

# 雅戈尔年报启示录：中国经济三大领域均受煎熬

■ 柳九邦 李蕾 报道

涉足经济领域各个行业，这在某种程度上赋予了雅戈尔（600177.SH）中国经济“风向标”的意义。其直接参与经营的行业包括地产和服装生产，而以投资者身份参与的公司则更是覆盖面宽广，涵盖了银行、矿业等各个产业。

雅戈尔25日发布的2013年的财报则折射出，中国经济三大领域正在经受考验：人口红利的消失正在侵蚀传统制造业如服装领域的利润；退地造成的大额损失则提醒地产领域风险正在逐渐暴露；投资的矿业股给雅戈尔造成超过4亿的资产减值，则意味着煤炭等领域正在经历艰难时刻。

在转型时期，这些问题能否妥善解决，决定了中国经济这驾马车能走多快、走多远。

## 地产：行业风险正在逐渐暴露

雅戈尔去年营业收入151.67亿元，同比增长41.32%，归属于上市公司股东的净利润13.59亿元，同比下降14.88%。

和中报表现出的情况一样，在纺织服装和金融投资两大业务“疲软”的背景下，雅戈尔表现突出的地产业务支撑公司交出了一份还不错的成绩单。

雅戈尔地产板块实现营业收入9.865亿元，同比大增91.27%，累计实现预售收入147.83亿元，同比增长84.18%，公司在握的预收房款亦达到157.6亿元。

亿翰智库地产分析师张化东对记者表示，雅戈尔2013年报体现的主要还是2011和2012年的销售。雅戈尔2013年能够结转近100亿元的收入，说明公司地产业务的持续性还是很强。去年国内楼市火爆，这部分利润要等到2014年年报或2015年中报才能够体现。

其实，由于在上一轮楼市热潮中过于激进，雅戈尔手中的不少高价地成为“烫手山芋”，以至于公司近几年一直在做内部调整：一方面加速销售进度，去库存；另一方面，大幅减少公司拿地的数量。在国内楼市高歌猛进的2013年，雅戈尔仅仅斥资约26亿元拿下了五幅土地，这一数字还不到其去年预售金额的20%。

“雅戈尔明显在做调整。”张化东认为，这家公司去年拿地确实非常少，但结合公司自身状况以及目前的市场环境，雅戈尔显然做了一个正确的选择。

雅戈尔董秘刘新宇也承认，雅戈尔在过去一年确实比较谨慎，拿地的量不多，有些是和别的企业合作的，溢价率也不高。

雅戈尔也在有选择性地退出部分高价拿到的地，退掉申花地块给雅戈尔造成的损失达到了48亿元。

尽管将去库存当作一项重要任务，但数据显示，雅戈尔目前的整体库存依然高企，截至2013年底，雅戈尔的存货依然达到了226.45亿元，相比去年年初的234.73亿元下降并不明显。根据经验，雅戈尔存货



中绝大部分都来源于房地产业务，纺织服装仅占极小部分。

“存货高和公司的开发规模有关系，主要还是来源于地产业务，在建还未交付的工程也是归入存货的，公司去年的预售款达到157.6亿元，我们还要保证今后的可售货值，所以，存货是和公司的规模相匹配的。”刘新宇表示。

克而瑞上海机构研究总监薛建雄认为，雅戈尔目前还没有完全把2009-2010年拿的高价地完全消化掉，但这家公司的根基还是比较强的，目前还处于调整期，从去年的销售表现来看，未来几年至少地产板块的利润是有保障的。

## 服装制造：人口红利消失侵蚀利润

与其他板块相比，雅戈尔的服装主业尽管看上去要平稳许多，但也是暗藏危机。

2013年度，整个服装行业仍然保持着较为低迷的状态。最先出现库存问题的运动品牌经过惨烈的“库存清理战”或已率先走出谷底，安踏等品牌的订货会金额已经连续三个季度实现增长。资深服装专家程伟雄表示，紧随其后进入调整期的就是男装、女装等细分品类，而2013年也确实成为不少男装品牌业绩下滑、库存增加的“低谷期”。

相比之下，2013年度雅戈尔品牌服装的营收为42.7亿元，较上年同期微增4.57%，似乎并无大碍，但该项业务的净利润仅为6.44亿元，同比大降21.37%。

人口红利的消失正在侵蚀服装制造领域利润。雅戈尔方面称服装领域利润下降是“受到人力成本上涨以及所得税税负增

加等因素的综合影响”。

“在其他老牌服装品牌都在积极进行转型的时候，雅戈尔的品牌定位感觉还停留在10年之前，更为严重的是他们也没有非常明确的转型意识，给人留下更多的是‘自我感觉良好’。”说起雅戈尔服装的现状，接受采访的业内人士直言。

为拓展西服、衬衫以外的市场，雅戈尔早在2008年就与美国男装品牌哈特·马克斯(Hart Schaffner Marx)签订了为期20年的代理合同，此后还推出了定位于年轻时尚人群的自有男装品牌GY，但二者无论是知名度还是销售额均未对雅戈尔的服装板块带来太大收益。雅戈尔旗下还有主攻高端正装和休闲服饰的品牌MAYOR以及以亚麻材料为主的“汉麻世家”，但其体量相对较小，目前还无法对雅戈尔达到“业绩贡献”的目标。

“雅戈尔摊子铺得不小，但都没有太下功夫去经营，这和它把重心放在地产、投资等其他业务上不无关系。什么都想做的结果就是，到最后摊子铺得越大反而负担越重。”该人士直言。

2013年，雅戈尔放缓了自营网点开设的速度，开始侧重于渠道结构的优化调整，强化重点商场的进驻与拓展。截至报告期末，其店铺数量增加了216家至2935家。“雅戈尔已经注意到了这一问题，但仅仅是渠道方面的调整还是远远不够，品牌定位得放到第一，要下决心、花精力去进行转型升级，不然后面会出现更大的危险。”上述负责人表示。

## 矿业：资源行业成“敞履”

雅戈尔旗下的投资业务，也已从风光

无限的“现金奶牛”变成一块“烫手山芋”。这折射出中国经济下行周期中，矿业领域遭遇的困境。

由于部分投资项目的公允价值发生较大幅度下降，雅戈尔对所持有的中金黄金和山煤国际的股份计提资产减值准备4.27亿元，致使当期净利润亏损4.89亿元。截至2013年底，雅戈尔持有的可供出售金融资产的市值为65.17亿元，浮盈约12亿元。

2011年8月，雅戈尔全资子公司宁波青春投资有限公司投资3.89亿元，以24.97元/股的价格认购中金黄金非公开发行1560万股股份。2012年8月，中金黄金实施以资本公积向全体股东每10股转增5股的利润分配方案。至此公司持有中金黄金2340万股股份。

2013年度，雅戈尔减持部分中金黄金股份，截至2013年底，公司尚持有中金黄金1500万股股份，成本价为16.65元/股。鉴于中金黄金的公允价值发生较大幅度下降，雅戈尔预期这种下降趋势属于非暂时性的，决定对所持有的中金黄金股份计提资产减值准备。按照8.55元/股的期末市价，雅戈尔为此计提了约121亿元的减值准备。

无独有偶，雅戈尔投资山煤国际一役也遭遇了滑铁卢，公司亦为此付出重大代价，即计提了约3.06亿元的减值准备。

在投资多个周期性行业遭遇重大损失后，雅戈尔也开始调整自己的投资思路，雅戈尔在年报中表示，在投资业务方面，雅戈尔正逐步由金融投资向产业投资过渡转型。公司根据分期付款的安排，出资12亿元，累计出资30亿元认购北京国联能源产业基金，参与中石油的西气东输三线管道项目；出资3.4亿元，受让银联商务有限公司4%的出资份额。

# 不罚息红利或将终结 3000亿余额宝恐谋出路

■ 宁夏 报道

货币基金投资协议存款“提前支取不罚息”的红利，很快或将终结。

3月24日，央行接受新华社采访时称，不允许存在提前支取存款或提前终止服务，仍按原约定定期限利率计息或标准收费等不合理的合同条款。

若提前支取协议存款不罚息正式执行，货币基金的资产结构将要大幅调整。

## 资产结构大调整

“现在还没看到正式公文，也没有收到银行的正式通知。但这政策应该很快就要执行，央行在媒体的讲话相当于吹风。”华南一位管理80亿左右规模的货币基金经理表示。

随着协存不罚息政策的执行，基金经理将要把调整货币基金的资产配置。

“如果严格执行提前支取需要罚息的条款，货币基金投资存款的比例要降至30%。”一家大型基金公司的固定收益部总监陈晨(化名)介绍，证监会规定货币基金投资存款的比例不能超过基金资产30%。但也留了一道“口子”，如果合同中有“提前支取不用罚息”这一条款的存款，即可不受这一规定限制。

正是有这一条规定，2012年以后，很多货币基金投资存款的比例突破30%的限制，直接达到50%-90%。

但若是未来取消这一政策，意味着货币基金投资存款的比例要重新回到30%。很多货币基金的资金将从协议存款中流出，转而配置短融、央票、金融债等其他资产。

“我们现在的货币基金超过1000亿元，这其中有700亿元的资金要重新配置资产。”陈晨表示，余额宝的资产调整压力

会最为突出，其资产规模达到5000亿元，投资存款的比例从90%下降至30%，相当于有3000亿的资金需要去买债。

除了需要调整资产类别外，货币基金还要调整协议存款的期限。

“以前货币基金投资存款有提前支取不用罚息这一期权，相当于有政策兜底，投资上倾向于安排一些期限比较长、收益较高的协议存款。但现在特权取消了，就得重新安排存款的期限。”前述华南货币基金经理表示。

据这位华南货基经理介绍，目前其管理的货币基金投资协议存款的平均期限为3-4个月，但未来会将期限控制在1个月内，不敢再投长周期的定存。而短期协存收益将更低。

## 收益率大幅下降

伴随着资产结构大调整，货币基金的收益率会大幅下降。但其收益率的下降幅度跟基金资产规模、持仓结构和基金经理的交易能力密切相关。

“目前收益率与存款相当的资产是短融，半年以上期限的短融收益率达到5%以上。但其市场容量相对有限，对基金经理的交易能力和研究能力是很大考验。”陈晨认为，若货币基金规模只有50亿左右，基金经理有一定交易经验，其货基的收益率不至于大幅下降。

一位管理80亿元左右货基经理告诉记者，其测算货币基金资产调整后，会造成货币基金收益率下降50-100BP，即其7日年化收益率从5%降至4%左右。但对于资产规模近千亿的货币基金而言，收益下降还不止这个数。

这是因为目前短融市场的总规模只有1万亿，对于资产规模超过1000亿的货币

基金而言，不太可能大规模配置短融。

“1000亿的规模中，有700亿元要去买短融，还是有些难度。”陈晨透露，买短融对基金公司的投研团队、交易能力是一大挑战，其所在公司固收有40多人的团队，但也不一定买到这么多的量。

在业内看来，对余额宝而言，将3000亿元资金都买短融，更是不可能完成的挑战。

“余额宝中3000亿资金从存款流出来，只能配央票、国债和金融债，才能补齐存款下降的量，但收益率会大幅降低，降幅肯定不止100BP。”陈晨介绍，一年期存款的收益率是5.9%-6%，但一年期央票、国债的收益率分别是3.53%、3.12%，金融债的收益率是4%。

在业内看来，协存政策红利的取消将让货基的收益下降50BP以上。而在政策变化和市场的两相冲击下，业内预期二季度收益率实际下降的幅度预计并不止此。

“一季度货币基金年化收益率高，是吃年初的老本。现在资金利率比较宽松，协议存款的利率比较低，二季度货基收益率还会持续下降。”上海一位货币基金经理指出，近期货币基金7日年化收益率是5%，预计二季度会降至4%左右。一些规模较大的货币基金，甚至会降至3.5%以下。

## 赎回或超5成

对基金经理而言，紧接着要面对的就是收益下降带来的赎回潮。业内预计，这会是一个系统性风险。

“货币基金一直是当作投资品，而不是看成流动性管理工具。”华夏基金一位人士介绍，华夏活期通的户均规模达到几万元，他们对投资者调查后得出的结论是客户最

看重的是收益率。

一家大型基金公司的基金经理指出，基金公司将货币基金与活期存款进行比较，但投资者是将其与银行的理财产品进行对比。2013年，银行理财产品的收益率维持在5%-6%，而货币基金的7日年化收益率达到7%。这驱使很多客户由银行理财产品转到货币基金。

“我自己去年也是由买理财产品转到买货币基金。”前述大型基金公司基金经理介绍，近期货币基金收益率下降，但银行理财产品的收益率还是维持在5%-6%，因此，其近期又将货基转为买银行理财产品。

当未来货币基金的收益率下降，必然会有一些客户会回流到银行理财产品。“今年以来，有很多几十万的高净值客户流向余额宝，理财通等这些货币基金。这批客户有90%的概率会流失，但散户的赎回量估计不会很大。”深圳一家大型基金公司货币基金经理分析，银行理财产品的起点是5万元，购买量几千元的个人投资者估计不会赎回货币基金。

基于这个分析，前述深圳大型基金公司货基经理认为，货币基金整个行业的规模会大幅缩水，赎回比例最高可能会达到50%。

一位业内人士透露，随着季末时点的来临，有些货币基金已出现赎回压力。

“近期有些货币基金的7日年化收益率达到8%，这是基金经理在主动释放收益，以吸引资金申购，降低规模的波动。”华南一家大型基金公司分管电商的副总裁指出，整体行业的货币基金规模净增长，但资金在货币基金之间的流动非常频繁。

他以东方财富网的天天基金平台为例，其保有的货币基金规模达到100亿元，但经常是A公司出现6亿赎回，B公司有7亿申购。

# 内地富豪降价甩卖香港豪宅

在楼市“辣招”的摧残下，香港房地产市场迎来了低谷和看空期。记者日前走访香港，发现不少在港持有房产的业主在抛售房产。“一方面是有些内地企业主缺钱，急需周转；另一方面，再持有香港物业短期也无法升值。做老板开公司的都重视现金流，等不起。”香港中环一家小型房产中介负责人李老板向记者解释抛售理由。由于当前行情不是太好，一般来说无利可图，不少业主宁愿亏5%-10%降价出货，期望尽快卖掉房子。

## 看不到升值空间

事实上，内地人甩卖在港物业，并非最新才有的新鲜案例。不过，近期出现了“割肉”离场现象，有卖家挂牌折价一成左右。据香港中原地产、美联物业等机构有关负责人日前向记者介绍，内地人来港置业已经不是高峰期，外国炒房客也大为减少。

“不少内地人出让在港物业，然而由于很多盘属于富人购入的高价大体量豪宅，总价近千万甚至上亿，接手的人也不多。”中原地产项目总经理黄韬如是告诉记者。

记者从尖沙咀一家地产经纪人获悉，由于当地地产经纪人都会读报和了解房地产业界的新闻，市场充满楼盘降价出售的消息。但这位经纪人认为，随着一手楼价降低，二手楼盘也随行就市，部分区域的确有“笋盘”折价出售。

此前据市场消息称，屯门珑门的底层一室交易价为515万港元，而该业主在2012年10月是以460.2万港元购入，而在交易之后扣除各项费用，其所得几乎与投资平手。

不过该位经纪人称，部分紧急售楼的业主估计是投资者，由于资金紧张而抛售。今年2月，香港出现了第一宗违约楼盘事件。据媒体报道，来自内地的孙姓业主在2011年以2080万港元的价格，买入西九龙大角咀帝○·皇殿。该笔交易由中国银行承办按揭，到2012年8月，同样来自内地的一名YAO姓人士为业主做二次按揭贷款，直至2013年12月，该单位被管理公司追讨管理费，最终在未能完成房贷的情况下，银行将该单位没收，上月以2810万港元成交。

“一方面是有些内地企业主缺钱，急需周转；另一方面，再持有香港物业短期也无法升值。做老板开公司的都重视现金流，等不起。”香港中环一家小型房产中介负责人李老板向记者解释抛售理由。

据香港博盛资本研究员雷拯夏分析，在香港政府税费打压之下，外国人以及内地人来港置业已经不盛行，而且交易和持有型税费都比较高，加上短期内已看不到升值空间，因此有物业而进行甩卖的人也在增多。

据路透社消息，香港对境外买家征收高税前，内地富人购房占香港去年第三季度新豪宅成交总量的43%。

香港中原地产执行董事林淑萍告诉记者，不少内地业主“宁愿亏一点卖掉”。

另外有客户经理透露，部分内地业主遭遇资金流动性问题，日子不好过，所以要卖房套现。香港目前出售的房子中近1/3为内地人所有，较一年前增加20%。为尽快出手，许多人以低于市场均价5%-10%，甚至20%的价格出售。

目前，香港出售的房子中近1/3为内地人所有，较一年前增加20%。据中原地产透露，售价在3000万港元的豪宅非常受内地买家欢迎。为尽快出手，一些卖家给出低于市场均价5%至10%的价格，有甚者给出了20%的让价。

另外一家中小型房产代理机构客户经理表示，在过去几个月，愿意降价出售的卖家基本上都是内地卖家，这种举措很可能会影响到香港本地房地产市场。

## 香港住宅市场数次回调

黄良升向记者介绍，同期一手楼市减价促销，又吸引更多内地买家投入香港楼市。纵观香港楼市内地买家数量仍然大幅高于卖家数量，内地资金流入香港楼市并未终结。以大型开发商中海地产开发的楼盘为例，2012年，该楼盘首批出售的房屋中超过半数被内地人买走，售价介于1800万至6000万港元。

“中小型私人住宅市场估值的压力在渐渐增大，内地卖家比例亦有轻微上升，但没有明显上升的走势。”中原地产研究部介绍，发展商力主推售中小型住宅新盘，抢走二手楼市的换楼客，二手楼价受压下调。

从香港整体市场来看，内地个人卖家在中小型私人住宅市场所占比例长期偏低，占宗数由2007年的2%水平，历经七年后升到2013年接近4%的水平，也有所提高。

林淑萍向记者介绍，2013年全年，有较多内地个人卖家的屋苑包括名城25宗，2.04亿元；β出康城17宗，0.99亿元；嘉湖山庄14宗，0.43亿元；柏慧豪园12宗，0.43亿元；海滨南岸11宗，0.65亿元。她表示：“根据估计，内地来香港置业的人群中，大部分买家是以自用为主，其中不少人是香港永久性居民。”

高力国际住宅销售行政董事潘伟基介绍：“一些银行正迫在屁股后面要债，因此内地买家需要把资金转移回内地。同时，由于银行施加的压力太大，他们不得不打折出售。”

包括标普、渣打银行等不少机构均对今年的香港楼市不看好，鉴于税率和借贷成本双双上涨导致需求遇冷，多家机构预测香港房价今年将下跌一成左右。另外，中国内地的信贷环境也已收紧，行业内对金融风险的担忧逐渐升温。

(搜搜)