

纺织服装

2014年08月26日

雅戈尔 (600177)

——中报业绩增长 91%超预期，主要是因为宁波银行权益法并表所致

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014年08月25日

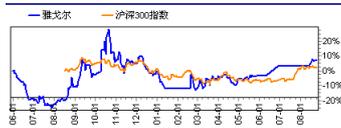
收盘价(元)	7.75
一年内最高/最低(元)	10.13/6.43
上证指数/深证成指	2229/7935
市净率	1.2
息率(分红/股价)	6.45
流通A股市值(百万元)	17256

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	6.29
资产负债率%	69.45
总股本/流通A股(百万)	2227/2227
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《雅戈尔(600177)2013 年年报点评》
2014/03/25

《雅戈尔(600177)深度研究：被低估的价值股：服装稳定增长，地产业绩爆发，股息率超过 6%》 2013/04/08

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帆 A0230114070001
(8621)23297717
xuyz@swsresearch.com

联系人

陈凯茜
(8621)23297712
xuyz@swsresearch.com地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

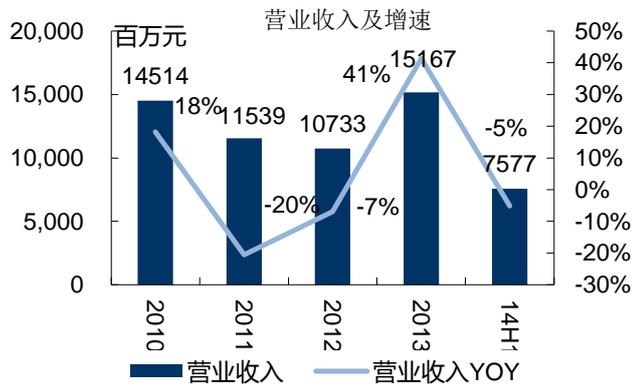
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	15,167	41	1,360	-15	0.61	46.6	9.8	13	9
2014H1	7,577	-5	1,829	91	0.82	39.4	13.1	-	-
2014E	13,055	-13	2,676	97	1.20	48.4	14.8	6.5	11.4
2015E	13,472	3.2	2,808	5	1.26	48.9	13.5	6.1	11.0
2016E	14,012	4.0	2,970	6	1.33	48.8	13.2	5.8	6.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **2014 年中报 EPS 为 0.82 元，业绩同比增长 90.5%，超预期。**2014 年上半年，雅戈尔实现收入 75.8 亿元，同比下滑 5.2%；归属于上市公司净利润为 18.3 亿元，同比增长 90.5%；扣非后净利润为 13.5 亿元，同比下滑 13.2%，EPS 为 0.82 元；其中 2014Q2 公司实现收入 25.5 亿元，同比下滑 47%，归属于上市公司净利润为 10.7 亿元，同比增长 53%，扣非后净利润为 5 亿元，同比下滑 56%，EPS 为 0.48 元。公司利润大幅增加主要是由于：（1）服装业务贡献业绩同比增长 27%；（2）宁波银行改用权益法计入公司合并报表。
- **品牌服装：严控成本、费用带动净利率上升。**2014H1，公司品牌服装实现收入 22 亿元，同比增长 1.13%，实现净利润 4.2 亿元，同比增长 27%。其中衬衫实现收入 7.3 亿，同比增长 2%；西服实现收入 4.9 亿元，同比略下滑 6%；休闲服实现收入 9.5 亿元，同比增长 5%。公司通过严控成本带动服装综合毛利率提升 3.55 个百分点，严控费用使收入略增的情况下净利润大幅增加。渠道方面公司采取稳步拓展、优化调整、多开大店战略，2014H1 公司共有门店 2980 家，净增加 45 家，自营店、商场店、加盟店和团购各占收入 43%、42%和 15%。公司多品牌战略也顺利展开，四大新兴品牌合计回收货款 1.8 亿元，除汉麻世家微亏 4.78 万元外全部实现盈利。
- **地产开发：结算交付淡季，新推项目少，以老盘去化为主。**2014H1，公司完成了隐寓的集中交付以及御玺园、苏园、西溪晴雪部分尾房的交付，共实现收入 50.5 亿元，同比降低 4.8%，实现净利润 5.4 亿元，同比降低 2.42%。上半年，公司自营新推项目少，仅有都市南山、太阳城四期两个项目，主要还是以消化老盘为主，实现预售 28.4 亿元，同比降低 58%；而合作项目新外滩一号、馨院、千江月开盘，权益法折算后对应实现预售 7.2 亿元。
- **投资业务：宁波银行权益法计入合并报表大幅增加投资净利润。**2014H1 公司持有可供出售金融资产 34.8 亿元，浮盈 2.8 亿元，投资业务实现净利润 8.7 亿元，其中宁波银行贡献 8 亿元，占比 92%。公司持续推进从金融投资转型产业投资的战略，出资 57 亿元布局产业及战略投资，截止 2014H1 公司长期股权投资为 96.2 亿元，较年初增长了 31.4 亿元。上半年公司处置了山西阳光和圣农发展全部股权，7 月出售了工大首创全部股权，自年初开始不断增持宁波银行，目前持股比例达 12.16%。此外，8 月 25 日，公司与中信泰富完成了新股认购交割过户手续，预计今年三季报能够体现。
- **我们预计公司品牌服装和地产开发较为稳健，投资业务转型产业投资较为顺利，上半年宁波银行以权益法合并报表大幅增加净利润，上调盈利预测，维持增持。**我们预计 14-16 年 EPS 为 1.2/1.26/1.33 元（原预测 14-16 年 0.80/0.82/0.86 元），对应 PE 为 6.5/6.1/5.8 倍，考虑到公司品牌服装和地产开发业务稳健增长，投资业务空间较大，维持增持评级。

图 1：2014H1 营业收入 75.8 亿，同比下滑 5%



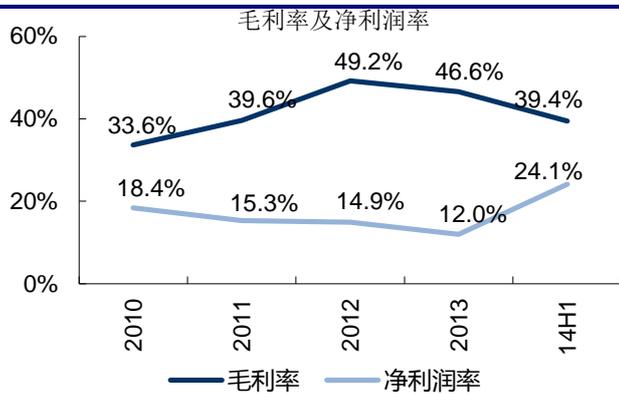
资料来源：Wind,申万研究

图 2：2014H1 净利润 18.3 亿，同比增长 91%



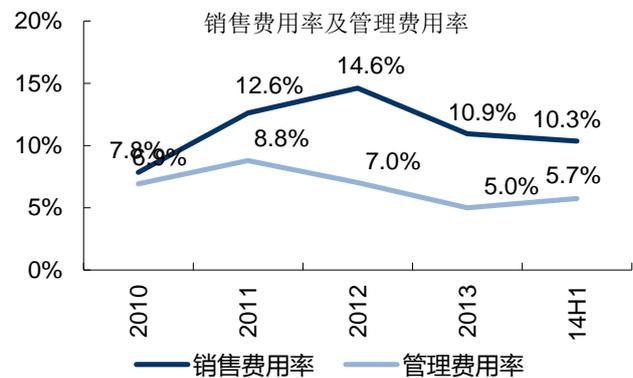
资料来源：Wind,申万研究

图 3：2014H1 综合毛利率 39.4%，净利率 24.1%



资料来源：Wind,申万研究

图 4：2014H1 销售费用率 10.3%，管理费用率 5.7%



资料来源：Wind,申万研究

表 1: 利润表

单位: 百万元, 元

利润表										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	14H1	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	10,781	12,279	14,514	11,539	10,733	15,167	7,577	13,055	13,472	14,012
二、营业总成本	10,808	10,153	13,139	10,541	9,194	13,234	6,681	11,407	11,686	11,707
其中: 营业成本	6,916	7,563	9,635	6,970	5,448	8,103	4,589	6,735	6,887	7,179
营业税金及附加	255	350	971	360	566	1,534	478	1,321	1,363	1,418
销售费用	978	1,098	1,139	1,454	1,568	1,661	784	1,567	1,617	1,681
管理费用	800	813	1,004	1,014	752	759	435	914	943	981
财务费用	451	301	421	745	845	731	396	851	866	439
资产减值损失	1,408	28	(31)	(2)	13	446	(1)	20	10	10
加: 公允价值变动收益	(1)	35	(32)	(3)	0	0	0	0	0	0
投资收益	2,222	1,979	2,058	1,443	543	654	1,378	901	951	801
三、营业利润	2,193	4,140	3,401	2,438	2,082	2,587	2,274	2,549	2,737	3,105
加: 营业外收入	209	61	306	198	148	76	64	1,500	1,500	1,500
减: 营业外支出	27	103	46	16	13	534	32	200	200	200
四、利润总额	2,375	4,098	3,661	2,621	2,217	2,129	2,307	3,849	4,037	4,405
减: 所得税	584	603	726	563	559	770	433	1,175	1,230	1,436
五、净利润	1,791	3,494	2,934	2,059	1,658	1,359	1,874	2,675	2,807	2,969
少数股东损益	208	230	262	296	59	(1)	45	(1)	(1)	(1)
归属于母公司所有者的净利润	1,583	3,264	2,672	1,763	1,599	1,360	1,829	2,676	2,808	2,970
六、基本每股收益	0.71	1.47	1.20	0.79	0.72	0.61	0.82	1.20	1.26	1.33
全面摊薄每股收益	0.71	1.47	1.20	0.79	0.72	0.61	0.82	1.20	1.26	1.33

资料来源: 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。