

品牌服装稳步增长 地产股权投资带来业绩波动

雅戈尔 (600177)

评级: 买入

股价: 12.58 元

中报点评

2009 年 8 月 28 日 星期五

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

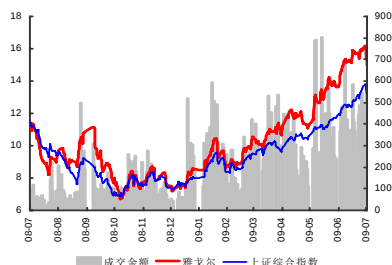
021-50586660-8638

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)	280.03
流通市值(亿元)	179.89

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 1、《受益于地产复苏和金融资产估值回升》2009.7.30
- 2、《股权投资收益带来业绩增长》4.30
- 3、《纺织地产稳步发展 股权投资波动影响业绩》2009.4.1
- 4、《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
- 5、《投资收益带来业绩大幅增长多元化经营稳步进行》2008.4.22
- 6、《深度报告: 产融结合战略下长期投资价值显现》2008.2.29

投资要点

- **09 年中报业绩:** 公司上半年实现营业收入 57.46 亿元, 同比增长 5.49%; 营业利润 17.31 亿元, 同比下降 24.38%; 归属于母公司净利润 14.17 亿元, 同比下降 27.03%。基本每股收益 0.63 元, 扣除非经常性损益的基本每股收益 0.259 元, 同比下滑 27.22%。
- **公司中报业绩分析:**

服装内销稳步增长, 外销受到影响。上半年公司服装内销收入增长 16.22%, 而受到经济危机影响公司服装外销下滑比例超过 15%, 服装板块收入上半年同比略有下滑 2.31%。受到成本下滑的有利影响, 服装的营业利润率同比提升了近 4%。

房地产销售情况良好, 毛利有所下降。公司上半年实现房地产收入 23.09 亿元, 同比增长 14.78%, 目前房产预售 41.42 亿元, 预售面积 42.5 万平方米, 在房产复苏的情况下, 公司的销售状况良好。上半年房地产毛利率 32.37%, 同比减少了 17.18%。毛利率的回调与销售价格和拿地成本相关, 对于 09 年房地产毛利的回调在我们预期之中。

投资收益占业绩比重大: 公司上半年通过出售中信证券、金马股份、海通证券等可供出售金融资产获得投资收益 8.79 亿元, 交易性金融资产获投资收益 352 万元, 投资收益占归属于母公司的净利润为 61.6%。公司上半年分别投资了 7740 万和 5.98 亿元新增持了江苏中天科技和北京首开。
- **盈利预期和估值。**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 09 年服装地产 20 倍市盈率, 实业估值 12.2 元, 加上每股金融资产价值 4.5 元, 合计 16.7 元, 给予买入评级。
- **风险因素:** 内外需下滑的风险、人民币升值、房地产政策风险、房价波动风险、快速扩张中的管理风险、二级市场股价波动风险。对于拟上市公司的投资存在诸多风险, 包括经营者的道德风险、公司能否上市风险、股权退出风险、财务风险。

表1. 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2. 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

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

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, 晨鸣纸业, 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、免责声明

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