

服装Ⅲ

孔军

021-62178407

Kongjun@cjis.cn

雅戈尔

600177

推荐

服装、地产仍可保证公司继续增长

雅戈尔公司为服装行业的龙头企业，同时也涉足房地产和股权投资。前几年地产和金融投资为公司带来较大的收益。目前房地产市场走弱，证券市场不佳给公司带来一定的不利影响，但并没有影响到公司未来的增长，公司仍具有较大的增长潜力。鉴于 09 年公司具有一定的限售股压力，我们给予公司“推荐”的投资评级。

投资要点：

- **公司主要业务为服装和房地产。**公司主业为服装、房地产、纺织板块，纺织板块在公司业务中比重较小。08 年服装、房地产、纺织板块主营利润占总主营利润的比重分别为：50%、42%、8%。公司利润来源主要依靠品牌服装和房地产。
- **公司内销服装仍可保持 10% 左右增长，外销服装预计将会维持 08 年的水平。**公司服装业务中以衬衫、西服、休闲服为主。公司衬衫创利能力最强，西服、休闲服创利能力也不弱。09 年，预计公司服装内销业务仍可保持 10% 左右增长，服装外销预计将会维持 08 年的水平。
- **公司服装自营渠道 09 年将继续保持增长。**08 年公司自营渠道（自营店、专柜）增长较快，专柜达 870 个，增长 21.85%，自营店 422 个，增长 13.75%，加盟店数量基本没有增长。09 年公司计划再开 300 家自营店（包括专柜），增长 23.22%。
- **公司 09 年房产收入将继续增长。**公司未来几年将不断有房地产项目交付使用、确认收入和利润。从目前公司房地产项目的进度和销售情况，同时考虑房地产市场环境，在销售价格下降 15% 的情况下，我们预计公司 09 年将会有 65.46 亿元的房产销售确认收入。
- **公司金融资产 09 年仍会给公司带来投资收益。**虽然公司海通证券损失严重，但是就目前情况看，公司要在股票上获得投资收益还是有可能的，因为中信证券使得公司在二级市场上可获得较大的收益。另外公司持有的非上市公司的质地较好，随着创业板推出，公司极有可能在这些非上市公司中获得创业板带来的超额收益。
- **根据公司股权结构特点，预计 09 年将解禁股压力。**从 09 年开始，公司每年将有约 19898 万股的限售股解禁，占限售股比例 20%。特别在 09 年，解禁股占流通股的比重较大，达 16.15%。从公司大股东的性质看，公司有限售股解禁的压力，这一风险将压制公司股票二级市场的表现。
- **鉴于公司 09 年有大股东减持风险，给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.79、1.04、1.37 元，股票具有上涨空间。鉴于公司 09 年具有较大的大股东减持风险，我们给予公司“推荐”的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 13.00 元。

6-12 个月目标价： 13.00 元

当前股价： 10.33 元

评级调整： -

基本资料

上证综合指数	2444.23
总股本(百万)	2227
流通股本(百万)	1232
流通市值(亿)	127
EPS (TTM)	0.71
每股净资产(元)	4.45
资产负债率	68.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
雅戈尔	15.29	37.73	12.65
上证综合指数	13.23	28.32	22.18



相关报告

主要财务指标

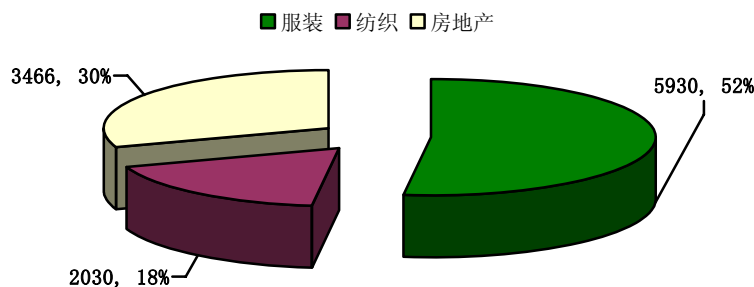
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	10780	14723	18813	23558
同比(%)	53%	37%	28%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1583	1753	2309	3043
同比(%)	-36%	11%	32%	32%
毛利率(%)	35.9%	30.7%	32.1%	33.4%
ROE(%)	17.6%	16.2%	17.6%	18.8%
每股收益(元)	0.71	0.79	1.04	1.37
P/E	14.53	13.12	9.96	7.56
P/B	2.55	2.12	1.75	1.42
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中投证券研究所

一、公司主要利润来源于服装和房地产

雅戈尔公司以服装作为主业，房地产业务在近几年业务量也较重，公司土地储备较多，纺织板块在公司业务中比重较小。08 年公司服装、房地产、纺织板块收入占主营收入比重分别为：52%、30%、18%。如图表 1

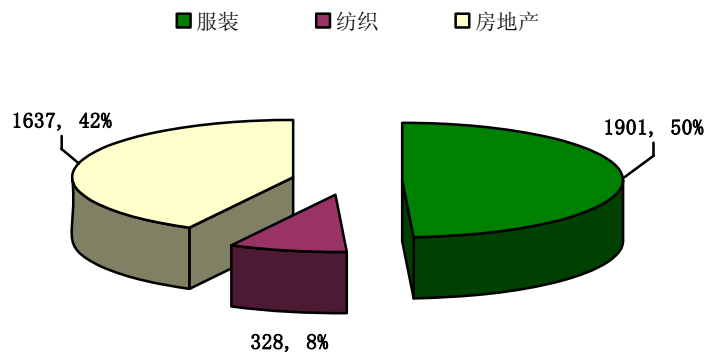
图 1 雅戈尔 08 年产品收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司年报、中投证券研究所

在这三块业务中，由于毛利率不同，给公司创造的业务利润占比有大小。08 年服装、房地产、纺织板块主营利润占总主营利润的比重分别为：50%、42%、8%。如图表 2

图 2 雅戈尔 08 年产品主营利润结构（单位：百万元）



资料来源：公司年报、中投证券研究所

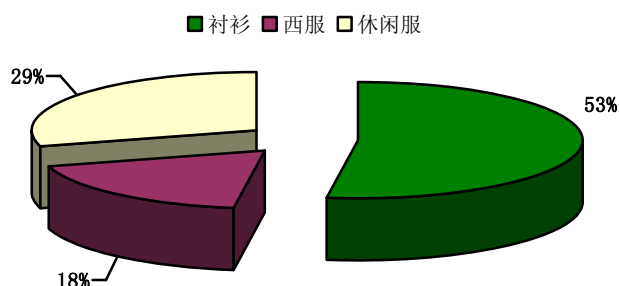
从以上分析看好出，公司的主要利润来源于服装和房地产。

二、公司服装业务——衬衫是主要创利品种，西服、

休闲服所占比重也不小

在雅戈尔公司的服装主业中，衬衫、西服、休闲服为主要产品。从收入角度看，衬衫收入比重最大，其次为休闲服。08 年公司衬衫、休闲服、西服收入占服装收入比重分别为：53%、29%、18%，如图表 3。

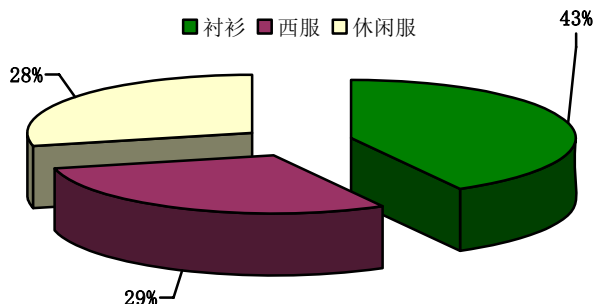
图表 3 雅戈尔 08 年服装业务产品收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司数据、中投证券研究所

在这三种系列的服装中，由于平均毛利率不同，给公司创造的业务利润占比有大小，衬衫是主要创利品种，西服、休闲服所占比重也不小。08 年衬衫、西服、休闲服主营利润占总服装主营利润的比重分别为：43%、29%、28%，如图表 4。

图表 4 雅戈尔 08 年服装业务主营利润结构（单位：百万元）



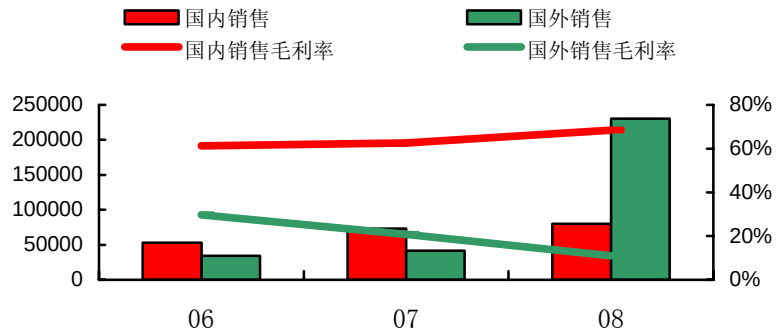
资料来源：公司数据、中投证券研究所

2.1 衬衫内销毛利率不断提升，外销毛利率为新马所累

从 1995 年雅戈尔衬衫第一次夺得国内同类产品市场综合占有率第一后，雅戈尔衬衫一直稳居市场第一。08 年公司衬衫平均市场占有率为 13.30%，已分别连续十四年排名第一。公司在独有的国家级新产品 DP 衬衫广受市场好评的基础上，最近推出的 TNDP 和 VNDP 免熨衬衫被列入 2008 年宁波市重点新产品计划，并申报了各类实用专利三项，为进一步实现 DP 技术的产业规模化奠定基础。这些新产品的不断推出，将有效地进一步提升公司衬衫品牌形象，进而提高公司衬衫的毛利率。08 年公司衬衫毛利率为 68.51%，较上年增长 9.42%，如图表 5。

公司虽然在国内衬衫市场上取得了优异的成绩，但是衬衫外销部分毛利率较低。08 年外销部分衬衫毛利率只有 11.03%，较 07 年的 20.79% 下降了 47%，如图表 5。公司衬衫国外销售毛利率低，是由于公司外销的衬衫本身毛利率低，一般在 21% 左右，另外还有一个重要的原因是 08 年并入新收购新马香港公司的衬衫销量。因为新马香港公司从事的服装业务基本为 OEM，毛利率只有 10% 左右，并且 08 年衬衫销售规模在 18 亿左右，因此合并后拉低了雅戈尔公司的衬衫出口毛利率。

图表 5 雅戈尔衬衫产品近年来国内外销售情况（单位：万元）



资料来源：公司数据、中投证券研究所

虽然公司衬衫 08 年外销金额远大于内销金额（是内销的 2.88 倍），但是内销毛利为 5.48 亿元，外销毛利为 2.54 亿元，衬衫内外销营业利润比重分别 68.33%、31.67%，公司衬衫主要还是来源于内销市场。

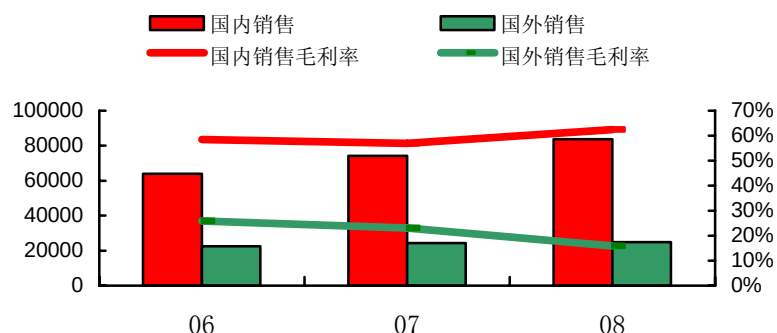
随着公司衬衫新产品的不断推出，预计公司 09 年国内销售的衬衫产品平均毛利率还将有一定的提高。从公司一季度的订货会同比增长 25% 上看，预计公司衬衫内销业务 09 年仍可保持 10% 左右增长。衬衫外销方面 09 年上半年将是最困难的时期，但是下半年将有所好转，预计 09 年将会维持 08 年的水平。

2.2 公司西服业务利润主要来自内销市场

根据中华全国商业信息中心统计显示，2008 年公司主导产品雅戈尔西服平均市场占有率为 15.40%，已连续九年位列第一。公司以新产品、新工艺、新产业为带动，积极开发内销功能性产品，不断改善产品结构，提升品牌形象。公司西服内销毛利率一直保持在较高水平，2008 年，雅戈尔西服国内销售毛利率由 2007 年的 56.93% 提高至 62.40%，增长了 9.61%，如图表 6。

公司西服外销部分毛利率较低。08 年外销部分西服毛利率只有 15.84%，较 07 年的 23.06% 下降了 31%，如图表 6。公司西服国外销售毛利率低，同样是由于公司外销的西服本身毛利率低，一般在 23% 左右，另外同样原因是 08 年并入新马香港公司的西服销量。因为新马香港公司从事的服装业务基本为 OEM，毛利率只有 10% 左右，因此合并后拉低了雅戈尔公司的西服出口毛利率。

图表 6 雅戈尔西服产品近年来国内外销售情况（单位：万元）



资料来源：公司数据、中投证券研究所

公司西服主要为国内销售,08 年内外销金额分别为 8.37 亿元和 2.48 亿元,内销是外销 3.4 倍。内销毛利为 5.22 亿元,外销毛利为 0.39 亿元,西服内外销营业利润比重分别 93.05%、6.95%,公司西服业务主要看内销市场。

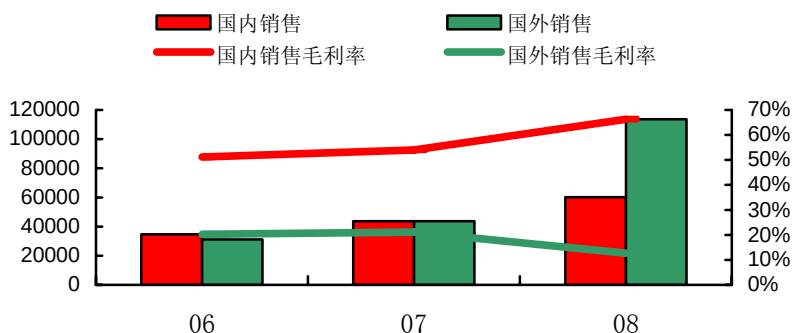
随着公司西服新产品的不断推出,预计公司 09 年国内销售的西服产品平均毛利率还将有一定的提高。从公司一季度的订货会同比增长 25% 上看,预计公司西服业务 09 年同样可保持 10% 左右增长。

2.3 休闲服业务同样依靠内销市场保证利润

雅戈尔公司的正装在国内具有较大的品牌优势,休闲服在国内市场上不具备品牌优势。为了占领国内休闲服市场,公司近年来也加大了休闲服业务的拓展力度。通过产品结构调整,公司休闲服 08 年有了较大发展,08 年销售额为 6.01 亿元,增长率为 37.84%,平均毛利率由 07 年 53.98% 提升到 08 年的 66.32%,增长 22.86%。

公司休闲服外销部分毛利率较低。08 年外销部分休闲服毛利率只有 12.67%,较 07 年的 21.08% 下降了 40%,如图表 7。原因之一也是由于公司外销的休闲服本身毛利率低,一般在 21% 左右,另外同样原因是 08 年并入新马香港公司的休闲服销量。因为新马香港公司从事的服装业务基本为 OEM,毛利率只有 10% 左右,因此合并后拉低了雅戈尔公司的休闲服出口毛利率。

图表 7 雅戈尔休闲服产品近年来国内外销售情况(单位:万元)



资料来源:公司数据、中投证券研究所

虽然公司休闲服 08 年外销金额为 11.36 亿元,内销为 6 亿元,外销远大于内销,但是内销毛利为 3.98 亿元,外销毛利为 1.44 亿元,休闲服内外销营业利润比重分别 73.43%、26.57%,公司休闲服主要还是来源于内销市场。

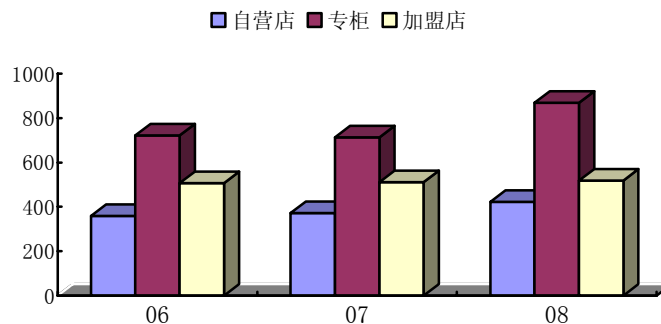
公司休闲服在国内市场上品牌优势不强,在国内市场不景气的环境下,难以继续保持较高的增长率。从公司一季度的订货会同比增长 25% 上看,预计公司休闲服内销业务 09 年仍可保持 10% 左右增长。休闲服外销方面 09 年上半年将是最困难的时期,但是下半年将有所好转,预计 09 年将会维持 08 年的水平。

2.4 公司国内销售渠道专柜平销最高

公司目前国内销售渠道为:自营店数 422 家,商场专柜 870 家,加盟店数 550 家,另外包括一定的团购。从公司渠道收入来源构成上看,主要为自营部分(占 70%)公司自营、专柜、加盟、团购收入占比分别为: 35%、35%、15%、15%。

公司销售渠道数量近年来在不断地开设新店、关闭旧店中增长。08 年公司自营渠道(自营店、专柜)增长较快,截至 08 年底,专柜达 870 个,增长 21.85%,自营店 422 个,增长 13.75%,加盟店数量基本没有增长。如图表 8。**09 年计划再开 300 家自营店(包括专柜),增长 23.22%。**

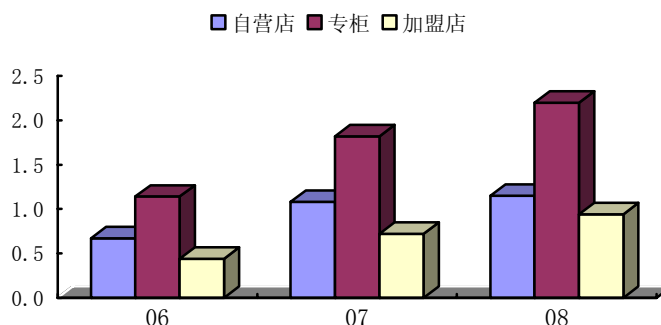
图表 8 雅戈尔近年来国内渠道增长情况(单位:个)



资料来源:公司数据、中投证券研究所

公司销售渠道平销以专柜最高。自营店由于面积较大,平销低于专柜。加盟店最低。08 年专柜、自营店、加盟店平销分别为 2.2 万元/m²、1.15 万元/m²和 0.94 万元/m²,如图表 9。

图表 9 雅戈尔近年来国内渠道平销情况(单位:万元/m²)



资料来源:公司数据、中投证券研究所

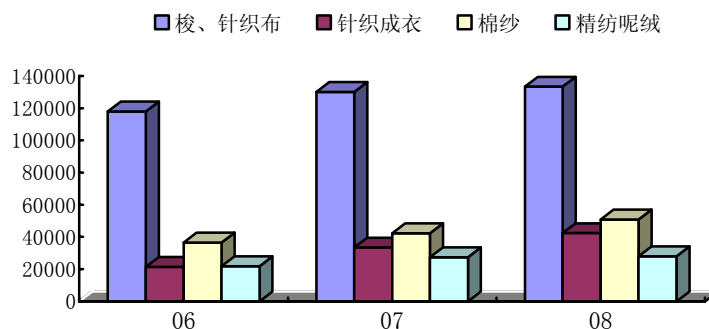
另外公司对加盟商的产品供应采取一年 4 次虚拟订货会方式,理论上不予退货,所谓虚拟,即不需要加盟商在订货时付资金。

三、纺织板块中梭织布面料毛利率也受新马拖累

雅戈尔公司纺织板块主要产品有:梭(针)织布面料、针织成衣、棉纱和精纺呢绒。08 年公司纺织板块业务主要表现为梭织布面料。08 年公司梭(针)织布、针织成衣、棉纱和精纺呢绒收入 13.34 亿元、4.24 亿元、5.08 亿元和 2.8 亿元。

公司梭(针)织布面料又以梭织布面料为主。公司梭织布面料内外销毛利率差不多,量也差别不大,55%—60%供应国外。目前公司生产能力为 5000 万米,加上嵊州的为 7000 万米。由于嵊州开机率不足。每月接单 450—500 万米左右,目前销量产量都是 5500 万米。

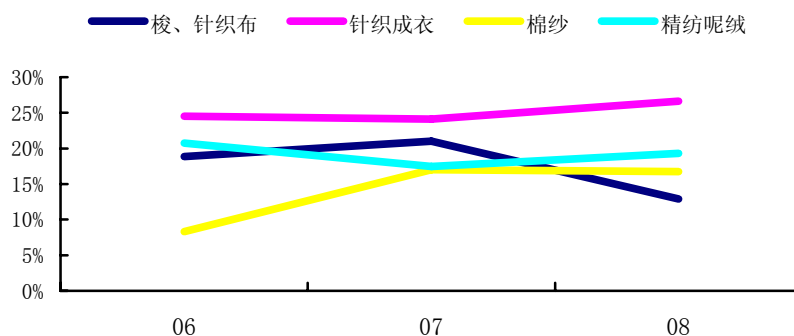
图表 10 雅戈尔纺织产品近年来销售情况(单位:万元)



资料来源：公司数据、中投证券研究所

公司梭织布面料毛利率 08 年为 12.91%，较 07 年下降 38.55%，主要原因也是并入了新马公司的产品所致。纺织板块中的其他产品 08 年毛利率还是保持增长。

图表 11 雅戈尔纺织产品近年来毛利率情况



资料来源：公司数据、中投证券研究所

四、公司房地产业务 09 年继续保持增长

房地产业务作为公司的另一大主要业务，08 年实现主营收入 34 亿元，占总收入 30%，实现主营利润 16.37 亿元，占主营利润的 42%。公司今后几年还会继续有房地产项目交付使用，确认收入和利润。从目前公司房地产项目的进度和销售情况，我们预计公司 09 年将会有 65.46 亿元的房产销售确认收入。具体项目如图表 12。

图表 12 09 年预计交付使用的房产

楼盘名称	建筑面积（万 m ² ）	预计成本（万元）	售价（元/m ² ）	预计收入（万元）	预计交付时间
世纪花园	20.50	111000.00	11000	158344.00	09.03—09.06
湖景花园	11.00	70500.00	1.7—3 万	111995.79	9.06
香颂湾	9.72	61600.00	12000	130337.00	2009.06
锦绣东城 1 期	28.00	75950.00	9200	40248.72	2009.12
都市森林 2 期	9.84	40000.00	13800	78153.06	9.06
比华利 1 期	9.40	29732.65	1.2—1.5 万	54941.00	9.01
苏州未来城 2 期	11.62	40800.00	0.9—1.2 万	55750.73	9.01
溪林春天 3 期	6.30	17000.00	4500	24782.37	9.06
合 计		446582.65		654552.67	

资料来源：公司数据、中投证券研究所

注：以上收入已经考虑房地产市场环境，将销售价格下降 15%。

五、公司金融资产 09 年仍会给公司带来投资收益

5.1 上市公司投资情况

截至 2008 年 12 月 31 日公司持有的主要上市公司股权情况如图表 13。

图表 13 雅戈尔持有上市公司的股权（截至 08.12.31）

	股票代码	简称	持股数量(万股)	预计持股成本	流通情况
1	600030	中信证券	17097.00	约 2 元/股	无限售条件
2	002142	宁波银行	17900.00	1.01 元/股	限售至 10.7.19
3	002036	宜科科技	1384.45	12.13 元/股	限售至 09.5.15
4	002103	广博股份	3264.62	1 元/股	限售至 10.1.10
5	600837	海通证券	14563.21	35.88 元/股	无限售条件
6	000980	金马股份	4300.00	7 元/股	无限售条件

资料来源：公司数据、公司公告、中投证券研究所

一季度公司减持了中信证券约 2360 万股，目前仍有中信证券约 14737 万股，今后预计还将继续减持。宜科科技解禁后，由于宜科科技的子公司地位，公司不会减持。海通证券公司一季度减持一半左右，目前还有约 6700 万股。金马股份目前公司处于被套时期，预计近期也不会减持。目前雅戈尔持有上市公司股权情况见图表 14。

图表 14 目前雅戈尔持有上市公司的股权（截至 09.3.31）

	股票代码	简称	持股数量	预计持股成本	3.31 收盘价	流通情况
1	600030	中信证券	14737 万股	约 2 元/股	25.47 元/股	无限售条件
2	002142	宁波银行	17900 万股	1.01 元/股	9.75 元/股	10.7.19 解禁
3	002036	宜科科技	1385 万股	12.13 元/股	9.68 元/股	09.5.15 解禁
4	002103	广博股份	3265 万股	1 元/股	7.09 元/股	10.1.10 解禁
5	600837	海通证券	6700 万股	35.88 元/股	14.09 元/股	无限售条件
6	000980	金马股份	4300 万股	7 元/股	5.83 元/股	无限售条件

资料来源：公司数据、公司公告、中投证券研究所

虽然公司海通证券损失严重，但是就目前情况看，公司要在股票上获得投资收益还是有可能的，因为中信证券使得公司在二级市场上获得较大的收益。

5.2 非上市公司投资情况

投资非上市公司主要指公司进行的财务性投资行为（例如 Pre-IPO），不包括公司对下属控股子公司的投资。截至 2008 年 12 月 31 日公司持有的主要非上市公司股权情况如图表 15。

图表 15 雅戈尔持有非上市公司的股权（截至 08.12.31）

	公司名称	性质	投资日	投资成本（万元）
1	深圳中欧创业投资管理有限公司	有限公司	07.8.31	375

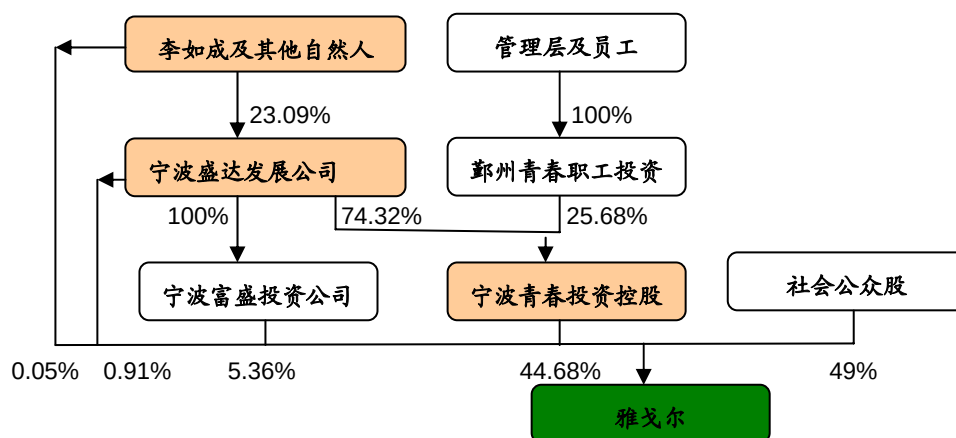
2	深圳中欧创业投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙	07.9.25	3000
3	山西阳光焦化集团股份有限公司	股份公司	07.11.12	9240
4	杭州创业软件股份有限公司	股份公司	08.1.7	3000
5	宁波金田铜业（集团）股份有限公司	股份公司	08.3.3	13320

资料来源：公司数据、中投证券研究所

这些非上市公司的质地较好，未来可以为雅戈尔带来投资收益。随着创业板推出，公司极有可能在这些非上市公司中获得创业板带来的超额收益。

六、根据公司股权结构特点、预计 09 年有解禁股压力

雅戈尔公司从上市以来历经几次股权变动，股权结构如下图所示。目前公司大股东为宁波盛达发展公司，该公司为自然人持股的股份合作制企业，控股股东为李如成（持股比例 23.09%，其他股东均低于 5%）。李如成一直为公司的实际控制人。



资料来源：公司公告

公司目前限售股为 99489.62 万股，从 09 年开始，每年将有约 19898 万股的限售股解禁，占限售股比例 20%。从公司大股东的性质看，公司有限售股解禁的压力，特别在 09 年，解禁股占流通股的比重较大，达 16.15%，如图表 16。

图表 16 雅戈尔限售股解禁时间表（单位：万股）

	2009.5.16	2010.5.16	2011.5.16	2012.1.16	2013.5.16
解禁数（万股）	19897.92	19897.92	19897.92	19897.92	19897.92
占限售股比例	20%	20%	20%	20%	20%
占当期流通股比例	16.15%	13.91%	12.21%	10.88%	9.81%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司也预计到这些，将通过做工作尽量劝说其他持股比例不高的股东不减持。不过我们预计公司未来还是具有较大的坚持风险，这一风险将压制公司股票二级市场的表现。

七、盈利预测假设及投资建议:

7.1 盈利预测假设

- 1、本预测根据公司现有经营状况，若公司今后有重大的基本面变化，以调整数据为准。
- 2、本预测不考虑公司送配股而引起股本变化。
- 3、本预测假设国外纺织服装需求 2010 年开始逐渐复苏；国内纺织服装需求 2011 年开始恢复增长；国内房地产需求 2011 年走出低谷。

图表 17 雅戈尔盈利预测假设表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011
营业收入	11,419.92	14,722.89	18,813.39	23,557.89
衬衫	3,101.03	3,180.98	3,499.08	4,198.89
国内	799.51	879.46	967.41	1,160.89
国外	2,301.52	2,301.52	2,531.67	3,038.01
西服	1,085.12	1,168.81	1,285.69	1,542.83
国内	836.93	920.62	1,012.69	1,215.22
国外	248.19	248.19	273.01	327.61
休闲服	1,736.85	1,796.98	1,976.68	2,372.01
国内	601.28	661.41	727.55	873.06
国外	1,135.57	1,135.57	1,249.13	1,498.95
纺织板块	2,030.59	2,030.59	2,233.65	2,680.38
房地产	3,466.33	6,545.53	9,818.29	12,763.78
毛利率				
衬衫				
国内	68.51%	69.00%	69.00%	70.00%
国外	11.03%	12.03%	13.03%	14.03%
西服				
国内	62.40%	63.00%	63.00%	64.00%
国外	15.84%	16.84%	17.84%	18.84%
休闲服				
国内	66.32%	67.00%	67.00%	68.00%
国外	12.67%	13.67%	14.67%	15.67%
纺织板块	16.15%	16.35%	17.35%	18.35%
房地产	47.21%	31.77%	33.50%	35.00%

资料来源：公司年报，中投证券研究所

7.2 盈利预测结果

图表 18 雅戈尔盈利预测结果（单位：百万元）

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10780	14723	18813	23558
收入同比(%)	53%	37%	28%	25%
归属母公司净利润	1583	1753	2309	3043
净利润同比(%)	-36%	11%	32%	32%
毛利率(%)	35.9%	30.7%	32.1%	33.4%
ROE(%)	17.6%	16.2%	17.6%	18.8%
每股收益(元)	0.71	0.79	1.04	1.37
P/E	14.53	13.12	9.96	7.56
P/B	2.55	2.12	1.75	1.42
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：公司年报，中投证券研究所

7.3 投资建议

根据对雅戈尔主要业务的分析，作为一家具有服装品牌优势纺织服装龙头企业，公司拥有较完整产业链和核心竞争力产品，另外公司房地产业务 09 年仍会有较大的增长。公司总体基本面良好，09 年仍可保持增长。

经预测，公司 09-11 年 EPS 为 0.79、1.04、1.37 元，股票具有上涨空间。鉴于公司 09 年具有较大的大股东减持风险，我们给予公司“推荐”的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 13.00 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	20405	28079	35767	43314	营业收入	10780	14723	18813	23558
现金	3983	5242	6603	7666	营业成本	6915	10207	12782	15692
应收账款	796	1042	1351	1684	营业税金及附加	255	348	444	557
其它应收款	640	712	979	1197	营业费用	978	1031	1317	1649
预付账款	1647	2431	3045	3738	管理费用	801	1001	1279	1602
存货	13335	18646	23782	29019	财务费用	451	634	611	592
其他	4	7	7	10	资产减值损失	1408	1408	1408	1408
非流动资产	11227	9911	7541	7191	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	1093	1093	1093	1093	投资净收益	2222	2399	2340	2360
固定资产	4507	4358	4102	3796	营业利润	2193	2493	3312	4418
无形资产	369	369	369	369	营业外收入	209	169	183	178
其他	5259	4092	1978	1934	营业外支出	27	32	30	31
资产总计	31632	37991	43309	50505	利润总额	2375	2631	3464	4565
流动负债	17848	21739	24043	27395	所得税	584	646	851	1122
短期借款	7456	7456	7456	7456	净利润	1792	1984	2613	3443
应付账款	667	986	1234	1515	少数股东损益	208	231	304	400
其他	9725	13297	15354	18424	归属母公司净利润	1583	1753	2309	3043
非流动负债	3877	4278	4679	5080	EBITDA	3059	3465	4271	5363
长期借款	2335	2736	3137	3538	EPS（元）	0.71	0.79	1.04	1.37
其他	1542	1542	1542	1542	主要财务比率				
负债合计	21724	26017	28722	32475	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	896	1127	1431	1831	成长能力				
股本	2227	2227	2227	2227	营业收入	53.3%	36.6%	27.8%	25.2%
资本公积	2306	2306	2306	2306	营业利润	-39.8%	13.7%	32.8%	33.4%
留存收益	4561	6314	8623	11666	归属于母公司净利润	-36.1%	10.8%	31.7%	31.8%
归属母公司股东权益	9011	10847	13155	16198	获利能力				
负债和股东权益	31632	37991	43309	50505	毛利率	35.9%	30.7%	32.1%	33.4%
现金流量表					净利率	14.7%	11.9%	12.3%	12.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	17.6%	16.2%	17.6%	18.8%
经营活动现金流	1647	-3121	-2781	-1105	ROIC	18.0%	16.3%	16.3%	18.1%
净利润	1792	1984	2613	3443	偿债能力				
折旧摊销	415	338	348	353	资产负债率	68.7%	68.5%	66.3%	64.3%
财务费用	451	634	611	592	净负债比率	49.15	42.59%	39.97	36.59%
投资损失	-2222	-2399	-2340	-2360	流动比率	1.14	1.29	1.49	1.58
营运资金变动	-930	-2520	-4129	-3240	速动比率	0.39	0.42	0.49	0.51
其它	2141	-1157	116	107	营运能力				
投资活动现金流	-2766	4707	4353	2359	总资产周转率	0.32	0.42	0.46	0.50
资本支出	4198	0	0	0	应收账款周转率	17	16	15	15
长期投资	3158	-2309	-2015	-1	应付账款周转率	12.50	12.35	11.52	11.42
其他	4590	2398	2338	2358	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2948	-327	-210	-191	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.79	1.04	1.37
短期借款	1550	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	-1.40	-1.25	-0.50
长期借款	401	401	401	401	每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.87	5.91	7.27
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-7076	0	0	0	P/E	14.53	13.12	9.96	7.56
其他	8072	-729	-611	-592	P/B	2.55	2.12	1.75	1.42
现金净增加额	1771	1258	1361	1063	EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 7 年行业分析经历, 7 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、孚日股份、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、烟台氨纶、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434