

价值被低估的多元化蓝筹企业

研究结论

- 公司 09 年主营收入和净利润分别增长 14.57% 和 106.18%，每股收益为 1.47 元。09 年主营收入的同比增长主要来自于房地产业务确认收入的增长，盈利高速增长除了房地产业务盈利快速增长外，资产减值损失同比大幅减少也是一个主因（08 年计提了海通的减值准备）。
- 年报显示，公司盈利构成中，股权投资收益占近 50%，房地产占 37% 左右，纺织服装占 13% 左右。
- 年报显示，公司 09 年服装出口受到金融危机的影响，服装总收入出现了小幅下降，但服装内销仍保持 18% 的持续增速。09 年受益于各种原材料成本的相对低位，公司服装和纺织业务毛利率同比均有所上升。
- 年报显示，公司服装业务正在由半制造型半品牌型进一步向品牌零售型转变，公司目前已经形成了 5 大品牌系列。其中 09 年新推出的绿标雅戈尔和汉麻世家得到了市场的积极反馈，我们预计 2010 年这两个新品牌加强投入和加快渠道扩张是公司服装业务的重点工作之一。我们预计公司的品牌服装业务未来有望保持 15%—20% 左右的持续增速，而出口业务随着行业的复苏订单也明显回升，特别是随着新马产能向内地的逐步转移，公司出口业务盈利能力也有望得到提升。
- 年报显示，09 年底公司房地产预收款高达 77 亿元。据悉公司 09 年底在建和待建建筑面积高达 420 万平方米。根据目前的土地储备和开发情况，我们认为未来 3—5 年公司房地产业务销售收入将保持持续上升态势。
- 年报显示，09 年末公司可供出售金融资产和交易性金融资产总计 120 亿元左右。我们判断后续以定增为主包括 PE 项目的股权投资及抛售将是公司的一项常态业务，基本保持滚动开发态势。
- 由于房产收入确认和股权抛售的时间不确定性，公司未来的盈利具有很大的弹性。在不考虑后续股权抛售的情况下，假设公司 2010—2012 年房产收入分别为 60 亿元、80 亿元和 100 亿元的情况下，我们预计公司 2010—2012 年的经常性每股收益分别为 0.80 元、1.03 元和 1.27 元。其中纺织服装每股盈利分别 0.24 元、0.28 元和 0.33 元，房地产业务每股盈利分别为 0.56 元、0.75 元和 0.94 元。
- 对于公司的估值应分部考虑，以 2010 年盈利预测为例，纺织服装给予 20 倍估值，房地产与可比公司滨江集团（002244）为参照，从 09 年的收入、盈利和土地储备看，即使考虑地段差异，公司的地产市值应是 1.2 个滨江集团，对应每股价值为 9.43 元，再加上目前的金融资产市值即使以 70% 折价，对应每股价值为 3.77 元，公司的合理价值至少在 18 元左右，这部分估值还没有考虑公司自有商铺的大幅升值，维持“增持”评级。
- 提示：关注公司可能的业务分拆（立）和房地产的政策风险。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持（维持）**

