

# 地产业务保增长 构筑一定安全边际

2013年08月20日

推荐/维持

雅戈尔

财报点评

## ——雅戈尔（600177）2013年中报点评

谭可	分析师	执业证书编号: S1480510120013
	tanke@dxzq.net.cn	010-66554011
符艺蕾	联系人	
	fuyi@dxzq.net.cn	010-66554130

### 事件:

公司于2013年8月20号公布半年报:报告期内公司营业收入79.89亿元,同比上涨47.2%;归属上市公司股东的净利润9.6亿元,同比上涨8.81%;对应的每股收益为0.43元。

### 公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入(百万元)	3507.97	2054.47	3372.98	2289.26	3015.78	3157.75	4831.23
增长率(%)	-46.79	-9.56	8.16	-13.33	-14.03	53.70	43.23
毛利率(%)	39.74	49.16	50.34	49.04	48.20	49.71	47.39
期间费用率(%)	25.34	38.10	24.15	34.31	25.96	27.51	12.57
营业利润率(%)	18.06	18.55	23.64	10.79	21.78	13.75	31.41
净利润(百万元)	633.73	295.82	625.06	203.34	533.66	263.69	708.68
增长率(%)	-67.45	-35.99	25.00	-56.04	-15.79	-10.86	13.47
每股盈利(季度,元)	0.24	0.12	0.28	0.09	0.23	0.12	0.31
资产负债率(%)	72.64	73.44	73.57	73.1	71.32	71.19	73.49
净资产收益率(%)	4.29	2.06	4.93	1.62	3.88	1.84	5.28
总资产收益率(%)	1.30	0.60	1.27	0.42	1.10	0.53	1.45

### 观点:

#### 积极因素:

- 营业收入同比上涨47.2%，房地产业务营收53亿元，同比上涨107.05%：上半年共实现营业收入79.89亿元，其中品牌服装业务实现收入21.49亿元，同比增长3.97%，但受累于销售毛利以及营业外收入的同比减少等因素的综合影响，实现的净利润较上年同期降低37.75%。分品牌看，YOUNGOR品牌实现货款回收21.55亿元，同比增长4.3%；四个新品牌MAYOR、GY、HART SCHAFFNER MARX和汉麻世家也保持了稳健的增长，合计营业收入1.35亿元，同比增长11.9%。分地区来看，境内销售收入78.11亿元，同比上涨53.24%，境外营业收入1.3亿元，同比下滑49.75%。

- **上半年净增门店67家:** 截止报告期末, 公司合计门店总数为2786家, 营业面积31.3万平方米。其中, 自营网点813家, 占销售比重44%, 较上年同期增长6%; 商场网店1521家, 占销售比重41%, 较上年同期增长7%; 特许网点452家, 与团购业务合计占销售比重的15%, 同比下降15%。
- **库存较年初下降8.2%至13.4亿元:** 得益于长线经典产品的梳理、订货补货系统的深化开发, 公司的库存结构在自营网点合理铺货的基础上, 实现了进一步优化。
- **期间费用率大幅下降10.95个百分点至18.48%:** 其中销售费率下滑3.38个百分点, 管理费率先下滑2.91个百分点, 财务费率下滑4.66个百分点。

#### 消极因素:

- **毛利率同比下降1.59个百分点至48.31%:** 其中品牌服饰毛利率减少4.76个百分点、地产开发减少2.22个百分点。具体分产品来看, 品牌衬衫、品牌西服、品牌休闲服的毛利率分别减少了3.44、7.61、3.73个百分点。

#### 结论:

雅戈尔品牌服装作为“衬衫国家标准”的制定者, 已然从综合实力的竞争中率先跃上新一级台阶。近两年来, 面对国内产能过剩和消费需求增长放缓的市场形式, 雅戈尔提出打造“时尚雅戈尔、科技雅戈尔、文化雅戈尔”的战略目标, 坚持稳步提升品牌整体形象的方针不动摇, 通过深化产品协同开发、加大销售渠道投入、细化市场营销工作, 保持了稳定增长的良好势头。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.96、1.16 和 1.47 元, 对应动态 PE 分别为 6.4、5.3 和 4.2 倍。维持“推荐”评级

**表 1: 盈利预测关键指标 (2011A-2015E)**

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,539	10,733	14,143	18,589	24,144
(+/-)%	-20.49%	-6.99%	31.78%	31.44%	29.88%
经营利润 (EBIT)	3,184	2,927	4,282	5,481	6,962
(+/-)%	-16.68%	-8.06%	46.30%	28.00%	27.01%
净利润	1,763	1,599	2,137	2,580	3,269
(+/-)%	-34.03%	-9.31%	33.66%	20.74%	26.70%
每股净收益 (元)	0.79	0.72	0.96	1.16	1.47

