

方正证券研究中心

房地产行业分析师：周伟

分析师：肖俊贤

电话：(86731)85832370

电邮：zhouwei@foundersec.com

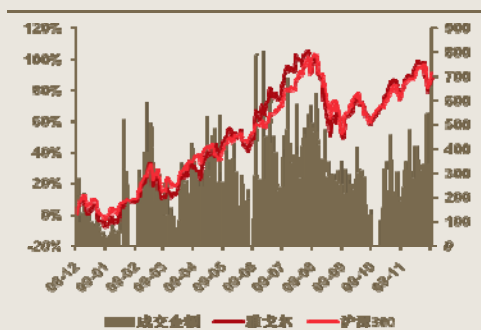
分析师：肖俊贤

联系人：傅敏

电话：(86571)85832274

电邮：fumin@foundersec.com

历史表现



市场数据

	一个月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	6.48	24.68	12.71
相对大盘	-2.07	1.51	-7.74

日期：2009年12月3日

股票数据

总股本(亿股)	22.27
流通股(亿股)	14.31
第一大股东	宁波雅戈尔投资控股有限公司

盈利预测

	09E	10E	11E
每股收益(元)	0.96	0.75	0.96
每股净资产(元)	6.36	7.11	8.07
净利润(亿元)	21.36	16.78	21.33
市盈率	15.12	19.24	15.14

(2010、2011年未考虑投资收益)

请务必阅读最后特别声明与免责条款

男装领袖+区域地产龙头+投资大赢家

雅戈尔(600177)投资价值分析报告

公司研究·分析报告

2009.12.3 买入

当前股价：14.5元

纺织服装、房地产行业

投资要点

- ※ **男装领袖。**公司品牌男式衬衫、西服连续多年国内市场占有率第一，国内业务受经济影响小，销售额稳定增长。公司有棉花种植、纺织、制衣及终端销售的纵向产业链，抵御行业风险能力强。公司雅戈尔品牌细分战略，包括GY系列明年大量开店、汗麻产品在年底前的问世，将使得产品系列进一步外延，国内服装业务将有一个外延式增长。
- ※ **外销业务期待新马整合成果。**公司2008年正式收购新马，借助新马业务平台大力拓展国外业务，随着生产基地内迁的逐步完成，生产成本将大幅下降，产能也将逐步释放。随着国外经济的逐步复苏，纺织服装外销有望逐步进入增长轨道，毛利率因成本下降也将逐步提升。
- ※ **区域地产龙头，储备丰富、定位明确。**公司作为宁波地产龙头，在区域内具有很强的竞争力和品牌效应，已在苏州、杭州有一定土地储备布局，未来重点定位于长三角核心城市。公司储备项目26个，权益储备面积约330万平方米，而2009年预计结算面积约50万平方米，按每年结算面积30%的复合增长，现有储备已足够公司3-4年的开发需求。
- ※ **地产项目预售通畅，业绩稳步增长。**公司在建项目14个，权益建筑面积约148万平方米，已开始预售项目的销售情况普遍较好，预计2009年预售金额达到80亿元，年底的预收账款将超过80亿元，全年实现结算房地产收入约51亿元，同比增长40%以上，毛利率约40%。
- ※ **公司是证券投资的大赢家，硕果累累。**凯石投资作为其证券投资专业咨询机构，公司2006-2008年证券投资获得净收益21.6亿元，占合计净利润的40%以上。目前按持股成本计算的股票投资成本为38亿元，而按2009年12月1日收盘价计算的市值为123亿元，投资增值85亿元，增值率高达223%，按市值计算的每股价值为5.55元。
- ※ **首次给予“买入”评级。**预计2009-2011年纺织服装EPS分别为0.28、0.31、0.35元，房地产业务EPS分别为0.39、0.45、0.6元，保守给予纺织服装2010年25倍PE、对应每股价值7.7元，房地产20倍PE、对应每股价值9元，综合考虑纺织服装、房地产、证券投资，折价10%也约为20元每股，而目前市价不到15元，我们认为公司的价值被严重低估，首次给予“买入”评级。
- ※ **风险提示。**国内经济二次探底导致内销下滑；欧美经济复苏缓慢及新马整合效果不佳导致外销不及预期；房地产市场面临政策调控的不确定性影响；证券市场大幅波动的影响。

目 录

一、主业涉及纺织服装、房地产与股权投资领域	3
二、纺织服装：国内前景看好，国外期待整合	3
三、宁波地产龙头：大量预收款增强收益确定性	6
四、股权投资硕果累累	9
五、盈利预测及估值：给予“买入”评级	10
1、纺织服装业务	10
2、房地产业务	10
3、分业务估值	12

图表目录

图表 1 公司历年发展的重要里程碑	3
图表 2 公司品牌西服与衬衫的国内市场占有率及市场平效	4
图表 3 公司纺织服装近三年增长情况	5
图表 4 公司国内国外收入情况	6
图表 5 预计公司 2009 年结算房地产项目收入及毛利率	6
图表 6 公司房地产业务收入增长及毛利率变化	7
图表 7 公司权益土地储备面积区域分布	7
图表 8 公司土地储备项目基本情况	7
图表 9 房地产业务销售及结算情况	8
图表 10 公司持有上市公司股票增值情况	9
图表 11 纺织服装分产品收入、毛利率及利润预测	10
图表 12 公司房地产项目结算进度、收入及毛利率预测表	11
图表 13 公司房地产业务收入及利润预测表	11
图表 14 公司预测财务报表	13

一、主业涉及纺织服装、房地产与股权投资领域

公司创建于 1979 年，经过 30 年的发展，逐步确立了以品牌服装、地产开发、股权投资三大主业，多元并进、专业化发展的经营格局已经形成。

品牌服装是公司的基础产业，自 1979 年从单一的生产加工起步，经过不断努力，迄今已经形成了以品牌服装经营为龙头的纺织服装垂直产业链。雅戈尔品牌服饰连续八年稳居中国服装行业销售和利润总额双百强排行榜首位，被评为最受消费者喜爱品牌。

公司于 1992 年开始涉足房地产开发，在宁波、苏州等地累计开发住宅、别墅、商务楼等各类物业 300 万平方米，目前拥有优质土地储备近 400 万平方米。

自 1993 年以来，公司即开始涉足股权投资，2008 年，集团成立凯石投资管理公司，主要为公司提供专业化投资咨询服务，股权投资业务逐渐向纵深化发展。

公司同时还涉足国际贸易、酒店、旅游等行业。旗下的宁波中基贸易公司是宁波地区最大的进出口公司，苏州富宫、王朝等酒店已成为当地四星级酒店中的佼佼者，集团还开发了雅戈尔野生动物园、雅戈尔达蓬山旅游开发区等旅游产业项目。

图表 1 公司历年发展的重要里程碑

1979 年	青春服装厂成立，为雅戈尔集团公司前身。
1983 年	横向联营，创立第一个品牌“北仑港”。
1990 年	中外合资，正式推出“雅戈尔”品牌。
1992 年	涉足地产开发领域。
1993 年	涉足资本投资领域。
1998 年	在上海证券交易所挂牌上市。
2001 年	国际服装城全面竣工，成为国内最大的服装制造业基地。
2004 年	纺织城全面竣工，成为国内重要的高端纺织面料生产基地。
2007 年	收购新马集团，步入跨国经营阶段。
2008 年	与解放军总后勤联合开发的汉麻产业取得阶段性成果。

数据来源：公司网站 方正证券研究中心

二、纺织服装：国内前景看好，国外期待整合

公司的服装拥有衬衫、西服、西裤、茄克、领带和 T 恤六个中国名牌产品，主打产品衬衫为全国衬衫行业第一个国家出口免检产品，连续 14 年获得市场综合占有率第一位，西服连续 8 年保持市场综合占有率第一位。2008 年底，西服、衬衫在国内的市场占有率分别提升至 15.4%、13.3%。

国内服装业务：目前，雅戈尔拥有 460 家自营店（149 家自购）、收入占内销的 35%，约 960 家商场店中店、收入占内销的 35%-40%，以及 500 多家特许加盟店、收入占内销的 10%-15%，其余为团体定制。公司自 90 年代开始陆续在全国各主要城市的中心地段购建自营专卖店，目前购置店的总数已达 149 家，营业面积为 45,073 平方米，物业升值超过 50%。公司通过经营网点整合，关闭效益差的门店、新增能够展示品牌形象的旗舰店，使得公司整体门店的市场平效不断上升，由 2007 年的 1.21 元/平米上升至 2008 年的 1.41/平米。

图表 2 公司品牌西服与衬衫的国内市场占有率及市场平效

市场占有率	西服	衬衫	市场平效（元/平米）
2006	13.31%	12.32%	
2007	15.08%	12.83%	1.21
2008	15.40%	13.30%	1.41

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

国外服装业务：公司在国外的销售地区主要集中在日本、欧美等地区。2008 年公司外销完成收入 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。完成新马收购后，公司根据既定目标，积极稳妥地推进生产基地的转移，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。同时，公司借助产业链的资源优势和新马公司在美国完整的销售、服务资源，重新整合客户和市场，不但为雅戈尔西服和针织工厂带来数量稳定的业务订单，也为新马美国公司带来销售增长。

纺织业务：公司的纺织业务涵盖色织、毛纺、针织三个子行业。为打造完备的产业链，提升服装产品的附加价值，公司自 2002 年起投入大量资金建造了占地近 500 亩的纺织城，目前纺织板块年产色织布产能约 6,000 万米、针织布 5,800 吨、精纺呢绒 500 万米、针织成衣 1,500 万件，是国内重要的纺织品生产基地。另外公司已具备色织布的上游-纺纱环节年产 26.2 万锭棉纱的配套生产能力，棉纱自给率为 70%-80%，有效地保证了主要原材料的供给和质量稳定性。纺织业务作为雅戈尔纵向产业链中的重要一环，对于提升雅戈尔服装品质、降低整体成本、缩短交货周期起着积极的作用。目前公司约 20%的色织布产量供国内雅戈尔服装生产企业使用，80%出口日本和香港等国家和地区，未来扩大的产能将主要在国外市场销售。

产业链：自 2004 年以来，公司将品牌服装进一步延伸至棉花种植、纺织等服装上游产业。2009 年 3 月，公司与解放军总后勤部公布了汉麻纤维研发及产业化进程，使中国成为继加拿大、德国之后世界上第三个掌握该技术的国家。目前，雅戈尔汉麻公司已具备了年产汉麻纤维 2,000 吨的生产能力，逐步形成了一条从汉麻的种植、纤维加工、织造、产品创意设计到成衣制造的产业链，迈出了汉麻产业发展的第一步。

产能：随着 2008 年公司并购美国 KELLWOOD 公司旗下核心男装业务——新马集团，公司获得强大的设计开发能力、国际化运营能力以及遍布美国的分销网络，成为全球最大的男装企业之一。在收购新马集团后，获得了新马集团分布在斯里兰卡、菲律宾、香港、深圳等地的 14 家生产基地，新增 4,000 万件衬衫的生产能力。目前公司具备年产 200 万套西装、5,000 万件衬衫及 2,400 万件休闲服、针织成衣、西裤等其他服装的生产能力。

2009 年上半年，公司服装内销收入增长 16.22%，其中衬衫内销收入增长 16.58%，服装内销整体来看比较稳定，每年的内生性增长在 15%-20%。服装外销由于受全球经济危机影响，销售情况依然不是很好，2009 年上半年外销收入同比下降 11.19%，另一个原因主要是由于公司新马业务（包括生产基地内迁）的整合正在进行当中，对产能有一定影响，生产基地内迁之后产能的完全释放估计要到 2011 年。

我们看好公司服装业务的几大理由：

1、全球经济逐步复苏将对公司服装纺织出口业务产生正面影响；

2、新马业务整合完毕以后，生产率将大幅提高、单位生产成本将有一定幅度下降，公司国外业务的产能将有效提升，而且盈利能力将得到提高；

3、公司对雅戈尔品牌的细分，包括 GY 系列明年大量开店、汗麻产品在年底前的问世，将使得公司产品系列进一步外延，国内服装业务将有一个外延式的增长；

4、公司对不同区域的不同营销战略，以及公司对新增门店的形象品牌战略，也将使得公司内销业务有一定的内生性增长。

整体上，我们预计 2009 年服装业务、纺织业务实现收入分别为 56.81 亿元、19.63 亿元，同比分别下降 3%和增长 3%。预计 2009 年国内业务（包括房地产和电力业务）实现收入 83 亿元，同比增长 35%，其中国内纺织服装业务实现收入 32 亿元，同比增长 18.7%；国外业务收入同比下降约 13%。

图表 3 公司纺织服装近三年增长情况

收入（亿元）	2007 年	2008 年中期	2008 年	2009 年中期	2009E
服装	30.2	27.88	58.57	27.23	56.81
同比	22.56%	101%	93.94%	-2.33%	-3%
纺织	19.96	9.73	19.06	9.96	19.63
同比	65.64%	12.10%	-4.51%	2.36%	3%

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

图表 4 公司国内国外收入情况

分地区（亿元）	2007 年	2008 年中期	2008 年	2009 年中期	2009E
国内	49.72	33.42	61.54	38.83	83
同比	14.43%	37.60%	23.77%	16.20%	34.87%
其中：纺织服装	27.87	13.31	26.95	15.74	32
同比			-3.30%	18.26%	18.74%
国外	20.61	20.12	44.2	17.86	38.44
同比	26.44%	127.50%	114%	-11.19%	-13.02%

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

三、宁波地产龙头：大量预收款增强收益确定性

随着地产开发业务的进一步发展，近几年来，公司地产开发业务已从成立初的立足宁波逐步向长三角区域延伸，目前已在苏州、杭州、绍兴、台州等地异地开发，并拟整合地产开发业务，经过下一个五年的努力，使雅戈尔地产成为长三角区域乃至全国性的地产品牌。近几年房地产业务规模增长明显，对公司利润贡献的比例也大幅度提升。

我们根据公司房地产项目的预售情况、楼面地价成本及交付时间，对公司 2009 年结算项目和毛利率进行预测，公司 2009 年上半年的结算项目主要是未来城二期、比利华一期和世纪花园，下半年主要结算项目是都市森林二期、溪林春天三期和香颂湾。预计 2009 年全年实现结算房地产收入约 51 亿元，由于都市森林二期和香颂湾毛利率较高，从而全年毛利率将较中期的 32.37% 上升至 40.58%。

图表 5 预计公司 2009 年结算房地产项目收入及毛利率

2009 年	收入（亿元）	毛利率	毛利（亿元）
未来城二期	5.61	25%	1.40
世纪花园	16.5	35%	5.78
比利华一期	4.2	42%	1.76
溪林春天三期	2.2	30%	0.66
都市森林二期	11	50%	5.50
香颂湾	10	50%	5.00
其他	1.82	40%	0.73
合计	51.33	40.58%	20.83

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

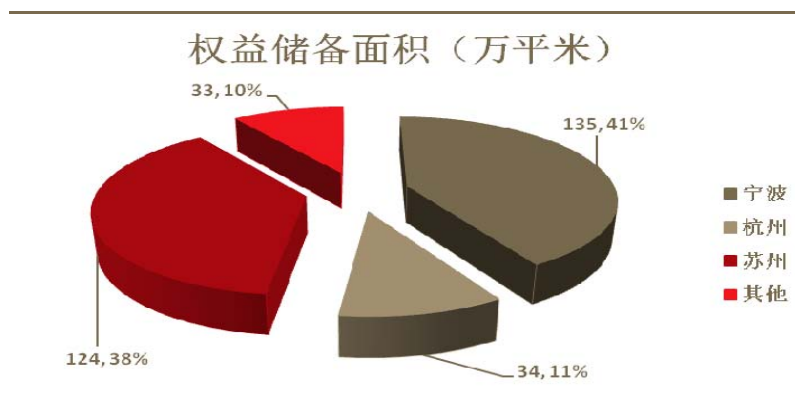
图表 6 公司房地产业务收入增长及毛利率变化

收入（亿元）	2007 年	2008 年中期	2008 年	2009 年中期	2009E
房地产	21.85	20.11	34.59	23.09	51
同比	13.39%	85.69%	58.31%	14.82%	47.44%
毛利率	35.62%	49.55%	47.21%	32.37%	40.58%

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

目前，公司储备项目 26 个、在建 15 个（不包括 2009 年结算项目），不包括 2009 年结算项目的权益储备面积约 330 万平方米，而 2009 年预计结算面积约 50 万平方米，按每年结算面积 30% 的复合增长，现有储备已足够公司 3-4 年的开发需求。储备项目分布为：宁波 14 个项目、面积 135 万平方米、占比 41%，苏州 2 个大盘项目、面积 124 万平方米、占比 38%，杭州 3 个项目、面积 34 万平方米、占比 11%，另外还有慈溪和绍兴两个项目、面积 33 万平方米、占比 10%。

图表 7 公司权益土地储备面积区域分布



数据来源：公司公告 方正证券研究中心（不含 09 年结算项目及零散项目）

公司作为宁波地产龙头，始终保持着在宁波市场的影响力和认可度，公司 2008、2009 年在宁波新增 8 个项目，地价款 58 亿元、建筑面积 64 万平方米，多数项目位于城市的核心地段、极具开发价值，而未在其他城市增加储备。

图表 8 公司土地储备项目基本情况

项目名称	城市	权益比例	开工时间	占地面积（平米）	建筑面积（平米）	地价款（万元）	楼面地价（元/平米）	权益建筑面积（平米）
滨江庆丰 1 地块	宁波	100%	未定	13,876	33,302	47,356	14,220	33,302
滨江庆丰 2 地块	宁波	100%	未定	26,890	37,646	70,549	18,740	37,646
成教学院地块	宁波	100%	未定	28,786	57,572	49,166	8,540	57,572
茶亭村地块	宁波	100%	未定	329,088	98,726	181,657	18,400	98,726
联心村 3C 地块	宁波	100%	未定	59,047	118,094	102,830	8,707	118,094
东吴地块	宁波	100%	2010.10	56,975	85,462	9400	1,100	85,462
雅戈尔大道地块	宁波	100%	2010.10	59,835	135,083	21,092	1,561	135,083
北郊路地块	宁波	100%	2009.10	53,420	74,788	97,972	13,100	74,788

西溪晴雪	杭州	100%	2009.8	55,225	114,052	85,500	7,497	114,052
篁外1	杭州	50%	已开工	50,425	106,720	52,462	4,916	53,360
篁外2	杭州	50%	未定	54,061	108,122	75,300	6,964	54,061
都市华庭	宁波	100%	2009.4	55,817	94,889	32,485	3,424	94,889
隐寓	杭州	100%	2009.9	36,131	121,633	147,600	12,135	121,633
太阳城后期	苏州	100%	未定	440,657	793,182	138,285	1,460	793,182
太阳城1期	苏州	100%	2009.1	85,400	153,720		1,460	153,720
华晨北地块	宁波	100%	准备动工	176,005	237,607	143,997	6,060	237,607
锦绣东城	宁波	100%	2007.2	94,697	204,546	61,940	3,028	204,546
湖景花园	宁波	100%	2007.11	53,214	106,428	40,464	3,802	106,428
未来城三、四期	苏州	100%	2008.1		180,000		3,072	180,000
未来城五期	苏州	100%	2009.10	60,916	108,169		3,072	108,169
比华利二期	宁波	100%	2009.10	95,983	34,208		2,136	34,208
香湖丹堤一期	慈溪	100%	2007.12		68,000		484	68,000
香湖丹堤二期	慈溪	100%	未定	109,571	84,778		448	84,778
香湖丹堤三期	慈溪	100%	未定	59,562	42,654		592	42,654
清枫华景园	绍兴	65%	2009.4	186,746	209,836	22,800	1,087	136,394
都市丽湾	宁波	100%	2007.12	22,329	33,500		3,617	33,500
合计				2,264,656	3,442,716	1,380,856		3,261,853

数据来源：公司公告 方正证券研究中心（不包括2009年结算项目及零散项目）

公司目前在建项目14个（不含2009年结算项目），权益建筑面积约148万平方米，已开始预售项目的销售情况普遍较好，预计2009年预售金额达到80亿元，年底的预收账款将超过80亿元。

图表9 房地产业务销售及结算情况

项目	2006年	2007年	2008年	2009E
预收账款（亿元）	22.94	54.86	55.35	84.02
销售金额（亿元）	25.54	53.77	35.15	80
结算金额（亿元）	19.27	21.85	34.66	51.32

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

锦绣东城：2008年12月开盘，建筑面积20万平方米，均价13000元每平方米，已售罄，2010年结算。

湖景花园：2008年6月开盘，建筑面积10.6万平方米，均价20000元每平方米，基本售罄，2010年结算。

都市丽湾：2008年9月开盘，建筑面积3.35万平方米，均价8000元每平方米，已售罄，2010年结算。

香湖丹堤一期：2008年8月开盘，建筑面积6.8万平方米，均价8500元每平方米，基本售罄，2010年结算。

太阳城1期：2009年5月开盘，均价从5000元每平方米上涨至目前8000元每平方米，已推出房源仅剩几套，总建筑面积15万平方米，预计在2011年交付。

都市华庭：2009 年 10 月开盘，推出 50 多套别墅全部售完，均价 16000-17000 元每平米，总建筑面积 9 万平方米，预计高层在年底前推出，2010-2011 年交付。

篁外 1 期：2009 年 9 月开盘，推出 34 套排屋，现仅剩 2 套，均价 25000 元每平米以上，总建筑面积 10 万平方米，高层将于明年推出，2010 年交付。

苏州未来城三、四期：2009 年 8 月开盘，全部售罄，均价 6500 元每平米，建筑面积 18 万平米，2010 年 5 月交付。

四、股权投资硕果累累

2006-2008 年，公司通过证券投资获得净收益 21.6 亿元，占这三年合计净利润的 40%以上，证券投资收益已成为公司利润的主要来源之一。2009 年前 3 季度公司通过减持可供出售金融资产实现收益 8.5 亿元，占净利润的 55.6%。

公司目前的证券投资已经非常专业，凯石投资作为其专业咨询机构，主要为公司寻找合适的一级半市场投资标的。2009 年，公司参与了浦发银行、首开股份、中天科技、荣信股份、安泰集团等 5 家上市公司非公开增发，初始投资金额超过 27 亿元，其中，投资浦发银行约 17.6 亿元、投资首开股份约 6 亿元，这 5 家公司的投资目前均是正收益，账面浮盈已经超过 12 亿元。

图表 10 公司持有上市公司股票增值情况

公司	持股数	持股比例	每股成本	最新价格	持股成本	最新市值	增值
金马股份	26,570,000	8.38%	4.671	7.07	124,108,470	187,849,900	63,741,430
海通证券	67,480,000	0.82%	9.58	16.55	646,458,400	1,116,794,000	470,335,600
中信证券	131,603,460	1.98%	0.86	29.81	112,885,098	3,923,099,143	3,810,214,044
宁波银行	179,000,000	7.16%	1.01	14.43	181,550,000	2,582,970,000	2,401,420,000
广博股份	32,646,200	14.90%	0.30	10	9,832,000	326,462,000	316,630,000
中天科技	9,000,000	2.81%	8.60	25.63	77,400,000	230,670,000	153,270,000
首开股份	42,900,000	3.73%	13.96	23.91	598,884,000	1,025,739,000	426,855,000
浦发银行	106,027,727	1.20%	16.59	22.06	1,758,999,991	2,338,971,658	579,971,667
宜科科技	25,958,475	12.84%	0.73	8.27	18,901,304	214,676,588	195,775,284
荣信股份	6,000,000	2.68%	27.08	37.99	162,480,000	227,940,000	65,460,000
安泰集团	20,000,000	1.99%	6.50	9.17	130,000,000	183,400,000	53,400,000
合计					3,821,499,263	12,358,572,288	8,537,073,025

数据来源：公司公告 方正证券研究中心（最新价格为 2009 年 12 月 1 日收盘价）

由于 2008 年证券市场低迷，公司持有的海通证券和金马股份的股价持续下跌，公司在 2008 年底计提资产减值损失 13 亿元，让浮亏变成实际亏损，使得其金马股份和海通证券的持股成本下降，从而在 2009 年又开始实现账面浮盈。

目前按持股成本计算的公司股票投资成本为 38 亿元，而按 2009 年 12 月 1 日收盘价计算的市值为 123 亿元，投资增值 85 亿元，增值率高达 223%，按市值计算的每股价值为 5.55 元。

五、盈利预测及估值：给予“买入”评级

1、纺织服装业务

假设条件：衬衫业务随着国外需求恢复及新马业务整合效果的体现，销售逐渐企稳并恢复增长，2009-2011 年的增速分别为-18%、0、5%，毛利率每年小幅增长 0.5%。休闲服和西服主要是内销，预计未来几年的增速和毛利率相对稳定。梭织布业务受需求下降的影响也逐渐减小，毛利率保持相对稳定。

通过测算，纺织服装业务 2009-2011 年的净利润分别为 6.2 亿元、6.82 亿元、7.84 亿元，每股收益分别为 0.28、0.31、0.35 元。

图表 11 纺织服装分产品收入、毛利率及利润预测

分产品（亿元）	2009 年	2010 年	2011 年
衬衫	25.63	25.63	26.91
同比	-18%	0%	5%
毛利率	30%	30.50%	31.00%
休闲服	20.29	24.35	29.22
同比	22%	20%	20%
毛利率	35%	35%	35%
西服	11.37	12.11	12.90
同比	6.50%	6.50%	6.50%
毛利率	59.50%	59.50%	59.50%
梭织布	10.14	9.63	10.11
同比	-20%	-5%	5%
毛利率	14%	14%	14%
合计毛利	22.98	24.89	27.66
综合毛利率	34.08%	34.71%	34.95%
合计净利润	6.20	6.82	7.84
综合净利率	9.20%	9.51%	9.91%

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

2、房地产业务

根据公司房地产项目的开竣工进度及预售情况，我们对公司 2009-2011 年的结算项目进行预测，房价根据房屋类型及周边房价综合考虑，毛利率根据楼面地价及建造成本综合预测，为谨慎起见，不考虑房价未来的增长。

预计 2009-2011 年公司房地产结算收入分别为 51 亿元、62 亿元、92 亿元，而综合毛利率由于土地成本较高，呈现逐年下降的趋势，2009-2011 年的综合毛利率分别为 40%、35%、30%，毛利分别为 20.8 亿元、22.2 亿元、27.4 亿元。

图表 12 公司房地产项目结算进度、收入及毛利率预测表

项目	结算面积(万平方米)			结算均价(元)			结算收入(亿元)			毛利率			贡献毛利(亿元)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
零散项目							1.82	3	3	40%	35%	35%	0.73	1.05	1.05
未来城二期	11			5100			5.61			25%			1.4		
世纪花园	20			8250			16.5			35%			5.8		
比华利一期	7.9			5300			4.2			42%			1.75		
溪林春天三期	5			4400			2.2			30%			0.66		
都市森林二期	8.8			12500			11			50%			5.5		
香颂湾	6.9			14500			10			50%			5		
锦绣东城		20			9000			18			25%			4.5	
未来城三四期		18			6500			11.7			25%			2.9	
香湖丹堤一期		6			8000			4.8			50%			2.4	
都市丽湾		3			8000			2.4			25%			0.6	
湖景花园		10			20000			20			50%			10	
清枫华景园		5	10		5000	5500		2.5	5.5		30%	33%		0.75	1.8
北郊路地块			5			25000			12.5			25%			3.1
西溪晴雪			8			20000			16			28%			4.5
隐寓			8			30000			24			30%			7.2
太阳城 1 期			10			7000			7			35%			2.45
未来城五期			8			8500			6.8			30%			2.04
比华利二期			3			6000			1.8			30%			0.54
华晨北			12			16000			19.2			30%			5.76
合计	59.6	62	64				51.32	62.4	92.8	40.6%	35.6%	29.5%	20.83	22.23	27.41

数据来源：方正证券研究中心

图表 13 公司房地产业务收入及利润预测表

项目	2009E	2010E	2011E
收入	51.32	62.40	95.80
收入增长率	48.37%	21.59%	53.53%
毛利	20.83	22.23	28.46
净利润	8.72	9.98	13.41
净利率	17.00%	16.00%	14.00%
净利润增长率	11.85%	14.44%	34.33%
EPS	0.39	0.45	0.60

数据来源：方正证券研究中心

2009-2011 年公司的房地产业务收入将大幅增长，复合增长率高达 40%，由于消化高价土地成本的制约，导致其净利润的增长速度要低于收入增长，但复合增长率也能达到 20%左右。预计 2009-2011 年公司房地产业务的 EPS 分别为 0.39、0.45、0.6 元。

3、分业务估值

纺织服装：纺织服装板块 2010 年的动态 PE 估值为 27 倍，保守给予公司纺织服装业务 25 倍 PE，对应 2010 年 0.31 元 EPS 的每股价值约为 7.7 元。

房地产：房地产板块 2010 年的动态 PE 估值为 22 倍，保守给予公司房地产业务 20 倍 PE，对应 2010 年 0.45 元 EPS 的每股价值约为 9 元。

证券投资：按 2009 年 12 月 1 日收盘价计算的公司证券投资市值为 123 亿元，对应每股价值约为 5.5 元。

在不考虑公司其他长期股权投资约 9 亿元的情况下，公司合理的每股价值应当为 22.2 元，即使考虑到公司的主业多元化，在估值上给予一定折价，折价 10%以后的价值也约为 20 元，而目前公司市场价格不到 15 元，我们认为公司的价值被严重低估，首次给予“买入”评级。

图表 14 公司预测财务报表

利润表 (亿元)	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表 (亿元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	107.8	121.8	136.1	176.9	经营活动产生的现金流				
营业成本、税金	71.7	80.6	92.0	121.0	净利润	17.9	21.4	16.8	21.3
其他业务利润	(14.1)	(0.0)	1.2	0.8	少数股东权益	14.1	1.4	1.1	1.4
销售费用	9.8	10.4	10.9	14.2	折旧及摊销	4.1	4.1	5.1	5.8
管理费用	8.0	8.1	8.4	9.2	坏帐准备	0.0	(0.0)	0.0	0.2
财务费用	4.5	2.9	2.8	3.0	应收帐款的减少/(增加)	20.3	(1.2)	(0.1)	(2.6)
营业利润	(0.3)	19.8	23.2	30.3	存货的减少/(增加)	(50.0)	7.2	(17.1)	(46.6)
投资收益	22.2	11.0	0.0	0.0	其他流动资产的减少	0.0	(7.9)	(2.9)	(8.2)
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0	其他长期资产的减少/(增加)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
营业外收支	1.8	1.0	1.0	1.0	应付帐款的增加/(减少)	20.4	0.4	1.4	3.9
利润总额	23.8	31.8	24.2	31.3	其他流动负债的增加/(减少)	4.6	10.1	11.2	32.3
减:所得税	5.8	7.6	5.3	7.2	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	2.1	2.8	2.1	2.7	其它	(14.9)	0.0	0.0	0.0
净利润	15.8	21.4	16.8	21.3	经营活动产生的现金流净额	16.5	35.5	15.5	7.5
					投资活动产生的现金流				
资产负债表 (亿元)	2008	2009E	2010E	2011E	收回投资与投资收益	35.3	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	39.8	40.0	41.0	42.0	资本投资	44.0	22.8	13.7	14.5
应收帐款净额	14.4	15.6	15.7	18.1	其它	19.0	0.0	0.0	0.0
存货净额	133.3	126.1	143.2	189.8	投资活动产生的现金流净额	(27.7)	(22.8)	(13.7)	(14.5)
其他流动资产	16.5	24.4	27.2	35.4	筹资活动产生的现金流				
流动资产合计	204.0	206.1	227.1	285.3	股权融资	0.6	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	48.8	67.6	76.5	85.4	支付股利	18.8	10.7	8.4	10.7
无形资产	4.5	4.3	4.1	3.9	银行贷款的净增加	44.6	(1.9)	7.6	18.7
长期投资及其他	59.0	84.0	94.0	104.0	其它	(3.0)	0.0	0.0	0.0
资产总计	316.3	337.0	366.7	433.5	筹资活动产生的现金流净额	29.5	(12.5)	(0.8)	8.0
短期借款	83.4	71.6	69.2	77.8	现金的净流入/(净流出)	17.7	0.2	1.0	1.0
应付帐款	10.1	10.5	11.9	15.8	现金期初余额	21.9	39.8	40.0	41.0
其他流动负债	84.9	95.0	106.2	138.5	现金期末余额	39.6	40.0	41.0	42.0
流动负债合计	178.5	177.1	187.3	232.1					
长期借款	23.4	33.4	43.4	53.4	主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
其他长期负债	15.4	15.4	15.4	15.4	ROE	17.6%	21.2%	15.4%	17.8%
长期负债合计	38.8	48.8	58.8	68.8	ROA	5.0%	6.3%	4.6%	4.9%
负债合计	217.2	225.8	246.1	300.9	已获利息倍数	4.06x	7.83x	8.96x	10.67x
少数股东权益	9.0	10.4	11.4	12.8	资产负债率	68.7%	67.0%	67.1%	69.4%
股东权益	90.1	125.8	144.2	164.8	流动比率	1.14	1.16	1.21	1.23
负债和股东权益总计	316.3	337.0	366.7	433.5	固定资产/总资产	15.4%	20.1%	20.9%	19.7%

数据来源：方正证券研究中心（未考量 2010、2011 年出售可供金融资产的投资收益）

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话：	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真：	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com