投资板块驱动业绩大幅增长，14 年净利润同比增 120-150%

雅戈尔（600177.SH）

推　荐　　维持评级

核心观点：

- **公司昨日公布发布业绩预增公告，14 年净利润同比增 120-150%，**即 30 亿到 34 亿，测算 EPS 为 1.34-1.53 元。14 年净利润大幅增长的原因一是变更宁波银行会计核算方法直接增加净利润 6.4 亿，二是近期出售中信证券、工大首创等股票直接带来 14.6 亿的净利润。
- 我们认为剔除宁波银行会计准则变更和出售中信证券、工大首创股权，估计**常规性的服装和地产业务利润规模在 10 亿-14 亿之间**，低于正常年份，主要原因在于公司从谨慎性原则出发，对东海府、紫玉花园 2 个地产项目计提存货跌价准备 9.9 亿。
- **现金流良好，为高分红提供保障。**公司具有高分红的传统（13 年净利润 80%都分掉），**按 80%测算，当前股价对应 2014 年度分红回报率在 8.4%-9.6%之间。**从公司现金流情况看，我们认为可以支撑该分红回报率（截止到 14 年三季报货币资金 27.7 亿）。雅戈尔在 2012、2013 年现金流情况大幅改善，经营性现金流净额从 2011 年的-15.5 亿大幅增加至 2012 年 52.9 亿，2013 年 58 亿。主要源于 12、13 年不在拿地，体现在报表中为“购买商品、接受劳务支付的现金”这项大幅减少。现金流状况的改善为近两年大规模分红提供了坚实的保障。
- **股权投资主业宁波银行按照权益法核算，14 年直接贡献利润。**近年来，二级市场投资逐步萎缩，不断向产业投资转移。2013 年，公司出资 30 亿参与了西三线项目，雅戈尔以合伙人形式认购北京国联能源产业投资基金 30%的出资份额，与全国社保、宝钢集团等共同投资中石油西气东输三线管道项目。西气东输三线总投资 1250 亿元，我们认为西气东输项目是雅戈尔从股权投资向产业投资的重大转型，将为公司带来稳定的收益，预计内部收益率在 10%以上（2016 年开始每年贡献 3 亿左右的利润）。宁波银行调整会计核算办法（截止 14 年底持股 10.93%），估计 2014 年为公司带来 12.6 亿的净利润（6.4 亿为调整会计核算办法一次性计入当期损益，6.2 亿为宁波银行净利润并表贡献，根据 wind 一致预期 14 年宁波银行净利润 56.78 亿）。
- **维持推荐评级。从正常年份看，我们估计公司年度净利润在 20 亿左右（其中服装 7-8 亿、地产 6-7 亿、宁波银行股权近 6 亿），对应 EPS 在 0.9 元左右；公司当前股价 12.71 元，对应正常年份 PE 在 14 倍左右。**

分析师

马莉
☎：（8610）6656 8489
✉：mali_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020012

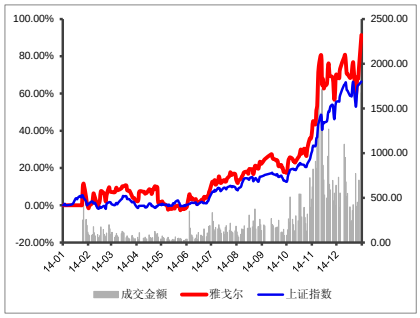
杨岚：（8610）8357 4539
（yanglan@chinastock.com.cn）
执业证书编号：S0130514050004

花小伟：（8610）8357 4523
（huaxiaowei@chinastock.com.cn）
执业证书编号：S0130514050002

市场数据	2015.1.27
A 股收盘价(元)	12.71
A 股一年内最高价(元)	13.32
A 股一年内最低价(元)	10.51
上证指数	3383.18
市净率	1.95
总股本（万股）	222661
实际流通 A 股(万股)	222661
限售 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	283

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND　中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚、花小伟，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn