

雅戈尔 服装大王的资本“变脸”

雅戈尔(600177)是中国最大的服装企业,根据中国服装协会的数据,公司自2001年起利税成为行业第一,2002年收入也跃居榜首,此后一直保持着这个位置。1998年雅戈尔上市之后,开始了经营的多元化尝试,采取的是“六轮驱动”——服装、纺织、外贸、证券、房地产、基础设施等。而其中,除去服装主业之外,雅戈尔近年来两项最主要的对外投资——证券和地产,正在为其创造难以估量的新财富机会。

参股中信:墙内开花墙外香

作为巨资参股中信证券的第三大股东,雅戈尔目前持有中信证券18366万股,每股成本仅为1.74元,随着中信二级市场股价的大幅上涨和整个证券行业的复苏,雅戈尔对中信证券的股权投资加大了公司未来几年的业绩弹性。

早在1999年7、8月,中信公司等4家原股东和雅戈尔等40家企业法人、上海市拥军优属基金会等4家社会团体及实业法人共计48家发起人签订中信证券股份有限公司发起人协议,雅戈尔投资3.2亿元,以每股1.6元现金认购中信证券2亿股,占中信证券总股份的9.61%。随着2002年12月中信证券在上交所发行4亿股A股普通股,雅戈尔所占股份比例由9.61%稀释为8.06%。据2006年9月底的统计显示,雅戈尔持有中信证券12407.50万股,以2006年底中信证券收盘价(27.38元)计算,雅戈尔持有的中信证券股票市值近34亿元,而雅戈尔投资中信证券的账面余额仅为3亿元左右。中信证券一役,雅戈尔的市场形象彻底改变,一夜间从服装大王俨然变成了风险投资专家。

据统计,目前持股市值在前十名的上市公司中,除了中石化,雅戈尔排名第二。根据天同证券预测,未来三年,雅戈尔的年均复合增长率在20%以上,2006年前三季度公司主营收入和净利润同比分别增长了13.61%和49.78%,其中第三季度主营收入和净利润同比分别增长了35.99%和146.32%。第三季度盈利增幅大大超过收入增幅。预计公司2006、2007年EPS分别为0.39元和0.45元。公司合理估值应在7.2元附近,离目前股价仍有28%以上的上涨空间。

看齐长三角的区域开发商

雅戈尔在多元化的进程中,在大举进军上游纺织行业和下游服装销售行业之外,另一个不可小觑的策略是,将多元化的重点锁定在房地产上。

成立于1992年的雅戈尔置业,一直以来充当着雅戈尔叱咤地产行业的关键棋子。1998年雅戈尔上市,当年处于房地产低潮期的雅戈尔置业由于不具备上市价值,相关资产被剥离。1999年,雅戈尔借厂房搬迁,在原厂区重新启动地产项目。时值宁波地产升温,依仗原有的廉价土地储备,项目毛利一度高达四成以上。从此,雅戈尔品尝到了掘金地产的甜头。

2000年因为“东湖花园”项目的成功推出,雅戈尔成为了宁波当地开发商中首屈一指的企业。2002年雅戈尔以收购方式将雅戈尔置地装入上市公司。雅戈尔置地当年注册资本1.28亿元,但2005年的总资产已高达41亿元人民币,占雅戈尔集团总资产的1/3以上。从资源配置上判断,雅戈尔置业已成为了公司的顶梁柱。

2005年,雅戈尔置业实现销售收入13.3亿元人民币。2006年又先后在浙江宁波、台州和江苏苏州地区购买了137万平方米的地块,已开发和拟开发的建筑面积达到220万平方米,在国内的地产公司中已经达到中上规模。

随着项目的先后竣工,初步估计2006和2007年,雅戈尔置业仅凭几个大项目,每年的销售收入分别可以达到15亿—20亿元左右。“现在的目标是争取成为长三角的区域性开发商。”雅戈尔集团总经理蒋群表示,地产行业并非雅戈尔公司短期的利润增长源。(姚音)



雅戈尔自2001年起稳居中国服装行业利税第一 资料图

案例点评

交叉持股 融资新神话

除了雅戈尔,追随交叉持股获益这波行情的其他公司,也是不胜枚举。从11月份二级市场的交易情况看,219只交叉持股股票有129只股价实现上涨,占比达58.9%。

说起来十分有意思,人们从不怀疑雅戈尔是一个纺织服装企业,可细看数据,中信证券一役,18366万股为雅戈尔轻松挣得近34亿元市值;加上销售收入和利润的贡献却有1/3以上与房地产项目相关。相比之下,纺织服装俨然成了雅戈尔的“副业”。

