92	5046.30	5275.67	5505.05
公司价值变动	8.28	8.38	8.48	8.59	8.69	8.79	8.89	9.00

数据来源：联合证券研究所

表 6、股权投资标的价格波动对公司价值影响敏感性分析

股权投资均价波动	-100%	-50%	-20%	-10%	0%	10%	20%	50%	100%
估值日股权投资账面价值	0.00	3007.28	4811.65	5413.11	6014.57	6616.02	7217.48	9021.85	12029.13
07 年末至估值日已卖出股权现金流入	5874.13	5874.13	5874.13	5874.13	5874.13	5874.13	5874.13	5874.13	5874.13
公司价值变动	5.88	7.23	8.04	8.31	8.59	8.85	9.12	9.93	11.29

数据来源：联合证券研究所

表 7、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	6.37	7.16	7.92	8.26	8.59	9.20	9.78	10.34	10.88	11.39

数据来源：联合证券研究所

表 8、股权投资标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		股权投资标的均价波动										
		-100%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	100%
房价波动	-30%	3.67	5.02	5.56	5.83	6.10	6.37	6.64	6.91	7.18	7.72	9.08
	-20%	4.46	5.81	6.35	6.62	6.89	7.16	7.43	7.70	7.97	8.51	9.87
	-10%	5.22	6.57	7.11	7.38	7.65	7.92	8.19	8.46	8.73	9.27	10.63
	-5%	5.56	6.91	7.45	7.72	7.99	8.26	8.53	8.80	9.07	9.61	10.97
	0%	5.89	7.24	7.78	8.05	8.32	8.59	8.86	9.13	9.40	9.94	11.29
	10%	6.50	7.85	8.39	8.66	8.93	9.20	9.47	9.74	10.01	10.55	11.91
	20%	7.08	8.43	8.97	9.24	9.51	9.78	10.05	10.32	10.59	11.13	12.49
	30%	7.64	8.99	9.53	9.80	10.07	10.34	10.61	10.88	11.15	11.69	13.05
	40%	8.18	9.53	10.07	10.34	10.61	10.88	11.15	11.42	11.69	12.23	13.59
	50%	8.69	10.04	10.58	10.85	11.12	11.39	11.66	11.93	12.20	12.74	14.10

数据来源：联合证券研究所

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。