资料来源: 东兴证券

**表 2: 盈利预测表 (2011A-2015E)**

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	11,539.44	10,732.50	14,143.11	31.78%	18,589.47	31.44%	24,143.82	29.88%
营业成本	6,969.52	5,448.22	7,220.06	32.52%	9,476.91	31.26%	12,313.35	29.93%
营业费用	1,453.83	1,568.30	1,555.74	-0.80%	2,044.84	31.44%	2,655.82	29.88%
管理费用	1,013.82	752.46	848.59	12.77%	1,115.37	31.44%	1,448.63	29.88%
财务费用	745.25	844.93	1,503.33	77.92%	2,111.32	40.44%	2,673.45	26.62%
投资收益	1,442.51	543.45	500.00	-8.00%	500.00	0.00%	500.00	0.00%
营业利润	2,438.42	2,082.19	2,779.00	33.47%	3,369.97	21.27%	4,288.39	27.25%
利润总额	2,621.12	2,216.85	2,915.50	31.52%	3,506.47	20.27%	4,424.89	26.19%
所得税	562.62	558.98	728.87	30.39%	876.62	20.27%	1,106.22	26.19%
净利润	2,058.50	1,657.87	2,186.62	31.89%	2,629.86	20.27%	3,318.67	26.19%
归属母公司所有者的净利润	1,762.71	1,598.60	2,136.62	33.66%	2,579.86	20.74%	3,268.67	26.70%
NOPLAT	2,500.30	2,189.05	3,211.74	46.72%	4,110.97	28.00%	5,221.38	27.01%

  

资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	3,234.92	3,073.19	3,960.07	28.86%	5,205.05	31.44%	6,760.27	29.88%
交易性金融资产	1.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	405.95	277.33	365.46	31.78%	480.35	31.44%	623.87	29.88%
预付款项	1,761.13	1,417.45	962.00	-32.13%	364.19	-62.14%	-412.55	N/A
存货	23,306.86	23,472.97	31,106.70	32.52%	40,830.07	31.26%	53,050.47	29.93%
流动资产合计	31,037.44	30,895.37	39,876.13	29.07%	51,456.21	29.04%	65,966.05	28.20%
非流动资产	17,895.13	18,964.37	23,365.73	23.21%	23,715.07	1.50%	24,101.64	1.63%
资产总计	48,932.57	49,859.74	63,241.86	26.84%	75,171.29	18.86%	90,067.69	19.82%
短期借款	12,984.50	15,115.55	25,811.01	70.76%	34,200.99	32.51%	43,586.16	27.44%

应付帐款	815.22	1,041.90	1,361.83	30.71%	1,787.51	31.26%	2,322.51	29.93%
预收款项	12,239.06	14,887.41	18,377.35	23.44%	22,964.48	24.96%	28,922.20	25.94%
流动负债合计	32,244.22	33,336.28	47,709.43	43.12%	60,588.86	27.00%	76,435.27	26.15%
非流动负债	3,300.97	2,221.96	1,181.66	-46.82%	181.66	-84.63%	-818.34	N/A
少数股东权益	1,311.46	296.12	346.12	0.17	396.12	0.14	446.12	0.13
母公司股东权益	12,075.93	14,005.38	14,004.65	-0.01%	14,004.65	0.00%	14,004.65	0.00%
净营运资本	-1,206.78	-2,440.91	-7,833.30	N/A	-9,132.65	N/A	#####	N/A
投入资本 IC	13,624.74	15,024.11	19,213.64	27.89%	24,753.53	28.83%	38,839.68	56.91%
<b>现金表 (百万元)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2014E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2015E</b>	<b>增长率%</b>
净利润	2,058.50	1,657.87	2,186.62	31.89%	2,629.86	20.27%	3,318.67	26.19%
折旧摊销	444.54	466.29	0.00	N/A	342.84	N/A	354.84	3.50%
净营运资金增加	-2,281.14	-1,234.14	-5,392.38	N/A	-1,299.35	N/A	-1,336.57	N/A
经营活动产生现金流	-1,546.82	5,290.75	-898.49	N/A	-1,271.63	N/A	-656.44	N/A
投资活动产生现金流	-257.51	-1,878.49	-4,198.01	N/A	-182.19	N/A	-231.41	N/A
融资活动产生现金流	-62.98	-2,868.80	5,983.39	N/A	2,698.80	-54.90%	2,443.06	-9.48%
现金净增 (减)	-1,867.32	543.46	886.88	63.19%	1,244.98	40.38%	1,555.22	24.92%

**表 3: 财务比率**

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>						
毛利率	33.62%	39.60%	49.24%	48.95%	49.02%	49.00%
营业利润率	23.43%	21.13%	19.40%	19.65%	18.13%	17.76%
净利率	18.41%	15.28%	14.89%	15.11%	13.88%	13.54%
净资产收益率	19.08%	14.60%	11.41%	15.26%	18.42%	23.34%
<b>偿债能力</b>						
流动比率	1.04	0.96	0.93	0.84	0.85	0.86
速动比率	0.36	0.24	0.22	0.18	0.18	0.17
资产负债率	68.49%	72.64%	71.32%	77.31%	80.84%	83.96%
<b>成长能力</b>						
营业收入增长率		-20.49%	-6.99%	31.78%	31.44%	29.88%
营业利润增长率		-28.29%	-14.61%	33.47%	21.27%	27.25%
净利润增长率		-34.03%	-9.31%	33.66%	20.74%	26.70%
净资产增长率		-13.79%	15.98%	-0.01%	0.00%	0.00%
<b>营运能力</b>						

应收帐款周转率	21.21	31.41	44.01	43.96	43.73
存货周转率	0.33	0.23	0.26	0.26	0.26
总资产周转率	0.24	0.22	0.25	0.27	0.29

## 分析师简介

---

### 谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组组长，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 联系人简介

---

### 符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

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(以沪深 300 指数为基准指数):

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。