

受益于地产复苏和金融资产估值回升

雅戈尔 (600177) 评级: 买入 (维持)

股价: 14.65 元

目标价位: 19.30 元

跟踪报告

2009 年 7 月 29 日 星期三

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

纺织及轻工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

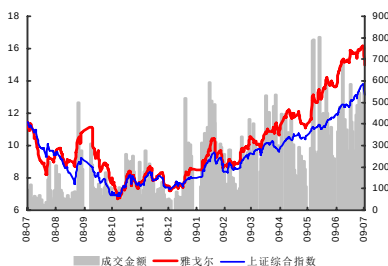
重要数据

总股本(亿股)	22.26
流通股本(亿股)	14.30
总市值(亿元)	326.11
流通市值(亿元)	20.95

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	9.49	-0.29
3 个月	34.35	2.00
6 个月	75.56	11.47

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1、《股权投资收益带来业绩增长》

2009.4.30

2、《纺织地产稳步发展 股权投资波动影响业绩》

2009.4.1

3、《深度报告: 经营优秀具备长期投资价值 股权投资凸现短期交易机会》

2008.6.3

4、《投资收益带来业绩大幅增长多元化经营稳步进行》

2008.4.22

投资要点

- **房地产市场复苏, 2010 年迎来预售高峰。** 目前雅戈尔尚未交付的房地产项目的建筑面积为 467 万平方米, 可售面积为 405 万平方米, 宁波是雅戈尔房地产的第一大市场, 其次是苏州。2010 年后公司将迎来地产预售的高峰期。随着房地产市场的复苏, 雅戈尔的地产项目在今年的销售价格也超出此前我们的预期, 因而在原有基础上将地产收入预测调高 16%。
- **品牌内销稳健增长, 纺织和出口暂受影响。** 雅戈尔通过对品牌的渠道的整合以及产品档次的提升, 使得雅戈尔品牌内销在今年保持不错的势头, 我们预期今年内销收入会增长 18%, 调高我们此前 12% 的预期。品牌服装定位将更加细分为金标、蓝标、绿标, 更利于品牌的长远发展。纺织和出口由于受到外需下降的影响今年预期业绩分别下滑 6% 和 5%。
- **股权投资受益于个股估值回升。** 由于公司所持公司股份在二级市场的估值均有所回升, 所以雅戈尔目前的金融资产估值也有所回升, 我们估计在 100 亿元, 折合每股价值 4.5 元。
- **盈利预测和估值。** 我们预测 09 年、10 年服装纺织地产的收入分别为 121.25 亿元、144.18 亿元, 分别增长 14.21% 和 18.91%, 归属于母公司的净利润分别为 13.56 亿元、16.54 亿元, 分别增长 7% 和 21.9%, 09/10 年公司服装地产每股收益 0.61/0.74 元, 我们给予 10 年服装地产 20 倍市盈率, 实业估值 14.80 元, 加上每股金融资产价值 4.5 元, 合计 19.30 元, 目前股价 14.65 元, 仍有 32% 上涨空间, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 房地产行业包括政策风险, 房价波动的风险, 对于外销而言, 外部需求下降和人民币升值是主要风险。如果公司通过在二级市场售出股权获得投资收益, 那么二级市场股票价格波动也影响到公司的收益。

1. 房地产市场复苏，雅戈尔 10 年迎来预售高峰

宁波房地产市场有所复苏。雅戈尔的地产项目一半在宁波，而宁波的房地产市场从今年 3 月份开始，成交量明显上升，销售价格也有所回升，市场复苏明显（见图 1、图 2）。

图 1、宁波市商品住宅房每月销售量

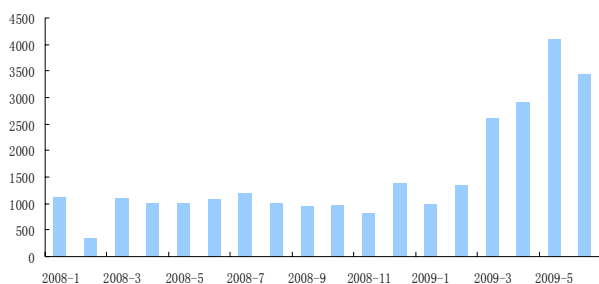
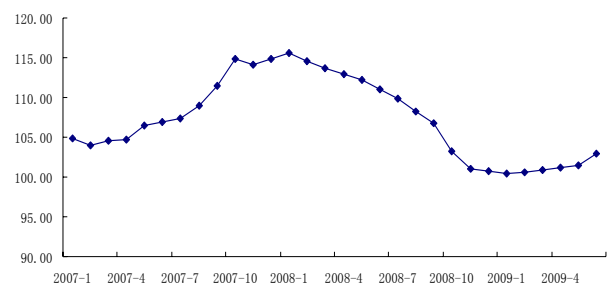


图 2、宁波市房屋销售价格指数



资料来源：中国宁波住宅与房地产网、CEIC、东海证券研究所

目前雅戈尔尚未确认收入的房地产项目的建筑面积为 467 万平方米，可售面积为 405 万平方米：其中在建项目预计可售面积 123.7 万平方米，待建项目 231.6 万平方米，已竣工项目 50.2 万平方米。从项目的分布地区来看，其中宁波板块地产项目最多，可售面积为 202 万平方米，占到总数一半；其次是苏州板块，可售面积为 144 万平方米。（见表 1-3）。而在 2010 年，公司的房地产预售将达到高峰，估计预售额近 100 亿元。

表1. 雅戈尔房地产在建项目

序号	项目	用地面积	规划建筑面积	预计可售面积	预计交付时间
1	湖景花园	53,214.00	150,992.00	116,386.39	
2	锦绣东城	94,697.00	283,869.00	221,728.80	一期 2009.12，二期待定
3	香颂湾	108,006.00	105,032.00	88,207.00	2009.6
4	都市森林二期	57,415.00	97,894.00	73,531.72	2009.6
5	香湖丹堤	90,436.00	67,988.71	64,357.72	2010.12
6	都市丽湾	22,329.00	45,658.00	37,052.12	2010.12
7	都市华庭	55,817.00	116,788.00	94,300.00	
	宁波置业	481,914.00	868,221.71	695,563.75	
8	未来城	93,958.00	235,645.90	181,408.69	2009.4-2010
9	太阳城	81,900.00	252,638.39	234,953.66	2010
	苏州置业	175,858.00	488,284.29	416,362.35	
10	溪林春天三期	16,205.30	63,886.00	57,721.82	2008.12
	甬城房产	16,205.30	63,886.00	57,721.82	
11	篁外	42,269.20	88,626.03	67,752.08	
	中海雅戈尔	42,269.20	88,626.03	67,752.08	
	在建项目合计	716,246.50	1,509,018.03	1,237,400.00	

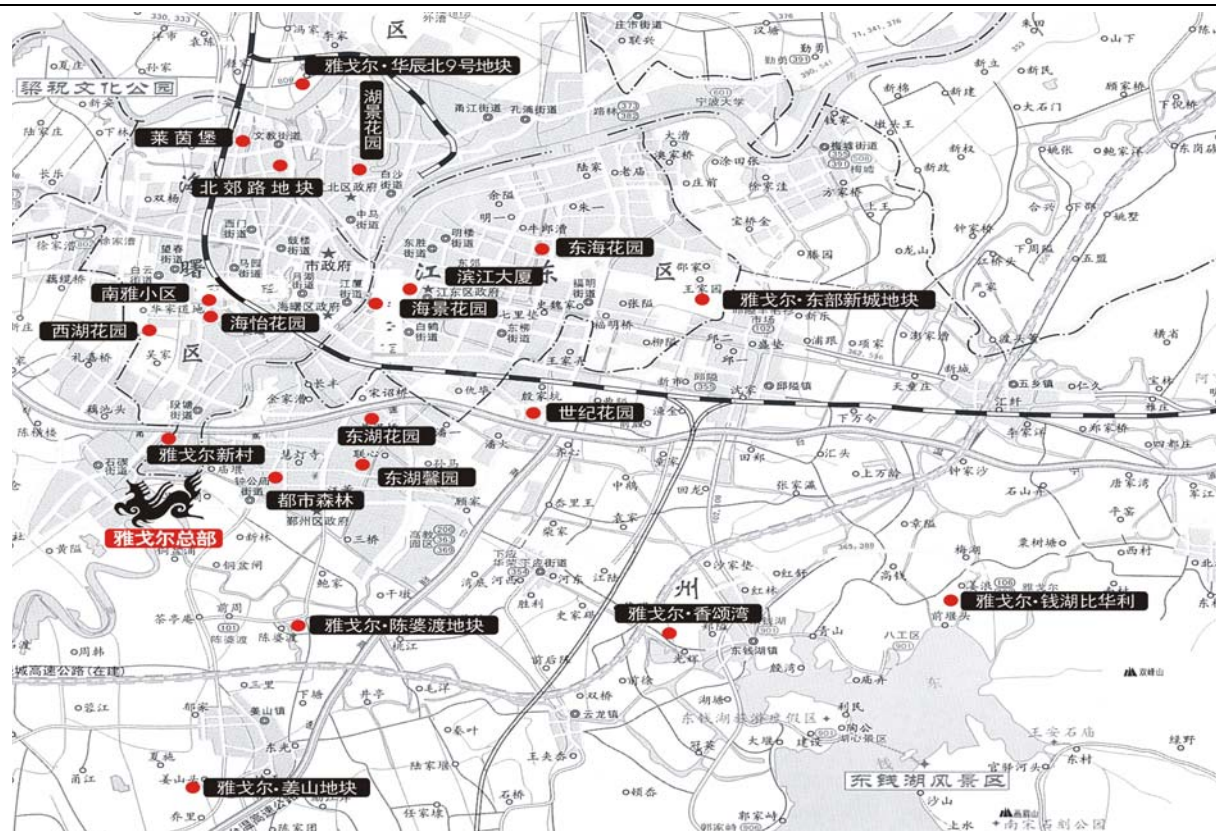
资料来源：东海证券研究所，公司公告

表2. 雅戈尔房地产待建项目

序号	项目	用地面积	规划建筑面积	预计可售面积	预计开工时间
1	比华利	95,983.00	26,672.80	20,349.82	2009.7
2	香湖丹堤	169,143.00	143,395.30	135,736.57	2009.9
3	华晨北(长岛花园)	176,005.00	315,255.00	315,255.00	2009.10
4	北郊路(新海景花园)	53,420.00	74,788.00	74,788.00	2009.10
5	老鹰山地块	109,571.00	131,485.20	131,485.20	未定
6	中基地块	68,997.00	151,116.00	151,116.00	未定
7	东吴地块	56,975.00	85,462.50	85,462.50	未定
8	联心 3C 地块	59,047.00	118,094.00	118,094.00	未定
	宁波置业	789,141.00	1,046,268.80	1,032,287.09	
9	未来城	63,612.00	108,169.00	83,278.72	2009.5
10	太阳城	444,156.84	694,263.92	645,665.34	2009.12
11	相城项目	62,650.00	93,975.00	87,400.00	未定
	苏州置业	570,418.84	896,407.92	816,344.06	
12	篁外	62,216.80	203,277.97	143,931.92	
	中海雅戈尔	62,216.80	203,277.97	143,931.92	
13	隐寓	36,131.00	93,940.60	92,974.00	2009.7
14	西溪晴雪	55,225.00	79,317.35	77,648.00	2009.4
	杭州置业	91,356.00	173,257.95	170,622.00	
15	清枫华景园	186,746.00	209,836.00	153,075.70	2009.2
	绍兴华清	186,746.00	209,836.00	153,075.70	
	待建项目合计	1,699,878.64	2,529,048.64	2,316,260.77	

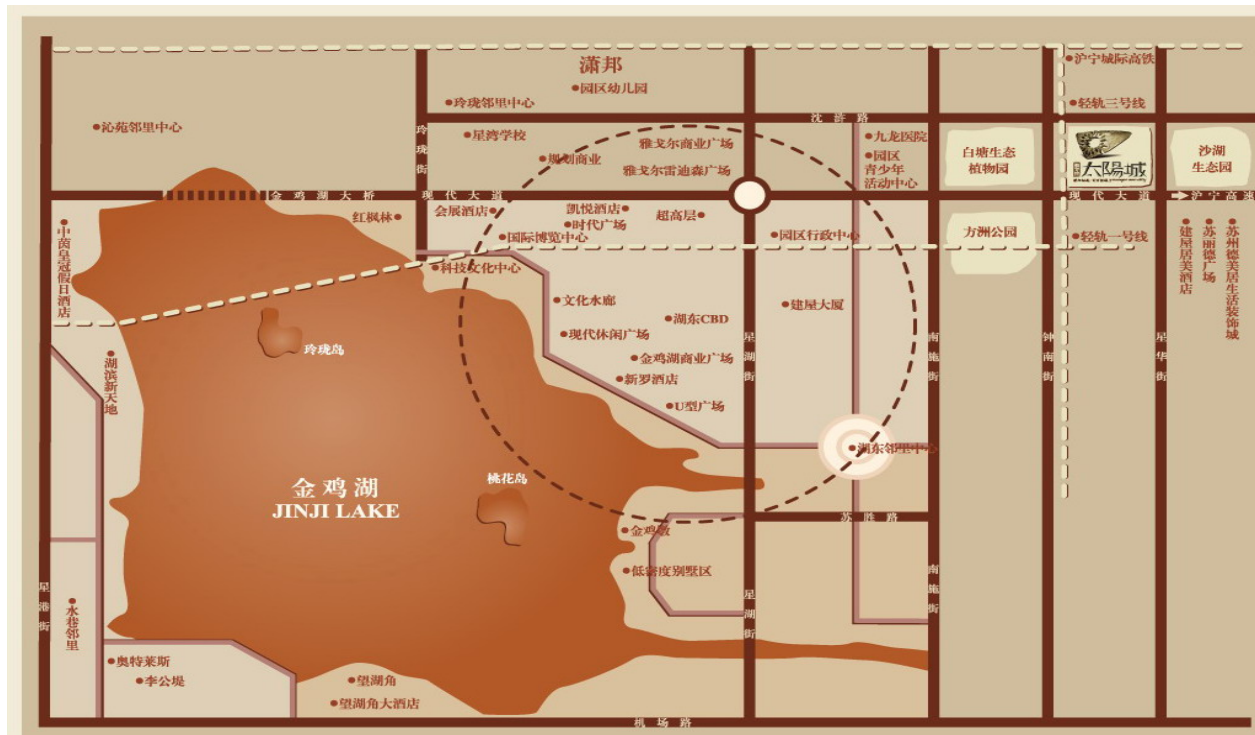
资料来源: 东海证券研究所, 公司公告

图 3 宁波雅戈尔房产分布图



资料来源: 东海证券研究所, 公司公告

图 4 雅戈尔苏州房地产项目分布图



资料来源：东海证券研究所，公司公告

由于房地产市场的复苏，雅戈尔的地产项目在今年的销售价格也超出此前我们的预期，因而我们提高此前房地产收入预测，预计 2009 年、10 年雅戈尔的房地产收入为 49.98 亿元和 63.25 亿元（见表三），较上次预测的房地产收入调高 16%。

表3. 雅戈尔房地产收入预测

楼盘名称	建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	产品类型	交付时间	销售进度	09 收入 E (亿元)	10 收入 E (亿元)
世纪花园	23.26	20.01	高层、小高层、商铺、公寓	2009.6	100%	20.01	-
都市森林 2 期	9.78	7.35	高层、小高层、别墅	2009.6	100%	10.14	-
钱湖香颂湾	10.50	8.82	别墅	2009.6	100%	11.55	-
未来城 3 期	16.54	12.74	高层、小高层、商铺	2009.9	0	8.28	-
未来城 4 期	10.83	8.34	别墅、高层、花园洋房	2010	0	-	6.17
湖景花园	15.10	11.63	别墅、高层、小高层	2010	40%	-	25.58
锦绣东城	28.38	22.17	高层、小高层	2010	78%	-	28.82
都市丽湾	4.56	3.70	小高层	2010.12	55%	-	2.68
合计	118.95	94.76				49.98	63.25

2. 金融资产估值有所提升

公司目前持有的金融资产如下表所示，由于公司所持公司股份在二级市场的估值均有所回升，所以雅戈尔目前的金融资产估值也有所回升，我们估计在100亿元，折合每股价值4.5元。

表4. 雅戈尔股权投资估值

投资对象	持股数量	估值（亿元）
中信证券	130,000,000	45.50
宁波银行	179,000,000	25.06
海通证券	67,000,000	12.73
宜科科技	25,958,475	1.55
广博股份	32,646,200	2.28
金马股份	43,000,000	2.15
首开股份	42,900,000	8.58
山西阳光焦化		0.92
金田铜业		1.33
合计		100.10
每股价值		4.50

3. 品牌内销增长稳定，纺织和出口暂受影响

预期内销收入今年增长18%。雅戈尔通过对品牌的渠道的整合以及产品档次的提升，使得雅戈尔品牌内销在今年保持不错的势头，我们预期今年内销收入会增长18%，调高此前我们12%的预期。