股价（2010 年 3 月 24 日） 15.04 元

目标价格（6 个月） 18 元

总股本/A 股（万股） 222661/143069

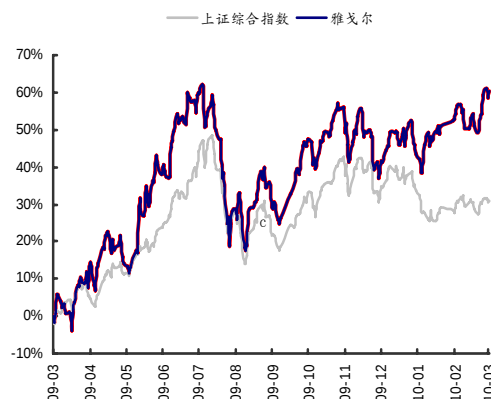
A 股市值（百万元） 22032.63

国家/地区 **中国**

行业 **纺织服装**

报告日期 **2010 年 3 月 24 日**

股价表现



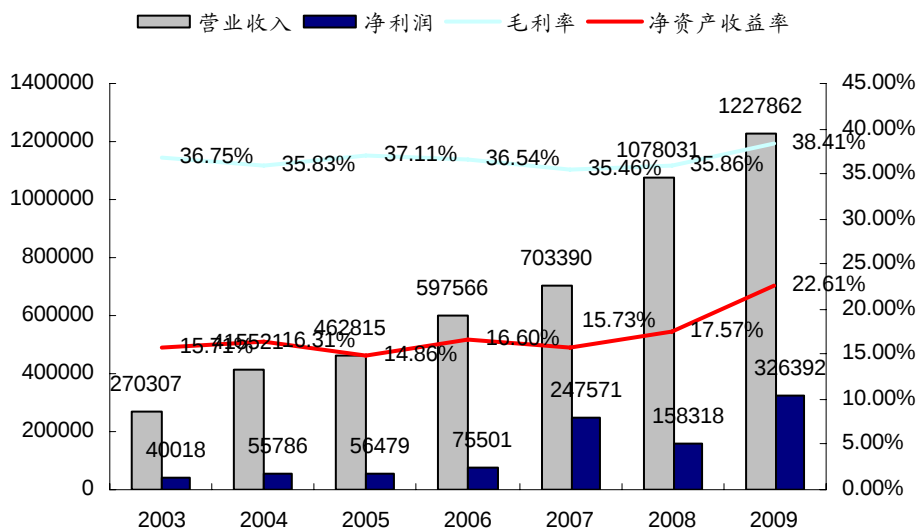
评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.76	14.71	54.86
相对表现 (%)	1.42	15.39	23.55

资料来源：WIND

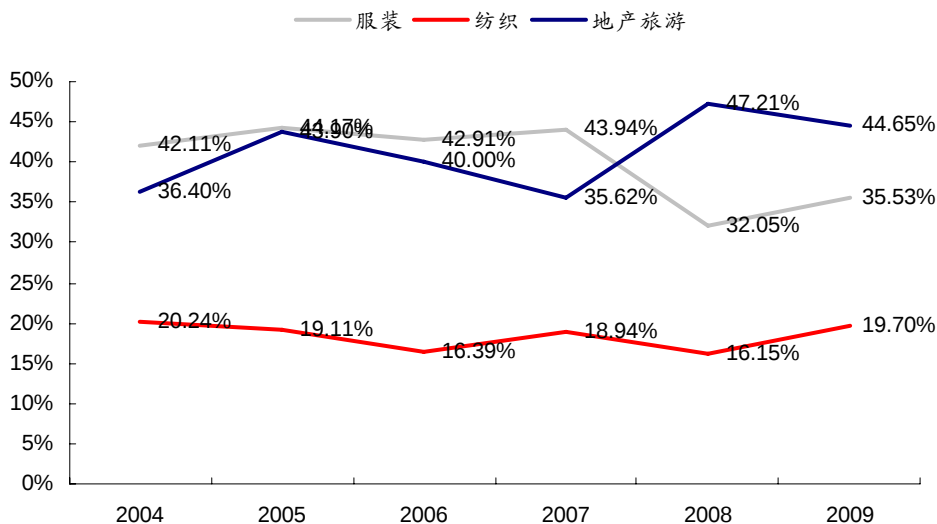
财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	12279	13960	17002	20163
营业利润（百万）	4140	2380	3050	3731
净利润（百万）	3264	1771	2296	2825
EBITDA（百万）	4901	3260	3970	4686
每股收益（元）	1.47	0.80	1.03	1.27
净资产收益率 (%)	22.6	11.8	13.2	14.0
每股经营现金流（元）	0.53	0.85	0.44	0.57
市盈率(X)	10.51	19.37	14.94	12.14
EV/EBITDA(X)	6	10	8	7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