与中国几乎所有成功的企业一样,面对“遍地是黄金”的中国市场,雅戈尔当年也义无反顾地进行了产

融多元化的扩张,采取的是“六轮驱动”——服装、纺织、外贸、证券、房地产、基础设施等。其中服装纺织在行业内是自成一统,涉足外贸是为了推动主业的国际化发展,深入证券、房地产是为了调剂主业资金余缺并把握巨额利润的机会,参与基础设施是为了保证资本运作的稳健经营。

另一方面,雅戈尔连年成为服装业的龙头,再向上的市场空间日趋有限,需要有高速增长的业务来支撑上市

公司业绩,此外也必须为自己躺在账上的四十多亿净资产寻求出路。早在1998年之前,雅戈尔通过协议转让囤积土地超过1000亩,适逢土地招给了资金实力雄厚的外来者进入房地产的机会,2005年,雅戈尔仅地产资金回笼就达10亿元。宏观调控开始之后,正当大多数房地产商都为如何应付银行贷款而焦灼不安时,雅戈尔却将银行贷款由四五亿减少到了两三个亿。

交叉持股的融资新浪潮

随着交叉持股因全流通而实现资产增值,当年投资中信证券的3.2亿如今为雅戈尔换来10倍多的巨额回报,堪称2006年中国股市缔造的又一财富神话。而除了雅戈尔,追随交叉持股获益这波行情的其他公司,也是不胜枚举。从11月份二级市场的交易情况看,219只交叉持股股票有129只股价实现上涨,占比达58.9%,其中有52只股票累计涨幅超过10%,包括中信证券在内的四川长虹、深长城、华夏银行等12只股票,也因股价上涨两成给参股上市公司带来可观的收益。

此外,目前以低廉的原始成本持有其他上市公司股权的公司,已经占到上市公司总数的两成以上,部分公司更是跻身相关上市公司十大股东的行列。统计显示,沪深两市存在交叉持股情况的上市公司共有

348家,占上市公司总数1375家的25.31%,其中,持股比例超过10%的就有43家之多。

追溯来看,交叉持股与前几年民营实业资本进入金融业的阶段热潮仍密不可分。最早可以追溯到1988年“爱建信托”的诞生。2002年前后,中国金融业民营化一度达到了高潮。截至2003年年初,中国的民营资本控制着股份制商业银行总资产的14.6%,占保险公司保费收入比例不低于7.4%,对证券公司的控制程度超过13%,还控制着中国一半的金融租赁公司。

除民营资本外,首创集团、山东电力集团、海尔集团、宝钢集团、招商局集团等国有性质的产业资本也通过入资银行、证券、保险等多种金融机构,形成金融控股集团架构。这一阶段进入金融业的产业集团,除少数企业外,

没有特别明确的战略意图,绝大部分是为了获取资产规模扩张、寻求新的利润增长点以及获得融资便利。

分析显示,上市公司交叉持股一般有四大类型:其一,沪深本地股相互参股是交叉持股最为典型的现象。上海有34只本地股互相参股,深圳有12家本地股互相参股,如中国纺织持有永生数据、SST丰华、龙头股份、白猫股份、上海三毛等上市公司的境内法人股,深赛格持有深达声和三星、深能源持有美的电器等。其二,央企集团控股。如中石化持有10家上市公司的股权,其中5家持股比例高于50%,5家持股比例低于50%。其三,民企多元化参股投资。这一类上市公司最能从全流通中分享到投资增值的巨额收益。其四,在不断的扩张和兼并收购中,部分上市公司控制其他上市公司。

新会计准则提升参股利润

随着《企业会计准则》,可供出售的金融资产可按照公允价值计量,同时规定,如果可供出售金融资产被出售,该资产的利得或损失,将从所有者权益中转出,计入当期损益。在目前二级市场的交易价格普遍高于相关股份账面价值的情况下,会计准则的改变将使得持有上市公司股权的所有者权益大幅增加。

不少业内人士认为,新会计准

则的实施,越来越多的上市公司交叉持股收益将开始显现。首先是每股净资产因公允价值计账而大幅增长,从而有望大大降低市净率,提升上市公司的内在估值水平。其次,由于交叉持股股权可以随时变现,可作为上市公司调节净利润增长曲线的重要工具,从而提振投资者的持股信心。正是参股公司能坐享巨额的投资收益,使其减持意愿普遍淡薄,所以这些参股公司大都

没有在二级市场进行减持的行为,而且对未来是否减持保持了高度的缄默。

正如雅戈尔总裁李如成当年解释雅戈尔的产融多元行为时所言,“不要把雅戈尔仅仅看作一个服装企业。说不定几十年以后,造卫星也是有可能的。很多500强企业的主业也并不是最开始的业务。一个行业总会老化,我们还会寻找新的投入。”(姚音)

■ 商道

企业品牌推力新发现: 品牌投入如何恰到好处?

□ Lars Ohnemus 言培文

强大的品牌通常被认为是创造股东财富的有效途径。但是,如何实现品牌的衡量和控制呢?通过对11个不同行业内的2158家欧美上市公司进行调查,我们发现拥有平衡的企业品牌推力(corporate brand thrust)的公司平均能为其股东多带来高达三个百分点的收益。

在过去20年中,品牌支出变得日益巨大。据统计,目前公司在品牌建设方面的支出平均约占其收入的3%-5%,一个新品牌进入市场的平均成本超过了1亿美元,而通常50%的新品牌都将面临失败。另一方面,一个定位清晰的强大品牌却能有效阻碍竞争者进入市场,吸引更多顾客,并增强定价及渠道议价的能力。尽管品牌投资存在巨大的风险,然而其潜在回报亦十分诱人。我们将品牌推力定义为:企

业用以开发、建设和维护其品牌价值及品牌信号的所有财务资源,包括在某一特定时期内针对其顾客的营销活动、产品或服务的情感特色,以及展示和分销其产品或服务捆绑的综合努力。

在引入品牌资源的观点并运用品牌推力这一概念后,自然而然会出现一个与品牌建设的经济意义相关的问题,即“公司为建立和维护其品牌的最优价值所耗费的资源是否恰到好处?这一指标能否以其财务结果来衡量?”要解答这一问题,无论对财务绩效,还是对新品牌战略开发、建设共同品牌(几个品牌关联使用)的提议及未来的投资计划,都具有重要影响。Kerin和Sethuraman在1998年曾经提出,加强品牌建设似乎能够带来更高的市价净值比,但是需要注意的是,企业层面的品牌价值增长并不一定能够带来股东价值的等量增长。

平衡品牌支出的财务最优点

这一研究的最初假设是品牌建设和财务绩效之间的关系呈现一条倒U形的曲线,即假设任何公司都存在着一个品牌支出或活动的最优点。如果超过这个最优点,就会面临收益递减,从而使价值缩水。这一假设的抛出,随后便有人对其做了进一步的修改,另增加了如下三项假设。

假设一:品牌建设强度越大,财务绩效越好。

假设二:品牌建设的强度越大,由于顾客和公司之间的信息不对称而造成的低效,因此带来更高的市场透明度。该假设假定:更强的品牌建设将带来更多的相关顾客信息、更频繁的产品试用、更多样的重复购买模式、更强的顾客忠诚度,并最终转化为更佳财务绩效。因此,某一特定品牌的管理层应建立一项能使公司通过参照、进而获知与其主要竞争者相比其品牌投入是否过多或不足的行业既定标准。如果剔除其他所有主要

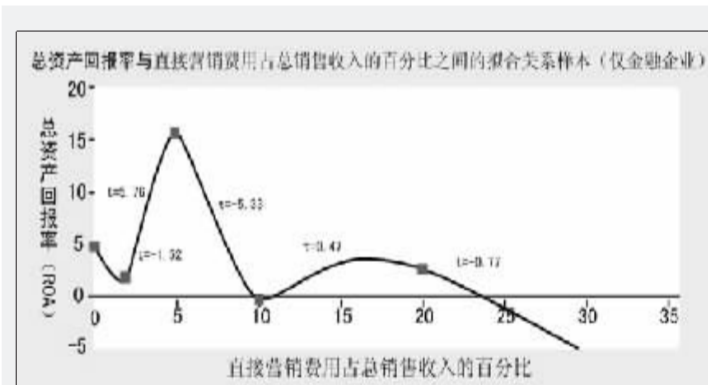
变量,那么在一定时期内,品牌建设最持久、强度最大的公司应该获得该行业内的主导地位。

假设三:在品牌建设支出处于高水平时,增加的支出会降低财务绩效。

这一预言符合边际收益递减定律。公司扩大品牌建设活动的目的是获得更高的收益,但是顾客对于那些多增的品牌建设活动并不在意,甚至可能产生反感(过度品牌建设)。这将最终导致财务绩效下降。

假设四:品牌建设对财务绩效没有影响。

该假设假定:公司管理层及其竞争者都会做出合理的品牌建设决策,并都在一个完美的市场环境中运作。品牌建设活动的任何主要增长或减少都会被竞争者的活动所抵消。从根本上说,品牌建设可能会带来短期的竞争力提高和财务增长,但长期来看,其效果都将被抵消。



5个区间中的公司数直接营销费用占总销售收入的20-95%; 5家公司直接营销费用占总销售收入的10-20%; 7家公司直接营销费用占总销售收入的5-10%; 12家公司直接营销费用占总销售收入的2-5%; 36家公司直接营销费用占总销售收入的0-2%; 756家公司,若不代替行业,则为68家公司

品牌建设的五大财务关键阶段

品牌推力的最初研究发现,品牌建设支出占其收入5%-10%或20%-30%的一些活跃于金融界的公司能够获得最高的资产回报率,而支出在0-5%、10%-20%或超过30%的都会造成企业绩效下降。一个有趣的发现是,战略品牌定位恰当的公司,在相同区间内会比业内其他公司获得高出最多可达3%的回报。

通过观察,我们发现品牌建设在品牌建设与财务绩效之间存在五个关键阶段。

1. 品牌追求阶段:公司在品牌建设活动方面投入相当少,管理层拥有不明确的战略,由于投入过于有限(0-5%),因此所获回报低于平均值。公司很难通过品牌建设受益于规模经济,其原因是,相关投资过于昂贵,以至于难以取得可接受的回报。该阶段特点是战略定位薄弱,难以长期持续。
2. 品牌专注阶段:公司开始专注于品牌建设,并为新的活动投入大量资源(5%-10%)。销售提高,公司在市场上开始占有重要的份额。其结果是财务绩效大幅提高,并创造价值。通常公司将占有市场主导地位,并拥有持续的竞争优势。
3. 品牌陷阱:公司的战略定位再次变弱,通常是由于缺乏集中度,并受困于品牌建设陷阱。由于公司正在扩张,并进入很多新的市场或细分市场,结果导致品牌支出接近收入的10%-20%。高投入和弱战略定位导致财务绩效下滑。
4. 品牌天堂阶段:随着公司在不同的市场及细分市场中的品牌活动获得了规模经济效益,公司将在品牌活动中获得国际协同效应。公司拥有更强的品牌定位,其回报再次增长。
5. 品牌建设阶段:一旦公司发展到一定的国际性规模,就会开始扩展到各种不同的新活动,从而增加额外的品牌支出,并最终降低财务绩效。

公司的品牌定位无论如何不应一成不变,应该从一个动态的角度对品牌建设进行分析,获得一个以绩效和时间驱动的品牌建设参照模式。在此前提下,品牌推力概念可被视为朝此方向迈进的第一步。

(Lars Ohnemus为哥本哈根商学院和Baltic管理学院的访问教授。言培文为中欧国际工商学院管理教授。本文为中欧知识在线“特供”。)

■ 商学院链接

复旦大学管理学院——经营者财务高级研修班(第十二期)

课程简介:随着近年新会计准则的不断颁布实施,企业的理财环境正发生着深刻的变化,经济发展的不确定性、不平衡性增加了企业的理财难度。复旦大学管理学院推出为期十八天的“经营者财务高级研修班”,通过研修学到的财务管理的新观念、新思路、新方法与新手段,运用于企业或公司经

营管理中,在实践中不断提高经理人的财务决策分析能力与自身的理财能力,帮助企业家“当好家,理好财”,成为既懂经营,又懂管理,还懂财务的新世纪成功经营者。
课程时间:2007年3月中旬
联系电话:021-65077831;
021-65642417

新加坡国立大学 MBA2007级招生说明会

课程简介:新加坡国立大

学被英国《金融时报》2006年度全球MBA排名为全球百强,亚洲三甲。其中“学员国际流动性”被评为全球第5、“国际经验”被评为全球第12、“物有所值”被评为全球第30,此外还获得“亚太地区最受雇主青睐的商学院第1名”的评价。MBA课程国际学生超过90%,来自全球20多个国家,与40余所世界顶尖大学开展学生交换。此次招生会特别邀请Elizabeth Boyle教授,就“持续激发成熟

企业的创业动力”进行专题演讲。
课程时间:2007年1月14日(上海世茂皇家艾美酒店)
联系电话:021-64264181/4182

北京大学光华管理学院——人力资源管理高级课程

课程简介:公司环境的变化要求组织更快地做出反应以期达到战略目标,许多措施都

与人力资源管理有着密切的关系。本课程将帮助人力资源管理者制订正确的人力资源管理战略;学习最新的员工培训方法、绩效考核措施和员工甄选的工具和理论;明晰人力资源开发和竞争优势的关系;帮助管理者科学地实施薪酬计划。

课程时间:2007年4月19日-6月
联系电话:010-62769960;010-62760626