品牌定位将更明晰细分，符合发展潮流。雅戈尔正计划其目前的品牌做更加细分市场、定位更加明晰的策划。其品牌将分为金标、蓝表和绿标。金标是其最高端的品牌，目标客户群为较成熟的成功人士，服装价格较贵。蓝标的目标客户为35-50岁的职业人士，绿标的客户群为刚踏入职场的白领，绿标会在今年秋冬上市。对品牌更明晰的定位和营销符合目前服装品牌发展的潮流，对雅戈尔品牌的长期发展非常有好处。

出口和纺织暂受影响。由于受外需下降影响，我国上半年纺织和服装出口均下滑明显。公司的出口业务也受到了影响，纺织主要是针织业务受影响较大。我们预期今年的外销业务收入下滑5%，纺织业务收入下滑6%。但随着出口有望在今年四季度好转，公司的出口业务也有望在年底好转。

4. 盈利预测和估值

根据以上我们对公司的调研分析，我们对公司的服装、纺织、地产业务收入和成本做出预测（见表 5、6）。

表5. 纺织服装业务收入成本预测

亿元	08 年	09 年 E	10 年 E
服装主营收入	58.56	60.63	69.25
内销	21.71	25.62	30.74
增长率%	14.91	18.00	20.00
外销	36.85	35.01	38.51
增长率%	241.64	-5.00	10.00
服装主营成本	40.29	41.15	45.53
内销毛利率%	65.58	63.00	64.00
外销毛利率%	10.90	9.50	10.50
纺织主营收入	20.30	19.08	20.98
增长率%	1.70	-6.00	10.00
纺织主营成本	17.02	16.31	17.84
纺织毛利率%	16.16	14.50	15.00
纺织服装内部销售	-8.10	-8.38	9.30
纺织服装主营收入	71.51	71.27	80.93
纺织服装主营成本	49.27	50.30	55.47

表6. 纺织服装房地产业绩预测

	2008	2009E	2010E
营业收入（亿元）	106.16	121.25	144.18
增长率%	54.98	14.21	18.91
营业成本（亿元）	67.56	80.29	94.69
毛利率%	36.36	33.78	34.33
营业税金及附加	2.54	2.89	3.41
期间费用（亿元）	18.65	20.47	24.52
期间费用率%	17.56	16.88	17.00
销售费用率%	9.21	9.20	9.25
管理费用率%	6.48	6.40	6.45
财务费用率%	1.87	1.28	1.30
营业利润（亿元）	17.41	20.49	24.97

营业外收入	2.08	0	0
营业外支出	0.27	0	0
利润总额（亿元）	19.22	20.49	24.97
实际所得税率	23.25	23.00	23.00
净利润（亿元）	14.75	15.77	19.23
少数者权益	2.08	2.21	2.69
归属于母公司净利润	12.67	13.56	16.54
每股收益（元）	0.57	0.61	0.74

附注：1、08 年纺织服装房地产的管理费用和财务费用分别从合并报表中扣除了投资业务的管理费用 1.12 亿和财务费用 2.52 亿元。

2、少数者权益的计算比例为：服装 29%，纺织 39%，房地产 1%

3、房地产毛利率假设 09 年为 40%，10 年为 38%

4、09 年和 10 年预测的实质为扣除非经常性损益的归属母公司净利润

估值：09/10 年公司服装地产每股收益 0.61/0.74 元，我们给予 10 年服装地产 20 倍市盈率，实业估值 14.8 元，加上每股金融资产价值 4.5 元，合计 19.30 元，目前股价 14.65 元，仍有 32% 上涨空间，维持“买入”评级。

5. 主要风险因素

股权投资风险

股权投资的风险是雅戈尔三块业务中风险最大的，这与股权投资行业本身的风险和投资收益特性相关。对于拟上市公司的投资存在诸多风险，包括公司能否上市风险、股权退出风险、财务风险。此外，如果公司通过在二级市场售出股权获得投资收益，那么二级市场股票价格波动也影响到公司的收益。

房地产风险

房地产行业的风险包括政策风险，房价波动的风险。如果业绩预测其内，房价明显下跌或者成交量大幅萎缩，则会影响公司业绩。

纺织服装风险

对于外销而言，外部需求下降和人民币升值是主要风险。对于品牌内销而言，内部消费需求的不确定性以及渠道拓展进程的不确定性是主要风险。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 宜科科技, 伟星股份, 永新股份

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122