



## 雅戈尔 (600177)

### 一季报业绩超预期，地产开发项目仍是亮点

#### ⑤ 事件:

4月29日晚间雅戈尔公布了2014年一季度业绩:公司实现营业收入50.3亿元,同比增长59.35%。公司净利润7.59亿元,比去年同期增长193.1%。每股加权平均净资产收益率5.32%,比去年同期增加3.47个百分点。基本每股收益0.34元,比去年同期增长193.10%。

#### ⑤ 品牌服装业绩小幅回升 公司渠道拓展仍以优化调整为主

2014年第一季度,雅戈尔公司品牌服装主业实现营业收入114,161.61万元,较去年同期增长1.64%;实现净利润20,154.46万元,较去年同期增长-3.47%。在渠道拓展方面,公司仍以优化调整为主。

#### ⑤ 投资业务实现盈利 地产开发板块仍是公司利润主要来源

根据公司2014年一季度显示,投资板块确认归属于母公司净利润1,954.32万元,收益较上年同期增加22,502.36元。地产开发板块仍是公司利润主要来源。

#### ⑤ 投资建议

我们预计公司2014-2016年EPS分别为1.02,1.08和1.09元,对应PE分别为7.0倍、6.6倍和6.5倍。我们首次给予雅戈尔(600177)“推荐”评级。

#### ⑤ 风险提示

品牌服装板块业绩仍受消费内需疲软影响;房地产板块市场预售不及预期;投资业务板块,公司投资额达36,174.84万元所投的泸州老窖股份有限公司第一季度净利润下滑56.9%。

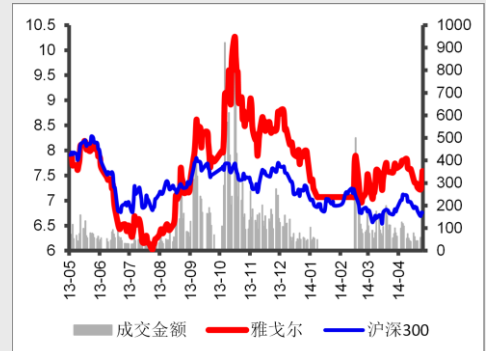
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	10,732.5	15,166.9	16,216.4	16,758.1	17,368.0
同比增长(+/-%)	-7.0%	41.3%	6.9%	3.3%	3.6%
营业利润(百万元)	2,082.2	2,586.9	3,245.6	3,472.2	3,484.8
同比增长(+/-%)	-14.6%	24.2%	25.5%	7.0%	0.4%
净利润(百万元)	1,657.9	1,359.0	2,434.6	2,560.2	2,530.5
同比增长(+/-%)	-19.5%	-18.0%	79.1%	5.2%	-1.2%
每股收益(元)	0.72	0.61	1.02	1.08	1.09
PE	9.93	11.67	6.99	6.59	6.54
PB	1.13	1.14	1.02	0.92	0.84

## 雅戈尔 (600177)

投资评级: 推荐

市场表现

截至 2014.4.30



市场数据

2014-4-30

收盘价	7.13
52周内高	10.13
52周内低	5.63
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	153
总股本(亿股)	22.27
流通股(亿股)	21.44
每股净资产(元)	6.58

分析师: 易华强

执业证书号: S1490513080001

电话: 010-58565074

邮箱: [yihuaqiang@hrsec.com.cn](mailto:yihuaqiang@hrsec.com.cn)

联系人: 尤越

电话: 010-58566850

邮箱: [youyue@hrsec.com.cn](mailto:youyue@hrsec.com.cn)

## 一、品牌服装业绩小幅回升 公司渠道拓展仍以优化调整主

据中华商业信息网统计数据, 2014 年第一季度, 全国百家重点大型零售企业零售额累计增长 1.4%, 增速比去年同期下降 6.2%, 出现连续三年放缓态势。其中, 一季度服装零售额和去年同期基本持平, 增速较上年同期放缓 6.4%。

受国内消费环境持续疲软的影响, 公司品牌服装业绩回升有限。2014 年第一季度, 雅戈尔公司品牌服装主业实现营业收入 114,161.61 万元, 较去年同期增长 1.64%; 实现净利润 20,154.46 万元, 比去年同期增长-3.47%。在渠道拓展方面, 公司仍以优化调整为主, 第一季度新增销售网点 32 个, 其中净增 6 个自营网点, 净增 22 个商场网点, 净增 4 个特许网点, 截至报告期末, 共有销售网点 2,967 家。

## 二、投资业务实现盈利 地产开发板块仍是公司利润主要来源

根据公司 2014 年一季报显示, 投资板块确认归属于母公司净利润 1,954.32 万元, 收益较上年同期增加 22,502.36 元, 主要因为雅戈尔公司投资的宁波银行股份有限公司会计核算方法的变更, 实现投资收益 16,718.95 万元。2014 年, 投资业务板块或将扭转去年亏损局面。

地产开发板块仍是公司利润主要来源。由于公司报告期内完成了杭州隐寓项目的集中交付, 实现营业收入 370,896.34 万元, 较去年同期增长 111.95%; 实现净利润 53,702.08 万元, 较上年同期增长 100.95%。根据公司一季报显示, 公司地产板块销售的多为老楼盘, 新推项目实现预售面积 88,177.71 万平方米, 预售收入 136,562.72 万元, 分别同比下降 39.23%和 63.40%。

## 三、投资建议

雅戈尔 2014 年第一季度业绩超预期, 公司实现营业收入 50.3 亿元, 同比增长 59.35%。纺织服装、地产开发和投资业务三大板块稳健增长, 经营业绩显著提升。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.02, 1.08 和 1.09 元, 对应 PE 分别为 7.0 倍、6.6 倍和 6.5 倍。我们首次给予雅戈尔 (600177) “推荐”评级。

## 四、风险提示

品牌服装板块业绩仍受消费内需疲软影响; 房地产板块市场预售不及预期; 投资业务板块, 公司投资额达 36,174.84 万元所投的泸州老窖股份有限公司第一季度净利润下滑 56.9%。

**附表：**
**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,732.5	15,166.9	16,216.4	16,758.1	17,368.0
营业成本	5,448.2	8,102.6	8,669.3	9,133.1	9,517.7
营业税金及附加	566.4	1,534.5	1,248.7	1,039.0	1,215.8
营业费用	1,568.3	1,660.5	1,946.0	2,011.0	1,910.5
管理费用	752.5	758.8	1,054.1	1,089.3	1,128.9
财务费用	844.9	730.8	612.6	645.3	717.8
资产减值损失	13.4	446.4	38.8	-5.7	4.9
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	543.5	653.6	598.5	626.1	612.3
<b>营业利润</b>	<b>2,082.2</b>	<b>2,586.9</b>	<b>3,245.6</b>	<b>3,472.2</b>	<b>3,484.8</b>
营业外收入	147.9	75.9	182.1	151.1	139.2
营业外支出	13.2	533.5	152.2	178.6	219.4
<b>利润总额</b>	<b>2,216.8</b>	<b>2,129.2</b>	<b>3,275.5</b>	<b>3,444.6</b>	<b>3,404.6</b>
所得税	559.0	770.3	841.0	884.4	874.1
<b>净利润</b>	<b>1,657.9</b>	<b>1,359.0</b>	<b>2,434.6</b>	<b>2,560.2</b>	<b>2,530.5</b>
少数股东权益	59.3	-0.6	163.1	153.6	103.8
归属母公司所有者净利润	1,598.6	1,359.6	2,271.4	2,406.6	2,426.7
EPS (元)	0.72	0.61	1.02	1.08	1.09

**主要财务比率**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	-7.0%	41.3%	6.9%	3.3%	3.6%
营业利润	-14.6%	24.2%	25.5%	7.0%	0.4%
净利润	-19.5%	-18.0%	79.1%	5.2%	-1.2%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	49.2%	46.6%	46.5%	45.5%	45.2%
净利率	15.4%	9.0%	15.0%	15.3%	14.6%
ROE	11.4%	9.8%	14.7%	14.0%	12.8%
ROIC	9.3%	9.6%	12.5%	11.7%	11.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.3%	70.6%	70.1%	69.9%	68.7%
流动比率	0.93	0.94	0.94	0.94	0.95
速动比率	0.22	0.23	0.17	0.15	0.15

**营运能力**

资产周转率	0.22	0.31	0.30	0.28	0.28
存货周转率	0.23	0.36	0.32	0.30	0.29
应收账款周转率	36.83	33.31	18.76	27.35	27.22

**每股资料 (元)**

每股收益	0.72	0.61	1.02	1.08	1.09
每股经营现金	2.38	2.61	1.23	0.09	0.84
每股净资产	6.29	6.26	6.96	7.72	8.49
每股股利	0.40	0.50	0.31	0.29	0.27

**估值比率**

PE	9.93	11.67	6.99	6.59	6.54
PB	1.13	1.14	1.02	0.92	0.84

**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>30,895.4</b>	<b>29,764.2</b>	<b>32,752.5</b>	<b>36,785.4</b>	<b>38,239.3</b>
现金	3,073.2	3,533.2	3,243.3	3,351.6	3,473.6
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	14.1	6.9	0.0	10.2	10.3
应收款项	277.3	448.4	864.4	602.5	627.8
其他应收款	2,628.2	2,902.4	237.8	244.8	254.4
存货	23,473.0	22,645.4	26,845.1	30,923.3	32,324.7
其他	1,429.6	227.9	1,561.9	1,653.0	1,548.4
<b>非流动资产</b>	<b>18,964.4</b>	<b>18,582.0</b>	<b>20,626.9</b>	<b>22,435.3</b>	<b>24,288.6</b>
长期股权投资	4,474.5	6,476.4	6,476.4	6,476.4	6,476.4
固定资产	4,596.5	4,304.9	5,948.6	8,191.0	9,892.2
无形资产	253.2	307.9	324.7	340.8	356.0
其他	9,640.2	7,492.8	7,877.2	7,427.1	7,563.9
<b>资产总计</b>	<b>49,859.7</b>	<b>48,346.1</b>	<b>53,379.3</b>	<b>59,220.7</b>	<b>62,527.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>33,336.3</b>	<b>31,571.1</b>	<b>34,967.5</b>	<b>38,955.4</b>	<b>40,463.8</b>
短期负债	15,115.6	12,920.6	13,018.2	15,659.1	16,738.0
应付账款	1,041.9	940.8	2,167.3	2,283.3	2,379.4
预收账款	14,887.4	15,867.1	16,865.7	18,995.1	20,002.9
其他	2,291.4	1,842.6	2,916.2	2,017.9	1,343.5
<b>长期负债</b>	<b>2,222.0</b>	<b>2,554.6</b>	<b>2,472.0</b>	<b>2,468.8</b>	<b>2,465.1</b>
长期借款	1,681.7	2,074.6	2,074.6	2,074.6	2,074.6
其他	540.3	480.0	397.4	394.2	390.5
<b>负债合计</b>	<b>35,558.2</b>	<b>34,125.7</b>	<b>37,439.5</b>	<b>41,424.2</b>	<b>42,928.9</b>

股本	2,226.6	2,226.6	2,226.6	2,226.6	2,226.6
资本公积金	1,872.4	1,549.9	1,549.9	1,549.9	1,549.9
留存收益	9,920.6	10,166.7	11,756.7	13,441.3	15,140.0
少数股东权益	296.1	289.3	452.4	606.0	709.8
母公司所有者权益	14,005.4	13,931.1	15,487.4	17,190.5	18,889.2
<b>负债及权益合计</b>	<b>49,859.7</b>	<b>48,346.1</b>	<b>53,379.3</b>	<b>59,220.7</b>	<b>62,527.9</b>

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>5,277.3</b>	<b>5,355.5</b>	<b>2,726.8</b>	<b>198.4</b>	<b>1,878.4</b>
净利润	1,657.9	1,359.0	2,434.6	2,560.2	2,530.5
折旧摊销	<b>467.5</b>	<b>426.8</b>	<b>322.2</b>	<b>251.4</b>	<b>197.9</b>
财务费用	857.5	805.6	612.6	645.3	717.8
投资收益	<b>-641.9</b>	<b>-672.7</b>	<b>-636.2</b>	<b>-664.2</b>	<b>-660.9</b>
营运资金变动	2,978.0	3,420.3	-22.0	-2,572.8	-904.7
其他	-41.8	16.5	15.6	-21.5	-2.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,878.5</b>	<b>-422.2</b>	<b>-1,704.0</b>	<b>-1,378.9</b>	<b>-1,385.7</b>
资本支出	-1,121.2	-1,029.5	-2,344.0	-2,044.0	-2,044.0
其他投资	-757.2	607.2	640.0	665.1	658.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,203.1</b>	<b>-2,360.2</b>	<b>-1,307.8</b>	<b>1,288.8</b>	<b>-370.6</b>
借款变动	1,015.0	-1,802.0	97.6	2,640.8	1,078.9
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	1,213.7	-322.5	0.0	0.0	0.0
股利分配	-890.6	-1,113.3	-681.4	-722.0	-728.0
其他	865.0	877.7	-724.0	-630.0	-721.6

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

易华强,在此声明,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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠,但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真:010-58568159

网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)