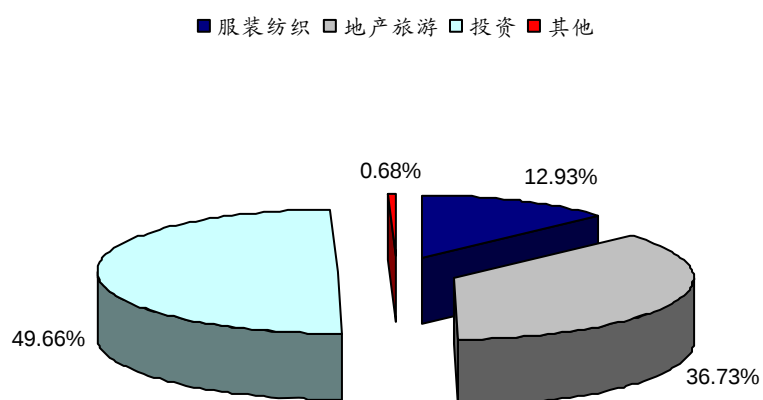
图 1：公司历年经营业绩


资料来源：公司公告 东方证券研究所

图 2：公司三大实体业务毛利率情况


资料来源：公司公告 东方证券研究所

图 3：公司 2009 年盈利构成



资料来源：公司公告 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（雅戈尔（600177））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	23694	26115	31423	38351	营业收入	12279	13960	17002	20163
现金	2103	2771	3110	4921	营业成本	7563	8735	10565	12479
应收账款	667	773	991	1144	营业税金及附加	350	307	374	444
其它应收款	1329	1351	1646	1952	营业费用	1098	1214	1479	1754
预付账款	433	489	595	706	管理费用	813	907	1105	1311
存货	18257	20726	25077	29623	财务费用	301	401	418	435
其他	905	4	5	6	资产减值损失	28	20	20	20
非流动资产	18240	19096	19393	19052	公允价值变动收益	35	0	0	0
长期投资	1342	1400	1400	1400	投资净收益	1979	10	10	10
固定资产	4637	4524	4297	4005	营业利润	4140	2384	3050	3731
无形资产	368	354	340	325	营业外收入	61	70	70	70
其他	11894	12817	13356	13321	营业外支出	103	30	30	30
资产总计	41934	45210	50816	57403	利润总额	4098	2424	3090	3771
流动负债	20741	22823	25534	28829	所得税	603	412	541	679
短期借款	8208	9000	9450	10395	净利润	3494	2012	2549	3092
应付账款	467	542	655	774	少数股东损益	230	242	254	267
其他	12066	13281	15429	17660	归属母公司净利润	3264	1771	2296	2825
非流动负债	5620	5941	6287	6487	EBITDA	4901	3260	3970	4686
长期借款	3389	3489	3589	3789	EPS（元）	1.47	0.80	1.03	1.27
其他	2231	2452	2698	2698					
负债合计	26361	28764	31820	35315					
少数股东权益	1139	1380	1634	1901	主要财务比率				
股本	2227	2227	2227	2227	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	5177	5177	5177	5177	成长能力				
留存收益	7116	7662	9958	12783	营业收入	13.9%	13.7%	21.8%	18.6%
归属母公司股东权益	14435	15066	17361	20187	营业利润	88.7%	-42.4%	27.9%	22.3%
负债和股东权益	41934	45210	50816	57403	归属于母公司净利润	106.2%	-45.8%	29.7%	23.1%
					润				
现金流量表					获利能力				
单位:百万元					毛利率	38.4%	37.4%	37.9%	38.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率	26.6%	12.7%	13.5%	14.0%
经营活动现金流	1185	1901	984	1259	ROE	22.6%	11.8%	13.2%	14.0%
净利润	3494	2012	2549	3092					
折旧摊销	460	474	502	521	偿债能力				
财务费用	301	401	418	435	资产负债率	62.9%	63.6%	62.6%	61.5%
投资损失	-1979	-10	-10	-10	净负债比率	45.69%	44.81%	42.23%	41.30%
营运资金变动	-874	-1463	-2807	-2873	流动比率	1.14	1.14	1.23	1.33
其它	-218	486	332	94	速动比率	0.25	0.23	0.24	0.29
投资活动现金流	-2993	-452	-779	-160	营运能力				
资本支出	639	150	150	150	总资产周转率	0.33	0.32	0.35	0.37
长期投资	-1986	1186	619	0	应收账款周转率	16	19	19	18
其他	-4340	884	-10	-10	应付账款周转率	13.34	17.31	17.66	17.47
筹资活动现金流	-53	-780	134	712	每股指标（元）				
短期借款	752	792	450	945	每股收益(最新摊薄)	1.47	0.80	1.03	1.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.85	0.44	0.57
长期借款	1054	100	100	200	每股净资产(最新摊薄)	6.48	6.77	7.80	9.07
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2871	0	0	0	P/E	10.51	19.37	14.94	12.14
其他	-4731	-1673	-416	-433	P/B	2.38	2.28	1.98	1.70
现金净增加额	-1865	668	339	1811	EV/EBITDA	6	10	8	7

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn