



东兴证券
DONGXING SECURITIES

重资产模式下低风险、低估值的投资品种

2010年6月28日

强烈推荐/维持

纺织服装业

调研快报

——雅戈尔（600177）调研快报

银国宏	策略分析师	执业证书编号: s1480207120048	
程远	纺织服装行业分析师	010-6650 7313 13811494338	MSN:chengyuan0716@hotmail.com

事件:

近日,我们赴宁波调研了雅戈尔,就公司各项业务的发展与公司相关领导进行了了解和沟通。

问题 1: 公司品牌服装业务近况如何? 未来发展有何规划?

公司品牌服装业务目前拥有直营专卖店 465 家,该部分贡献收入占品牌服装总收入约 40%;拥有商场专柜 1027 家,贡献收入约 35%;拥有特许加盟专卖店 501 家,贡献收入约 10%;团体制装贡献收入 10%。公司目前渠道总面积约 20 万平,去除其中宿舍、仓库等辅助设施后的有效经营面积约 15 万平。公司拥有自有物业 140 家,当初耗资约 20 多亿取得,粗略估算目前价值约 70-80 亿。

今年 1—5 月品牌服装收入同比增 21%,净利润同比增逾 50%,其中销售量增长约 4%,价格涨幅 16%。预计未来净利润每年可保持 20%的增长速度,如果旗下的汉麻世家、GY、CEO 系列为来运作顺利,则还有超预期的空间。公司的汉麻产品使用的技术由国家总后研制成功,并指定雅戈尔作为唯一销售商。汉麻产品在吸汗性、透气性等方面具有较好的优势,符合人们追求健康生活的需求,在国外多为高端消费人群所青睐。目前该系列已有 5 家终端销售店面,公司计划未来几年内将终端销售网络扩至 50-100 家。公司 GY 系列与原有的蓝标系列相比在设计风格上更具时尚、休闲的气息,去年首次面世就迎来了市场的追捧,销售情况大超预期,去年贡献收入数千万,

另外,公司今年已将棉纺业务剥离出上市公司,目前上市公司仅以一般股东身份持有绵纺业务 35%的股权,未来毛纺业务股权也将予以处理,目前色织布、西装面料均有 50%从该关联方采购。

问题 2: 去年收购的香港星马公司情况如何?

受金融危机的影响,公司收购的星马公司去年亏损上亿元。今年公司将星马公司生产基地大范围转移,并计划将产能由去年的 4000 万件缩减至 3000 万件,原菲律宾产能转移至越南,原深圳、广州产能转移至重庆,产能转移后生产基地要素成本将大幅降低。星马公司在出口方面积累了较好的客户群优势,衬衫接单平均价格比原先公司接单价格高 2 美元左右,而其生产成本每件衬衫也比公司高约 2 美元。预计星马公司今年衬衫产量 3000 万件左右,平均税前单价可达 60 元左右,今年全年可实现盈亏平衡。

问题 3: 地产业务近况如何? 土地储备如何?

公司房地产今年销售依然火爆,上半年合同收入约 37 亿,预计今年全年可确认收入 60 亿元,毛利率可达 40%,全年贡献净利润 10-12 亿。公司目前在开发土地面积约 180 万平,待开发土地面积 400 多万平,其中权益面积约 360 万平。

问题 4：公司股权投资业务近况如何？

经过较长时间的积累，股权投资已经成为公司的一项重要产业。近年来，公司成功投资了宁波银行、中信证券等优质品种，公司偏好以参与增发的方式战略性地进行投资，收益情况相对稳定。

结论：

1. 低风险的稳健型投资标的。公司品牌服装业务采取了重资产的经营模式，终端渠道中绝大多数为自营店面，上游的生产设计环节也牢牢地把握在公司的手中。虽然公司品牌服装业务规模已较大，发展速度较为稳定，但我们认为，公司对终端销售的把握能力以及对制造环节的控制能力造就了其特有的优势，即抗风险能力强。公司地产业务在宁波以及周边的城市已具有极高的品牌优势，议价能力强，而公司充裕的现金流和近百亿市值的股权投资则可充分抵御现金流风险。

2. 盈利预测与投资评级：强烈推荐我们预计公司品牌服装今年实现净利润 6 亿元，未来 5 年可保持 15-20% 的增速，给予 25 倍的 PE，折合 150 亿市值；预计公司地产业务今年实现净利润 12 亿元，基于目前不利的政策环境，暂给予 10 倍 PE，折合市值 120 亿元；股权投资业务账面价值约 90 亿元，基于我们对目前行情的判断，暂给予 10% 的折价，折合市值约 81 亿元。综合上述判断，我们认为公司目前合理估值应为市值 350 亿元左右，对应的股价为 15.7 元，给予“强烈推荐”的投资评级。

表 1：雅戈尔主要财务数据预测（不含股权投资）

百万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	12279	14000	16200
(+/-)%	13.9%	14.02%	15.71%
净利润	1633	1800	2100
(+/-)%	28.9%	10.23%	16.67%
每股净收益（元）	0.73	0.81	0.94

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，08 年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。