

买入 维持

雅戈尔 (600177)

2009 年 06 月 17 日

期待新增长带来估值提升

纺织服装行业分析师: 区志航

ouzh@htsec.com

021-23219407

行业盈利冠军。2008 年雅戈尔凭借 107.8 亿元的营业收入高居纺织服装上市公司之首, 同时, 公司的投资收益高达 22.22 亿元, 净利润高达 15.83 亿元, 同样夺得行业冠军。

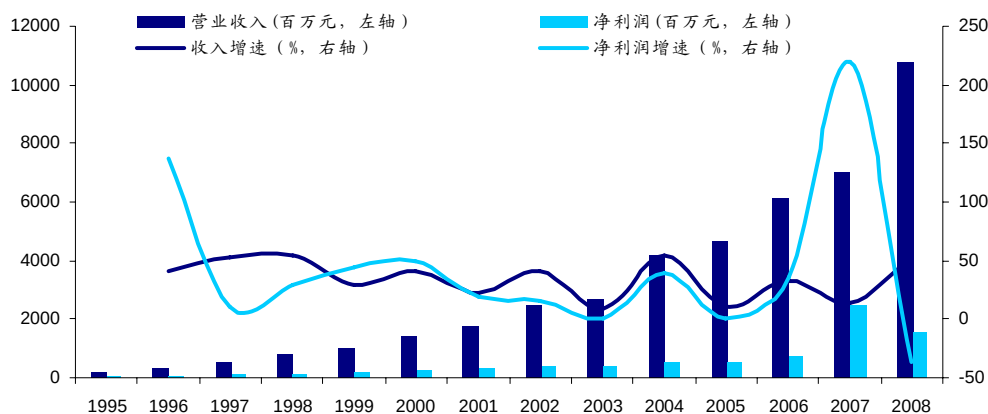
表 1 2008 年纺织服装行业盈利数据前 10 名

营业收入 (百万元)	雅戈尔	申达股份	美邦服饰	鲁泰 A	龙头股份	江苏阳光	孚日股份	常山股份	杉杉股份	维科精华
	10780.31	4829.09	4473.68	3921.84	3677.09	3304.13	3192.37	3004.14	2491.41	2459.24
投资收益 (百万元)	雅戈尔	海欣股份	华茂股份	江苏阳光	开开实业	上海三毛	杉杉股份	申达股份	深纺织 A	华升股份
	2222.04	152.48	126.22	88.10	80.01	51.89	48.82	29.58	28.85	15.98
净利润 (百万元)	雅戈尔	美邦服饰	鲁泰 A	*ST 美雅	东方市场	中茵股份	伟星股份	七匹狼	江苏阳光	孚日股份
	1583.18	587.52	512.94	337.58	170.29	157.52	156.43	153.00	147.31	123.19

资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

2008 年收入 107.8 亿元, 同比增长 53.26%; 营业利润和净利润分别为 21.93 亿元和 15.83 亿元, 同比分别下降 39.80% 和 36.05%, 实现每股收益 0.71 元。我们认为, 净利润的下滑主要和投资收益下降以及海通证券和金马股份股权计提减值有关 (持有的海通证券和金马股份的股价 2008 年持续下跌, 全年计提资产减值损失 13.17 亿元)。公司的主业服装和房地产净利润分别同比增长仍达 28.14% 和 181.86%。

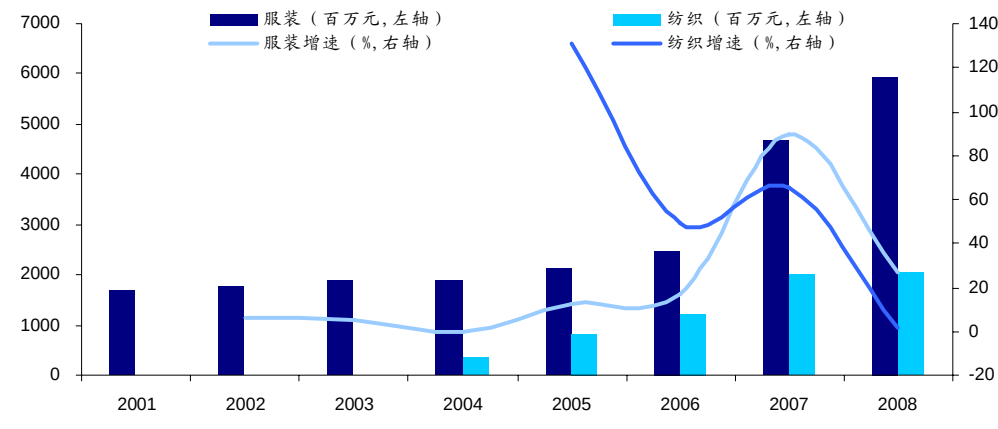
图 1 2008 年净利润增速受拖累明显



资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

服装仍稳健, 但新马略有拖累。2008 年, 雅戈尔纺织服装业务实现营业收入 71.51 亿元, 同比增长 53.29%, 其中服装国内销售实现收入 21.71 亿元, 同比增长 14.91%, 外销实现收入 36.85 亿元, 同比增长 241.64% (主要来自于公司收购新马集团带来的业务增长)。纺织服装业务实现净利润 6.94 亿元, 同比增长 9.61%。

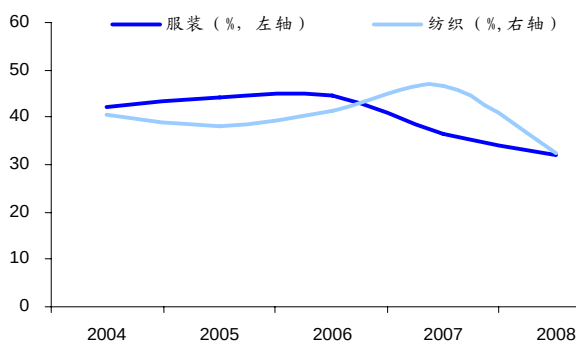
图 2 服装和纺织业务收入增速均下滑



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

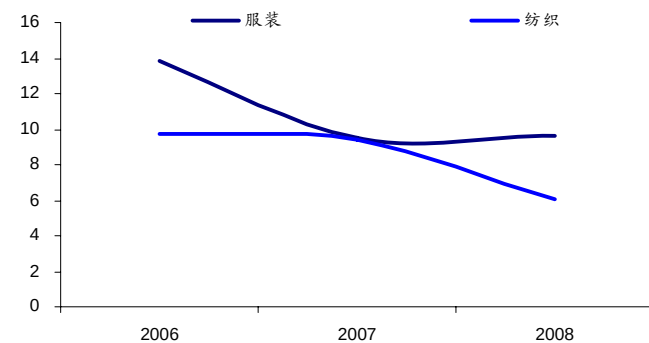
净利润增幅小于收入增幅主要是新马集团全部为出口业务，毛利率较内销低，结果就是整体服装毛利率下滑了 4.5 个百分点至 32.05%（其中衬衫毛利率下降 21.16 个百分点至 26.26%；休闲服毛利率下滑 8.02 个百分点至 29.5%）。虽然服装毛利率受到新马的影响有所下滑，内销毛利率由 2007 年的 57.93% 提高至 65.58%。我们认为，公司 2009 年服装业务依然在一定程度上受到新马出口业务的影响，暂时维持 31% 毛利率的判断。

图 3 服装和纺织毛利率均下滑



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 4 服装净利率相对平稳

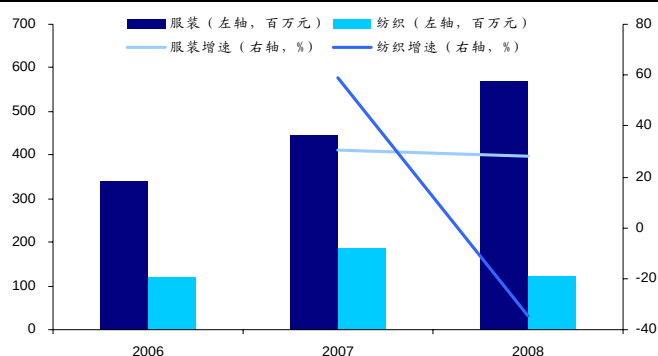


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

2008 年纺织业务净利润为 1.23 亿元，大幅下滑了 34.43%。主要是和色织布价格下跌（大概下跌了 0.95 元/米）以及 2008 年上半年原料能源等成本上升（大概每米色织布成本上升了 1 元）等因素有关，最终结果就是纺织业务毛利率下滑了 7.21 个百分点至 16.15%。目前公司色织布总产能约为 5500 万米（2008 年销售约 5800 万米），但由于 2008 年 7 月公司在嵊州的 1500 万米色织布生产线投产，产能增加至 7000 万米左右。目前每月总产能达到 600 万米，而自用和外销约 500 万米（其中 60% 自用，40% 外销），所以产能有剩余。我们判断，为了保住或者获得更多的市场份额，外销同样产品还是需要降价的，但公司重点推出特殊功能、特殊工艺和设计的产品，努力增加高附加值产品的比重以稳定毛利率，所以 2009 年 1 季度整个纺织业务毛利率比 2008 年同期还有约 1 个百分点的提升（2008 年首季毛利率 18.58%，今年首季毛利率 19.27%）。从目前公司的色织布情况来看，在市场总体下滑的情况下，综合销售价格基本持平，主要得益于技术研发、功能性产品的推广，产品的附加值得以提升。加上新投资项目折旧和费用较大等因素，初步估计 2009 年销售均价约为 18-19 元（可能下滑 7-8%），估计色织布毛利率下滑 2 个百分点。由于色织布在纺织业务中的比重较大，所以我们判断 2009 年公司纺织业务毛利率略微下降到 15%。

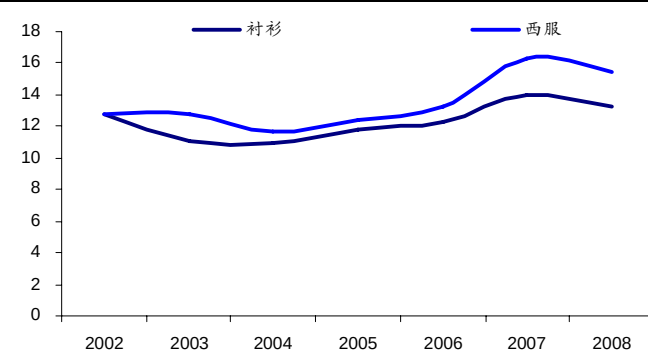
公司的衬衫和西服在国内的龙头地位依然无人能撼动。2008 年，雅戈尔衬衫、西服平均市场占有率分别为 13.30% 和 15.40%，已分别连续十四年和九年位列第一。

图 5 纺织净利下滑明显



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 6 衬衫和西服市场占有率稳定 (%)



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

当然，2008 年对于雅戈尔来说也有不如意的地方。如收购的新马品牌在危机冲击下影响了整体纺织服装业务的盈利。2007 年底，公司以 1.2 亿美元（约等于净资产）收购 Kellwood Company 持有的 Xin Ma 100% 股权和 Kellwood Asia Limited 持有的 Smart 100% 股权。新马拥有分布在斯里兰卡、菲律宾、香港、深圳等地的 14 家生产基地，包括 POLO、Ralph Lauren、Nautica、Perry Ellis、JC Penney、Sears、Nordstrom 等众多知名品牌客户以及通晓国际品牌运作的设计营销团队。其实，该项收购理论上可以带动雅戈尔自身业务的发展，也起到拓展国外营销渠道等作用，且一直被认为是雅戈尔冲出中国走向国际市场的标志，但经济危机对北美的冲击也是公司无法预测并无可避免的。2008 年收购的新品牌成为拖累公司服装业务盈利的关键因素。新马服装全年的净利润仅为 4320.95 万元人民币（约 690 万美元），距离收购时候的盈利预测 1200 万美元（收购时预计每年能为雅戈尔增加 3.6 亿美元的销售收入，产生 1200 万美元的净利润）有较大距离。

2009 年，成衣外销目前压力都很大，雅戈尔原有的外贸部门和新马都遇到了困难，部分外商客户提出降价要求。

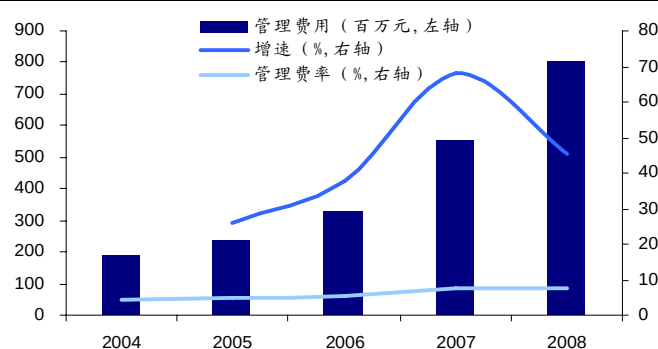
表 2 新马 2008 年数据不理想

	2006	2008
收入(百万元)	2692	2816.91
净利润(百万元)	116	43.21
净利润率 (%)	4.31	1.53
总资产(百万元)	1170	1399.42
净资产(百万元)	424	933.60
ROE (%)	27.36	4.63

资料来源：海通证券研究所

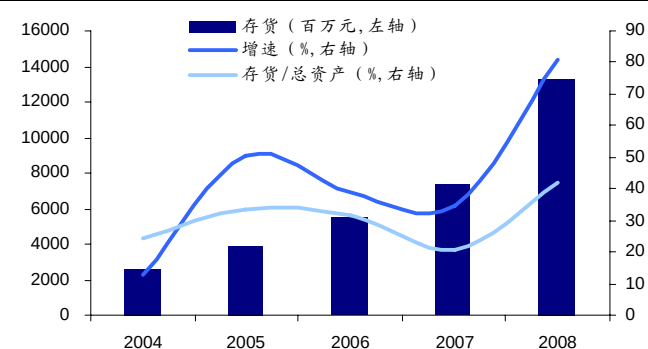
另外，冲出中国走向国际化的代价就是带来各类管理问题，增加管理成本。新马服装集团（香港）有限公司和新马服装国际（香港）有限公司因合并报表增加了 2008 年管理费用，管理费用达到 8 亿元，同比增加了 45.38%。同时，纺织服装存货也因为新马增加存货 57109.11 万元而增加 80.94%。

图 7 管理费用同比增加 45.38%



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 8 存货同比增加 80.94%

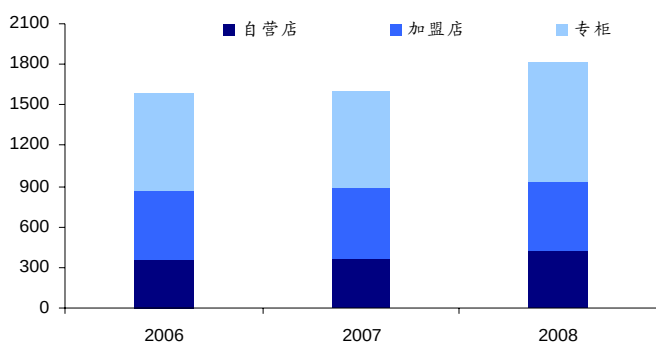


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

我们认为，并不能就此说明这项收购是失败的，任何收购均存在不确定性。目前北美的需求短期内无法好转，如 POLO 等大客户纷纷要求降价，部分超市倒闭也影响了新马的供应，在这样的情况下，只有不断的寻找整合办法才是积极和客观的。公司关闭了在香港的工厂，结束了多年的 OPA 生产模式，缩减深圳基地产能，转移到宁波和重庆，大幅降低了生产成本；菲律宾工厂继续整合，争取 2010 年开始转移工作，产能陆续转移到重庆和宁波；斯里兰卡依然作为一个生产基地维持不变。而且，新马在整个雅戈尔中所占的比重不大，真正的影响也不会太大。

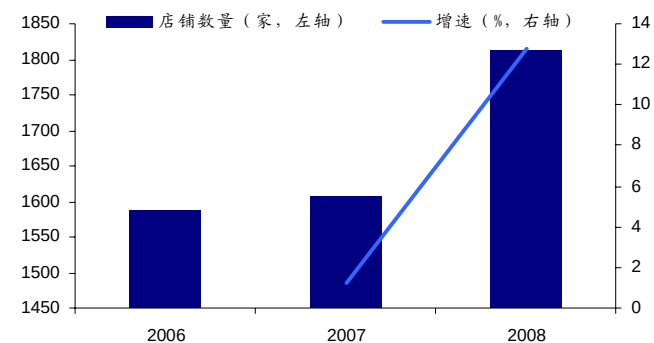
渠道整合渐入佳境。公司继续集中精力整合渠道资源。在沿海发达地区及中西部的省级城市，集中力量增设自营专卖店，进驻大型商场，进一步完善以信息化和物流配送系统为基础的遍布全国的营销网络。2008 年，雅戈尔新开自营专卖店 77 家，新进商场 111 家，新增特许加盟商 60 家，关闭卖场总数 46 个，2008 年实际新增卖场 202 个，使卖场总数达到 1808 家（公司卖场总数最高峰时近 4000 家）。

图 9 各类店铺数量（家）



资料来源：海通证券研究所

图 10 店铺总数持续增长

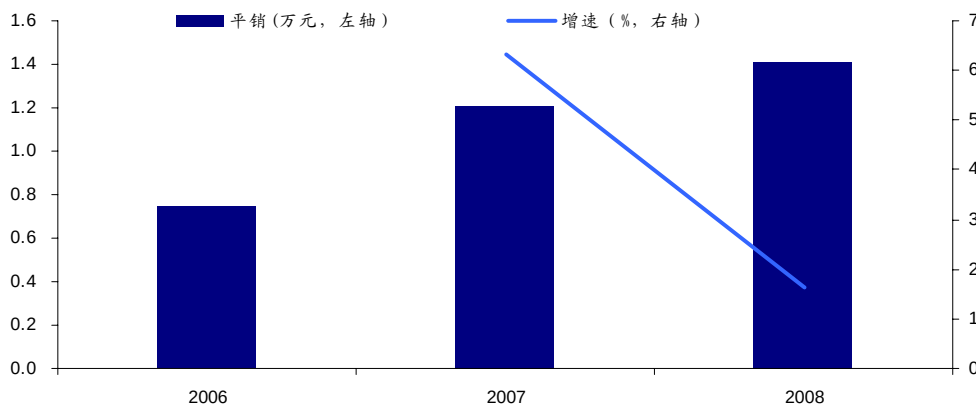


资料来源：海通证券研究所

注：2006 年以前雅戈尔的店铺数据是没有可比性的。公司从 1998 年开始做特许店，到 2003 年这段期间属于疯狂发展阶段的，产能也不断扩大。2003 年开始公司调整战略，收缩特许加盟店，在全国范围内核心城市的铺设自营店，持续到 2006 年。2006 年以后，收缩特许发展自营店开始展露成效。所以 1998-2005 年店面的数量起伏会非常大，所以没太多的参考价值。

雅戈尔 2008 年终端销售额 25.25 亿元，同比增长 26%；2009 年前 5 个月终端销售 12.81 亿元，同比增长了 18.83%。其中，西服销售增长 6.71%；衬衣销售增长 13.02%，销售状况依然保持良好态势。在卖场数量稳步增加的同时，卖场的平效也不断提高，2008 年，公司卖场平销达到 1.41 万元/平米，同比增长 16.53%。

图 11 平销稳定增长



资料来源：海通证券研究所

我们认为，公司未来将保持稳健开店的格局，总数上应该不会有特别大幅度的起伏。一方面，能进的商场都已经进驻了，专柜拓展不会太多；另一方面，公司将会在开店的同时也是在关闭一些门店的，随着城市变迁，很多原来城市的 CBD 不

再繁华了，那么公司可能关掉旧店另外择址，采取择优开店的原则。所以，即使今后终端的总数增长不明显，其实际的商业地产也是更优质的。2009 年计划新开 300 自营店，并增加加盟店，如西北等内陆地区需要加强。

纺织服装业务综合：我们预期 2009 年服装业务净利润增长 10.21%至每股收益 0.28 元，纺织业务 0.06 元。

表 3 服装业务预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	2463.96	4665.29	5930.20	6997.64	8397.16	10076.60
YOY (%)	17.10	89.34	27.11	18.00	20.00	20.00
营业成本(百万元)	1369.47	2960.13	4029.57	4828.37	5794.04	6952.85
净利润(百万元)	342.05	445.96	571.43	629.79	755.74	906.89
YOY (%)		30.38	28.13	10.21	20.00	20.00
总股本(百万股)	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61
EPS (元/股)	0.15	0.20	0.26	0.28	0.34	0.41

资料来源：海通证券研究所

表 4 纺织业务预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	1205.28	1996.15	2030.59	2193.04	2412.34	2653.58
YOY (%)	49.39	65.62	1.73	8.00	10.00	10.00
营业成本(百万元)	954.94	1529.82	1702.65	1864.08	2026.37	2202.47
净利润(百万元)	117.89	187.58	122.99	131.58	149.57	167.18
YOY (%)		59.11	-34.43	6.99	13.67	11.77
总股本(百万股)	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61
EPS (元/股)	0.05	0.08	0.06	0.06	0.07	0.08

资料来源：海通证券研究所

地产业务未受影响，前景乐观。公司地产业务主要通过雅戈尔置业有限公司等公司进行，相继开发了雅戈尔都市森林、世纪花园、钱湖比华丽、苏州雅戈尔未来城等房地产项目。未来公司将立足长三角，除宁波、杭州和苏州之外，选择向其他区域开拓房地产业务，截止到 4 月底，公司大概拥有土地储备 169.66 万平方米，可维持公司 2009-2011 年上半年的开发需要（2011 年下半年和 2012 年的情况要看今年拍地的情况。在 6 月 1 日公司以 10.28 亿元的价格竞得鄞州新城区联心-3C 地块的国有土地使用权。土地面积 59047 平方米，土地用途为居住）。

表 5 地产公司一览

	备注	注册资本(万元)	持股比例(%)
雅戈尔置业有限公司	房地产开发	150000	100
杭州雅戈尔置业有限公司	房地产开发	80000	100
宁波雅戈尔北城置业有限公司	公司与全资子公司雅戈尔置业有限公司共同出资设立	40000	100
宁波雅戈尔南城置业有限公司	公司与宁波欣达日月置业有限公司共同出资设立	3000	60
宁波雅戈尔新城置业有限公司	房地产开发	50000	100
宁波雅戈尔钱湖投资开发有限公司	房地产开发	2600	100
宁波雅戈尔钱湖置地有限公司	房地产开发	2600	100
宁波甬城房地产有限公司	房地产开发	3000	60
苏州雅戈尔置业有限公司	房地产开发	80000	100
重庆雅戈尔置业有限公司	公司与全资子公司雅戈尔置业有限公司共同出资设立	2000	100

资料来源：海通证券研究所

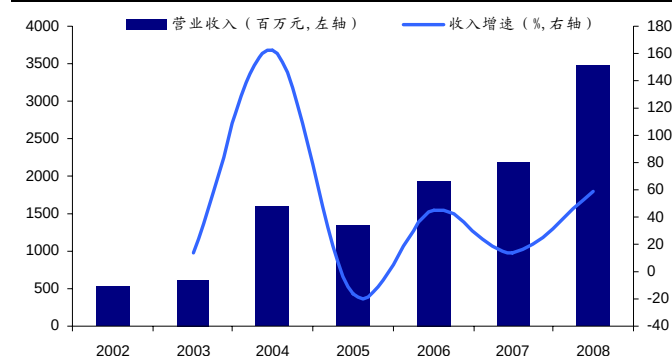
2008 年是雅戈尔房地产的“管理创新”年，房地产重点把握“调整节奏、控制风险”，雅戈尔置业保持区域市场领导力。全年房地产业务稳定增长，合计有 12 个楼盘产生收入贡献，地产收入合计 34.66 亿元，这是公司自 2003 年有房地产业务记录以来最高的一年，同比增长 58.64%；净利润 7.81 亿元，同比增长了 181.86%。

表 6 12 个楼盘收入概况

楼盘	2008 年收入金额（万元）
雅戈尔东湖花园一期	25.54
雅戈尔东湖花园二期	291.15
溪林春天一期	1202.48
溪林春天二期	10915.40
西湖花园	319.05
海景花园	2800.04
甬城金大第	469.75
雅戈尔东湖馨园	516.61
苏州雅戈尔未来城一期	2.35
苏州雅戈尔未来城二期	3.07
雅戈尔都市森林一期	172574.64
钱湖比华丽一期	89496.56
合 计	332859.67

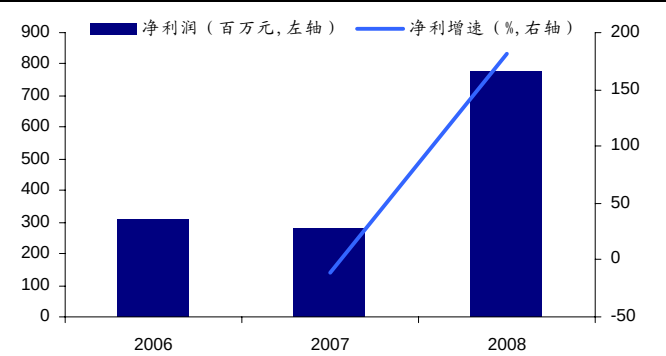
资料来源：年报、海通证券研究所

图 12 房地产稳步扩张



资料来源：海通证券研究所

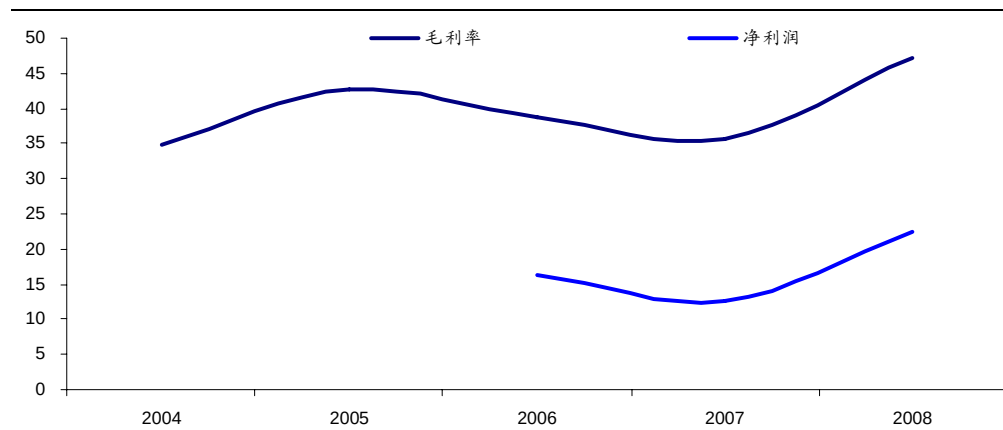
图 13 2008 年地产净利增长 181%



资料来源：海通证券研究所

房地产业务毛利率和净利润率高达 47.21%和 22.54%，同比分别增加了 11.59 和 9.85 个百分点。

图 14 地产盈利稳步提升



资料来源：海通证券研究所

2009 年首季，公司房地产业务获得 15 亿元收入和 1.34 亿元净利润。我们预计全年房地产业务收入达到 43.9 亿元，净利润 9.66 亿元，折合每股收益 0.43 元，2010-2011 年测算的房地产业务每股收益为 0.4 和 0.19 元。

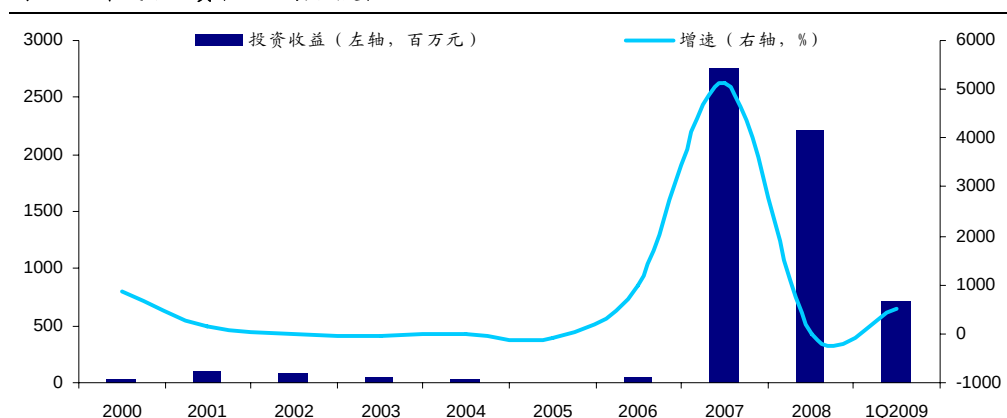
表 7 房地产业务预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	1926.85	2185.09	3466.33	4390.73	4010.99	1957.43
YOY (%)	44.80	13.40	58.64	26.67	-8.65	-51.20
营业成本(百万元)	1180.20	1406.76	1829.88	2523.21	2406.60	1174.46
净利润(百万元)	311.93	277.18	781.27	965.96	882.42	430.64
YOY (%)	-	-11.14	181.86	23.64	-8.65	-51.20
总股本(百万股)	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61
EPS (元/股)	0.14	0.12	0.35	0.43	0.40	0.19

资料来源：海通证券研究所

逐渐淡化股权投资业务，减少市场估值困惑。根据观察，雅戈尔的投资收益的波动严重影响了公司业绩的稳定性，而且影响了整个纺织服装板块的业绩稳定性。如 2007 年股票场景气高的时候公司投资收益 27.54 亿元，同比增幅高达 5111.41%，而股票市场不景气的时候，如 2005 年仅有 481 万元的投资收益，相差极大，2008 年公司也是依靠出售中信证券股权消除了业绩的大幅波动（2008 年投资收益同比减少 19.32%的主要原因为 2008 年减持海通证券股票产生亏损 4.69 亿元）。2008 年期末资本公积较年初减少为 75.42%的主要原因为公司持有的可供出售金融资产出售和因股市下跌导致可供出售金融资产价值减少的金额合计为 70.81 亿元。

图 15 雅戈尔投资收益波动幅度较大



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

公司在 2008 年对海通和金马股权的减值计提，由于 2009 年股价的回升，如果公司将持有的股权卖掉，则直接转为利润。

而公司逐渐淡出股权投资领域以减少对股价影响的决心也相当明显。2008 年，公司聘请上海凯石投资管理有限公司为公司在金融资产方面提供咨询服务，初衷是将凯石作为公司股权投资的平台。我们认为这个举措在一定程度上减缓投资收益对公司业绩的影响，也可以逐渐消除市场对公司估值上的疑虑。

表 8 第一季度末公司股权情况一览

股票代码	简称	持股数量 (万股)	投资成本 (万元)	市值 (万元)	性质
600030	中信证券	14634.89	12553.49	372750.65	流通股
002142	宁波银行	17900.00	18155.00	174525.00	限售至 2010 年 7 月 19 日
002036	宜科科技	1730.57	1890.13	16751.92	流通股
002103	广博股份	3264.62	983.20	23146.16	限售至 2010 年 1 月 10 日
600837	海通证券	6751.00	121112.94	95121.59	流通股
000980	金马股份	4130.00	28910.00	24077.90	流通股
600522	中天科技	900.00	7740.00	12465.00	限售至 2010 年 3 月 4 日
			191324.76	718838.22	

资料来源：海通证券研究所

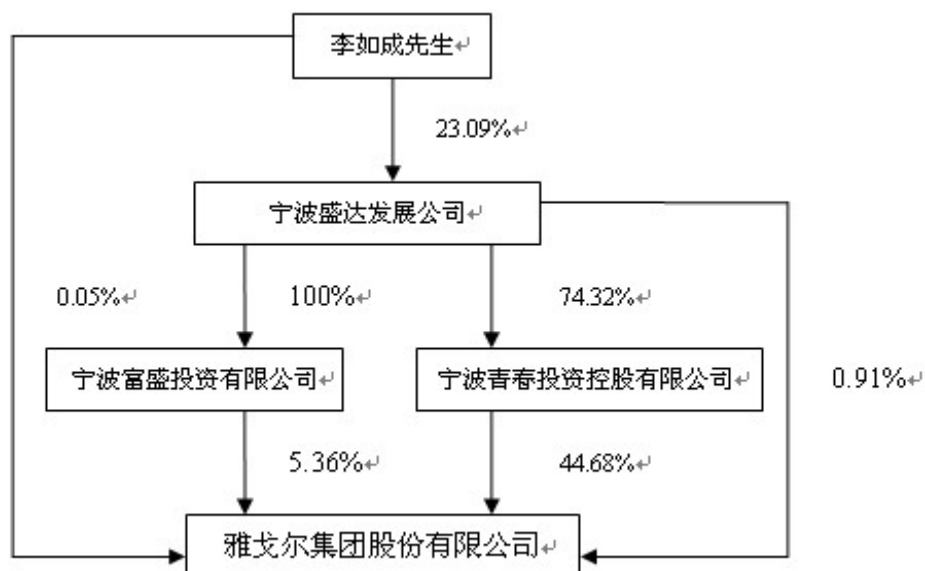
盈利预测与投资建议。根据和公司沟通的情况，我们调整了对雅戈尔的业务测算，情况如下：预期 2009 年服装业务净利润增长 10.21%至每股收益 0.28 元，纺织业务贡献 0.06 元。根据公司土地开发进度来测算，预计全年地产业务收入达到 43.9 亿元，净利润 9.66 亿元，分别增长 26.67%和 23.64%，折合每股收益 0.43 元，2010-2011 年测算的地产业务每股收益为 0.4 和 0.19 元。暂时不考虑股权投资所带来的投资收益，我们分别给予服装 25X、纺织 20X 和地产 25X 的 PE 估值，三项业务合理价格分别为 7 元、1.2 元和 10.75 元，公司合理的估值应该是 18.95 元。

公司纺织服装业务逐渐进入平稳成熟阶段；在房地产逐渐复苏时地产业务将明显提升公司业绩；逐渐淡化股权投资业务也将减少估值困扰，2009 年股票市场表现良好投资收益仍有意外惊喜，所以我们认为，雅戈尔是目前估值相对便宜且弹性较大的品种。我们维持公司“买入”评级。（我们在 2009 年 6 月 1 日中期策略报告以及 6 月 7 日《纺织服装行业 6 月月报：品牌服装相对低估》中已经将雅戈尔的评级调高至“买入”）

主要不确定因素。经济危机给新马业务的冲击会否继续扩大以及地产行业的反复。

附录

图 16 股权结构



资料来源：2008 年报、海通证券研究所

注：雅戈尔集团股份有限公司第一大股东宁波青春投资控股有限公司于 2009 年 5 月 14 日更名为宁波雅戈尔投资控股有限公司。宁波盛达发展公司持有宁波雅戈尔投资控股股权比例上升到 77.6%（鄞县青春职工持股会将 3.28% 雅戈尔投资控股的股权转让给盛达）。

表 9 部分限售股 2009 年 5 月 18 日上市流通

股东名称	持有有限售条件的流通股份数量 (单位：股)	占总股本比例 (%)	上市数量 (单位：股)	剩余有限售条件的流通股份数量 (单位：股)
宁波青春投资控股有限公司	994896185	44.68	198979237	795916948

资料来源：公司公告、海通证券研究所

注：公司大股东在 2006 年 5 月 12 日股改时承诺：所持有的非流通股股份自获得上市流通权之日起，在 36 个月内不上市交易或转让作 48 个月内通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股的股份数量不超过其所持雅戈尔原非流通股股份总数的 20%，在 60 个月内通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股的股份数量不超过其所持雅戈尔原非流通股股份总数的 40%，在 72 个月内通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股的股份数量不超过其所持雅戈尔原非流通股股份总数的 60%，在 84 个月内通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股的股份数量不超过其所持雅戈尔原非流通股股份总数的 80%。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世和常山股份等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。