

## 投资板块驱动业绩大幅增长

推荐 维持评级

### 投资要点:

- **服装主业上半年净利润我们估计会恢复正增长。**上半年公司品牌服装销售基本稳健,预计收入增速保持低个位数增长。受终端需求低迷的影响,公司的团购业务和加盟业务下滑较明显。从渠道扩张角度看,直营店铺略有增加,驱动收入增长主要来自终端价格的提升(营销策略改变,终端折扣减少),但生产成本提升使得毛利率基本和去年持平。受益于公司费用控制力度的加大,我们估计上半年的净利润不排除两位数增长可能性,在行业内处于较高水平。
- **地产业务在未来2-3年是确认高峰。**受益于地产开发业务的集中交付,2014年Q1公司地产板块收入、净利润分别同比增111.95%、100.95%,考虑到Q1期末公司账上138.35亿元的预收款和后续推盘的速度,我们预计地产主业未来2-3年仍处于确认高峰,基本能保持2013年的净利润规模(13年11.66亿)。另外,公司纺织城(毛纺、日中纺等等)的后续收储开发进展值得关注,纺织城占地450亩-500亩,如果被国家收储,政府补贴的土地补偿款对公司未来营业外收入有较大贡献,另外,如果本地块由公司自己开发,将会为2016年的地产业务提供有利保障。
- **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(目前持股12.16%),预计2014年H1为公司带来6.4亿的净利润(其中3亿+为宁波银行净利润并表贡献,其余部分为调整会计核算办法一次性计入当期损益)。**
- **现金流良好,为高分红提供保障。**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。
- **维持推荐评级。**按照以上各板块测算,服装、地产板块净利润与和13年持平,分别为6.4亿、11.7亿,投资板块收益主要靠宁波银行贡献,(宁波银行按照wind一致预期,14年净利润56.66亿,雅戈尔收益为6.89亿,加上一一次性调整的收益3亿左右,共计9.89亿)我们预计公司2014年净利润24亿左右,当前总市值167亿,对应PE约7倍,从分红回报和公司稳健性角度,是稳健型投资不错的标的;总体股价下行空间有限,但上涨幅度取决于地产和大盘走向,维持推荐评级。

### 分析师

马莉

☎:(8610)66568489

✉:mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号:S0130511020012

杨岚:(8610)83574539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号:S0130514050004

花小伟:(8610)83574523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

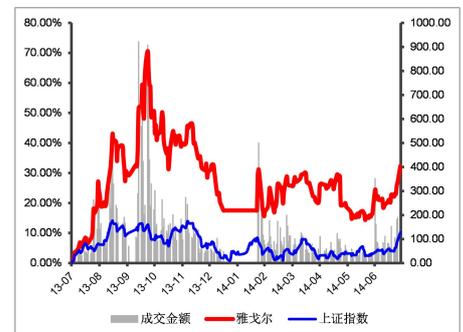
执业证书编号:S0130514050002

### 市场数据

时间 2014.7.28

A股收盘价(元)	7.48
A股一年内最高价(元)	7.76
A股一年内最低价(元)	6.43
上证指数	2178
市净率	1.23
总股本(万股)	222661
实际流通A股(万股)	222661
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	166.55

### 相对上证综指表现图



资料来源:Wind 资讯, 中国银河证券研究部

## 目 录

一、公司基本情况.....	1
二、服装业务：预计上半年净利润恢复正增长.....	2
三、房地产业务：未来 2-3 年是确认高峰.....	3
四、投资业务：宁波银行改为权益法核算，直接贡献利润.....	5
（一）二级市场投资规模逐步减少.....	6
（二）西三线提供将提供稳定回报，宁波银行 14 年权益法核算.....	6
五、现金流改善为高分红提供保障.....	8
六、投资建议.....	9
插图目录.....	10
表格目录.....	10

## 一、公司基本情况

雅戈尔集团创建于1979年，1998年在上交所上市，以服装起家，经过多年发展，逐步确立了以品牌服装、地产开发、金融投资三大板块为主的多元化企业。当前总市值167亿（7月28日价），2013年收入151.7亿（服装板块收入45.9亿，占30.3%），净利润13.6亿（服装板块净利润6.4亿，占比47.3%），净资产142.2亿，总资产483.5亿，负债规模较大主要来自于房地产的预收款对应的存货未确认收入（预收款158.7亿，存货226.5亿），账上货币资金35.3亿。

表1：雅戈尔各版块业绩情况（单位：百万元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	4155	4628	6128	7034	10780	12279	14514	11539	10733	15167
服装业务			2464	3021	5857	5527	6039	6197	4583	4593
其中：品牌服装				1890	2171	2576	3058	3666	4083	4269
其中：服装代工				1131	3759	3016	3041	2467	441	246
房地产业务				2185	3466	5175	6843	3373	4796	9865
净利润	589	646	883	2651	1792	3494	2934	2059	1658	1359
服装业务			342	446	694	536	705	936	835	644
房地产业务						1191	679	572	1009	1166
投资业务						1625	1245	487	-231	-489

资料来源：公司公告，中国银河证券

公司1998年上市时股权结构比较复杂，经过一系列的整合与并购，随着雅戈尔控股与宁波富盛投资的吸收合并，雅戈尔股权结构在2012年逐步理顺。

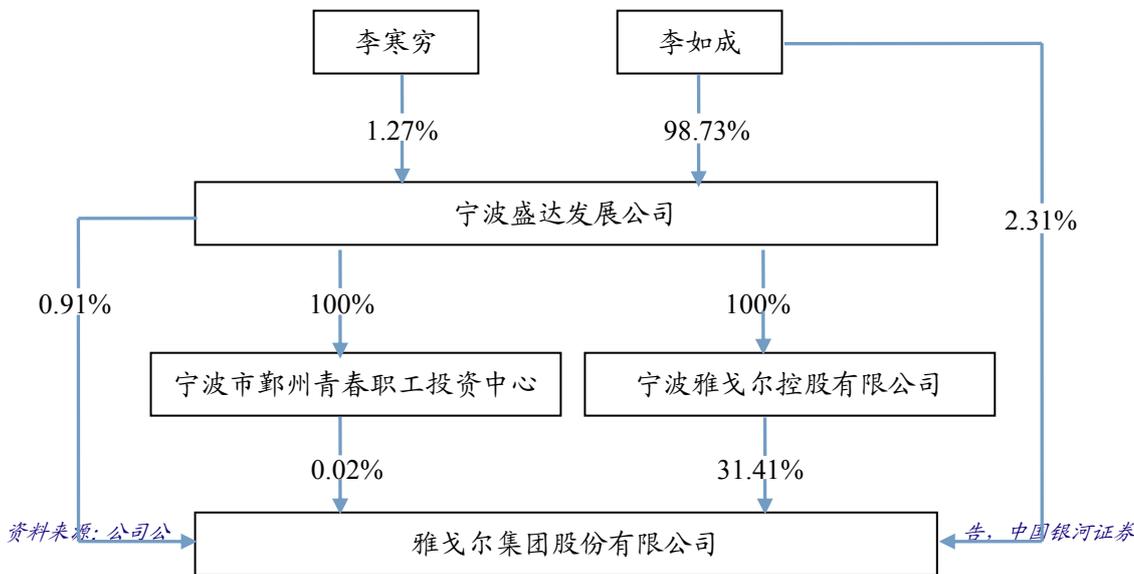
2013年3月公司公告回购注销宁波盛达发展股权。雅戈尔控股持有雅戈尔股份31.4%的股权，宁波盛达持有雅戈尔控股100%股权，在宁波盛达回购前，李如成持股23.19%、其他股东（500人）持股76.49%。回购前李董事长及女儿对雅戈尔股份的实际持股比例偏低，仅为10.6%，回购完成后实际持股比例提高至34.62%。此次股权结构调整以后，李董事长对上市公司的控制力大幅提升；其回购支出中我们估计10亿+的资金为借款，我们推断这会为雅戈尔后期的高分红提供一定的保障，对应目前7.48元的价格（2014.7.28价）分红回报率约7%左右。

表2：雅戈尔具有高现金分红的传统

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
现金分红 (含税)	113.63	113.6	309.7	1113.31	445.32	534.39	1113.31	667.98	1224.64	1113.31	890.64	1113.31	1113.31
归属母公司 净利润	347.17	398.87	400.18	557.86	564.79	772.57	2475.71	1583.18	3263.92	2672.17	1762.71	1598.6	1359.6
分红/净利润	33%	28%	77%	49%	79%	69%	45%	42%	38%	42%	51%	70%	82%

资料来源：公司公告，中国银河证券

图1：宁波盛达回购之后雅戈尔的股权结构



## 二、服装业务：预计上半年净利润恢复正增长

上半年公司品牌服装销售基本稳健，预计收入增速保持低个位数增长。受终端需求低迷的影响，公司的团购业务和加盟业务仍下滑；但从渠道扩张角度看，直营店铺略有增加，终端价格略提升（营销策略改变，终端折扣减少），直营业务拉动总体收入中个位数增长。受益于公司费用控制力度的加大，我们估计公司上半年净利润不排除两位数增长可能，在行业内处于较高水平。

我们认为雅戈尔在大环境不佳的背景下所受冲击小于同行业公司，主要源于其全产业链的布局，从近两年国内公司主要调整的方向看，一是零售能力的提升，另一方面是对供应链的掌控能力，这也是国内外服饰企业根本性差异所在，国内全产业链整合做的最好的是雅戈尔。公司从上游棉纱生产到织染、后期整理加工，再到成衣制造，最后到达终端销售渠道（自营渠道占比90%以上），这种自主生产模式与公司产品研发一体化以及直营为主的渠道模式相辅相成。

表3：雅戈尔服装板块业绩情况（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
服装板块营业收入	3020.7	5856.7	5526.6	6038.5	6197.0	4583.0	4593.0
YOY	22.6%	93.9%	-5.6%	9.3%	2.6%	-26.0%	0.2%
收入占比	42.9%	54.3%	45.0%	41.6%	53.7%	42.7%	30.3%
其中：品牌服装	1889.7	2171.4	2576.2	3058.1	3666.0	4083.0	4268.9
YOY		14.9%	18.6%	18.7%	19.9%	11.4%	4.6%
自营专卖店收入					1615.7	1714.9	1714.9
商场专柜收入					1436.5	1592.4	1592.4
加盟收入					342.7	326.7	326.7
团购收入					417.5	449.1	449.1
其中：服装代工	1131.0	3758.8	3016.2	3040.5	2467.0	441.0	246.0

YOY		232.3%	-19.8%	0.8%	-18.9%	-82.1%	-44.2%
总渠道数量	1624	1808	1922	2145	2302	2719	2935
YOY		11.3%	6.3%	11.6%	7.3%	18.1%	7.9%
自营专卖店数量			473	506	573	795	815
商场专柜数量			990	1158	1302	1473	1650
加盟渠道数量			495	481	480	451	470
单店店效	1.16	1.20	1.34	1.43	1.59	1.50	1.45
YOY		3.2%	11.6%	6.4%	11.7%	-5.7%	-3.1%
平效(零售口径, 万元/平米)	1.21	1.41	1.46	1.6	1.80	1.64	1.52
毛利率	21.40%	30.00%	31.70%	36.40%	45.50%	60.70%	60%
净利润	445.96	694.43	536.04	937.16	691	818	643.6
YOY		30.0%	56.0%	-23.0%	75.0%	-26.0%	18.0%
							-21.3%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券

### 三、地产业务: 未来 2-3 年是确认高峰

雅戈尔置业项目成立于 1992 年, 2002 年正式并入上市公司, 雅戈尔地产在宁波是地产龙头, 公司以宁波为基点向江浙沪区域扩张, 坚持长三角“重点城市深耕细作”战略。受益于地产开发业务的集中交付, 2014 年 Q1 公司地产板块收入、净利润分别同比增 111.95%、100.95%, 考虑到 Q1 期末公司账上 138.35 亿元的预收款和后续推盘的速度, 我们预计地产主业未来 2-3 年仍处于确认高峰, 基本能保持 2013 年的净利润规模 (13 年 11.66 亿)。

另外, 公司纺织城 (毛纺、日中纺等等) 的后续收储开发进展值得关注, 纺织城占地 450 亩-500 亩, 如果被国家收储, 政府补贴的土地补偿款对公司未来营业外收入有较大贡献, 另外, 如果本地块由公司自己开发, 将会为 2016 年的地产业务提供有利保障。

表 4: 地产板块历史盈利情况 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	2,185	3,466	5,196	6,853	3,636	5,158	9,865
yoy		58.6%	49.9%	31.9%	-46.9%	41.8%	91.3%
净利润	274	781	1191	679	572	1009	1166
yoy		184.8%	52.5%	-43.0%	-15.9%	76.5%	15.6%
预售收入						8,026	14,783

资料来源: 公司公告, 中国银河证券 (2013 年地产利润中扣除杭州退地带来的 4.8 亿营业外支出)

表 5: 2014 年地产已交付项目汇总 (截止 2014 年 3 月 31 日)

楼盘名称	土地面积 (万 m <sup>2</sup> )	竞得金额 (亿元)	楼面价格 (元/m <sup>2</sup> )	预计总销 (亿元)	销售进度 (订单口径) (亿元)		预售比 例	14 年预售计划	
					2014 年以前预售	2014 年预售		面积 (万 m <sup>2</sup> )	金额 (亿元)
比华利二期	9.60	0.74	2528	10.64	5.64	0.17	54.6%	0.40	1.23
香湖丹堤二期	16.91	0.72	2004	14.54	7.14	0.03	49.3%	0.25	0.30

苏园 (70%)	2.88	5.06	8796	10.87	10.16	0.09	94.3%	0.58	0.72
长岛花园	17.60	15.88	6685	71.61	67.66	0.42	95.1%	1.70	4.55
御玺园	5.90	10.59	8969	33.90	32.06	0.80	96.9%	0.72	2.03
新海景花园	5.34	10.09	13493	25.14	23.40	0.53	95.2%	0.97	2.06
御西湖	3.61	15.20	16183	38.28	31.67	1.86	87.6%	1.88	6.57
西溪晴雪	5.52	8.81	11068	14.01	9.22	1.12	73.8%	3.53	5.39
篁外 (50%)	10.45	13.16	6297	29.82	20.74	0.25	70.4%	1.67	2.04
太阳城二期	16.38	4.31	1477	23.03	22.86	0.07	99.6%		
苏州网新	4.86	0.08	147	1.69	0.08	0.00	4.6%		
姑苏公馆 (49%)	4.40	7.11	8068	15.93	15.09	0.53	98.1%	0.79	0.71

资料来源: 公司公告, 中国银河证券

表 6: 2014 年地产在建在售项目 (截止 2014 年 3 月 31 日)

楼盘名称	土地面积 (万m <sup>2</sup> )	竞得金额 (亿元)	楼面价格 (元/m <sup>2</sup> )	预计总销 (亿元)	销售进度(订单口径, 亿元)		预售比例	14 年预售计划		预计交付时间
					14 年前预 售	14 年预售		面积 (万 m <sup>2</sup> )	金额 (亿元)	
紫玉花园	1.39	4.88	14,647.00	18.89	6.17	0.12	33.3%	3.56	6.02	2014.08
	2.69	7.27	19,302.00							
东海府	10.59	21.63	10,217.00	40.64	18.80	0.24	46.9%	5.00	6.52	2015.01
九唐华府 (35%)	32.91	18.71	18,952.00	33.19	3.07	0.78	11.6%	1.28	3.32	待定
东方一品 (40%)	7.26	19.54	12,030.00	38.16	20.77	0.74	56.4%	2.54	6.00	2015.08
铂翠湾 (50%)	4.87	10.43	14,857.00	15.50	4.98	0.08	32.7%	1.90	4.30	2015.06
新东城	6.12	1.90	2,421.00	7.24	-	1.88	26.0%	4.70	4.33	2015.12
馨院 (30%)	9.36	10.60	4,924.43	32.60	-	3.70	11.4%	14.67	22.82	2016.02
雅戈尔 1 号花苑	6.90	2.51	1,994.00	14.94	-	-	0.0%	5.43	7.18	待定
香湖半岛	10.96	0.58	438.00	6.33	-	-	0.0%	2.55	1.80	待定
新外滩 1 号 (50%)	5.91	10.99	7,436.60	27.10	-	4.26	15.7%	10.46	19.09	2016.06
千江月 (25%)	2.79	3.64	4,665.90	12.55	-	-	0.0%	5.73	8.91	2016.12

都市南山	3.86	3.00	4,326.00	7.24	-	-	0.0%	3.91	3.52	2016.03
明洲	9.51	15.91	10,227.90	38.34	-	-	0.0%	8.75	23.51	2016.12
太阳城三期	15.29	4.11	1,477.00	27.08	23.16	1.51	91.1%	2.76	2.83	2014.09
太阳城超高层	2.37	0.62	1,477.00	10.41	-	-	0.0%	-	-	2017.12
太阳城四期	9.68	2.54	1,477.00	23.62	-	1.52	0.0%	11.00	16.94	2016.12
长风8号	5.29	34.95	26,745.08	63.00	43.01	3.10	73.2%	7.38	19.99	2014.12

资料来源：公司公告，中国银河证券

表 7：2014 年地产在建未售项目（截止 2014 年 3 月 31 日）

取得时间	地块名称	楼盘名称	土地面积 (万 m <sup>2</sup> )	竞得金额 (万元)	楼面价格 (元/m <sup>2</sup> )	建筑面积 (m <sup>2</sup> )	预计总销 (万元)	预计开工时间	权益比例
2004/9/24	慈溪老鹰山	香湖半岛	10.96	5,754.00	438.00	127,262.70	63,297.00	未定	100%
2009/9/1	九唐（三四期）	九唐华府	15.81	-	18,952.00	90,578.59	待测	未定	35%
2007/7/31	苏州相城地块	帝豪花园	6.27	43,160.00	4,938.00	93,975.00	待测	未定	100%
2008/6/26	苏州太阳城超高层北	待定	1.18	3,101.88	689.28	52,006.23	54,948.00	未定	100%
	合计		17.23	48,914.00	-	221,237.70	63,297.00		-

资料来源：公司公告，中国银河证券

## 四、投资业务：宁波银行改为权益法核算，直接贡献利润

公司的股权投资分为二级市场投资（可供出售金融资产）和产业投资（长期股权投资）两部分。近年来，二级市场投资逐步萎缩，不断向产业投资转移。2013 年公司根据分期付款的安排，出资 120,000 万元、累计出资 300,000 万元认购北京国联能源产业基金（有限合伙），参与中石油的西气东输三线管道项目。并且，公司今年 1 月份对可供出售金融资产进行了结构调整，将宁波银行的会计核算方法由可供出售金融资产变更为长期股权投资，并以权益法确认损益。

表 8：投资板块历史损益情况（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013
净利润	1,625	1,245	487	-231	-489
期末可供出售金融资产市值	12,607	13,416	9,421	8,432	6,517
浮盈	7,936	5,548	1,125	974	1,206

资料来源：公司公告，中国银河证券

## (一) 二级市场投资规模逐步减少

因公司还未披露 2014 年中报的持股详细列表，暂按 13 年年报披露数据核算，其中宁波银行增持至 12.16%，并按照长期股权投资核算，不再计入可供出售金融资产范围。工大首创在上半减持完毕（原持股 18.53%），按照公司披露的简式权益报告书加权来估算减持价格，大致盈利约 1.37 亿，其余股票投资截止到 2013 年年报数据，公司可供出售金融资产按 7 月 28 日收盘价计算价值 35.89 亿，浮盈 4.85 亿。

表 9：雅戈尔股票投资收益明细（单位：百万）

证券代码	证券简称	持股数	持股比例 (%)	初始投资成本	目前市值	浮盈
600000	浦发银行	117.5169	0.63	1131.16	1146.96	15.80
002470	金正大	42.7	6.1	472.37	826.25	353.87
600030	中信证券	40.76256	0.37	23.45	538.88	515.44
600546	山煤国际	47.3807	2.39	540.36	211.79	-328.57
000568	泸州老窖	8.834191	0.63	249.60	165.64	-83.96
002103	广博股份	24.00557	10.99	7.23	220.61	213.38
600489	中金黄金	22.36854	0.76	249.70	182.30	-67.40
002299	圣农发展	10.0199	1.1	165.00	128.46	-36.54
002167	东方锆业	7.492748	1.81	112.42	103.25	-9.17
600096	云天化	8.468086	0.75	152.41	64.53	-87.88
合计				3103.69	3588.67	484.98

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部（注：持股数、初始投资成本截止 2013 年年报数据，当前市值按照 2014.7.28 收盘价计算）

表 10：工大首创收益明细测算（单位：百万）

证券代码	证券简称	期初持股数	期初持股比例 (%)	初始投资成本	减持额	盈利
600857	工大首创	41.57	18.53	375.47	512.07	136.60

资料来源：工大首创简式权益变动公告，中国银河证券研究部

## (二) 西三线提供将提供稳定回报，宁波银行 14 年权益法核算

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（目前持股 12.16%），预计 2014 年 H1 为公司带来 6.4 亿的净利润（其中 3 亿+为宁波银行净利润并表贡献，其余部分为调整会计核算办法一次性计入当期损益）。

表 11：宁波银行投资明细（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014H1
宁波银行净利润	3,254	4,068	4,847	2,868-3,129
雅戈尔投资收益(截止 6 月 30 日持有 11.26% 股权)				323-352

资料来源：宁波银行公告，中国银河证券研究部

**表 12: 长期股权投资明细 (截止 2013 年年报数据, 单位: 百万元)**

被投资单位	核算方法	投资成本	年初余额	增减变动	期末余额	在被投资单位持股比例(%)	在被投资单位表决权比例(%)
杭州中海雅戈尔房地产有限公司	权益法	100	236.0	24.7	260.7	50	50
宁波宜科科技实业股份有限公司	权益法	382.2	417.7	0.4	418.1	29.8	29.8
汉麻产业投资控股有限公司	权益法	80.0	66.5	-2.8	63.7	40.0	40.0
嵊州盛泰针织有限公司	权益法	46.9	63.2	-3.0	60.3	26.0	26.0
嵊州盛泰色织科技有限公司	权益法	103.2	190.3	18.4	208.6	26.0	26.0
无锡领峰创业投资有限公司	权益法	123.4	112.7	6.2	118.9	41.1	41.1
宁波兴普东城房产有限公司	权益法	360.0	351.9	-13.5	338.4	40.0	40.0
苏州中海雅戈尔房地产有限公司	权益法	9.8	19.1	27.5	46.6	49.0	49.0
宁波茶亭置业有限公司	权益法	35.0	31.1	-2.5	28.5	35.0	35.0
陆裕投资有限公司	权益法	1.2	0.0	29.4	29.4	50.0	50.0
宁波雅星地产投资咨询有限公司	权益法	0.5	0.0	0.5	0.5	50.0	50.0
宁波维科城西置业有限公司	权益法	165.0	0.0	162.0	162.0	30.0	30.0
宁波陈婆渡置业有限公司	权益法	82.5	0.0	81.6	81.6	25.0	25.0
宁波朗悦房地产发展有限公司	权益法	50.0	0.0	46.4	46.4	50.0	50.0
<b>权益法小计</b>			<b>1488.3</b>	<b>375.4</b>	<b>1863.7</b>		
浙商财产保险股份有限公司	成本法	270.0	270.0	0.0	270.0	18.0	18.0
上海艺鼎经济贸易有限公司	成本法	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0
上海东雅艺术设计工程有限公司	成本法	0.0	0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
宁波东南商报经营有限公司	成本法	4.5	4.5	0.0	4.5	9.0	9.0
银联商务有限公司	成本法	701.0	361.0	340.0	701.0	9.0	9.0
宁波金田铜业(集团)股份有限公司	成本法	133.2	133.2	0.0	133.2	3.1	3.1
杭州创业软件股份有限公司	成本法	32.1	32.1	0.0	32.1	15.7	15.7
深圳中欧创业投资合伙企业(有限合伙)	成本法	5.0	5.0	0.0	5.0	15.0	15.0
山西阳光焦化(集团)有限公司	成本法	92.4	92.4	0.0	92.4	5.1	5.1
绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	成本法	202.8	202.8	0.0	202.8	2.2	2.2
浙江向阳渔港集团股份有限公司	成本法	33.8	33.8	0.0	33.8	11.3	11.3
嵊州雅戈尔巴贝领带有限公司	成本法	0.8	0.8	0.0	0.8	50.0	0.0
南京商厦	成本法	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
北京国联能源产业投资基金(有限合伙)	成本法	3000.0	1800.0	1200.0	3000.0	6.0	6.0
中信夹层(上海)投资中心(有限合伙)	成本法	100.0	50.0	50.0	100.0	2.0	2.0
宁波雅戈尔针织内衣有限公司	成本法	0.0	0.0	19.8	19.8	100.0	0.0
宁波雅戈尔法轩针织有限公司	成本法	0.0	0.0	17.2	17.2	100.0	0.0
<b>成本法小计</b>			<b>2986.1</b>	<b>1626.5</b>	<b>4612.6</b>		
<b>合计</b>			<b>4474.5</b>	<b>2001.9</b>	<b>6476.4</b>		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 五、现金流改善为高分红提供保障

从现金流量表可以看到，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 年不再拿地，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。

表 13: 雅戈尔现金流量表(单位: 百万元)

一般企业-现金流量表 (单位: 百万元)	2011	2012	2013
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	15193.8	14672.5	16847.5
收到的税费返还	66.0	31.2	10.7
收到其他与经营活动有关的现金	335.8	266.3	1786.1
经营活动现金流入小计	15595.6	14970.0	18644.3
<b>购买商品、接受劳务支付的现金</b>	<b>12121.1</b>	<b>4948.5</b>	<b>7035.9</b>
支付给职工以及为职工支付的现金	1717.1	1489.8	1348.2
支付的各项税费	2225.9	1894.3	2267.8
支付其他与经营活动有关的现金	1078.3	1346.6	2190.6
经营活动现金流出小计	17142.4	9679.3	12842.4
经营活动产生的现金流量净额	-1546.8	5290.8	5801.9
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	5271.1	6184.9	3630.1
取得投资收益收到的现金	215.1	227.1	314.1
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	40.3	157.7	281.9
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	227.0	127.9	0.0
收到其他与投资活动有关的现金	50.2	41.6	917.2
投资活动现金流入小计	5803.7	6739.2	5143.3
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	996.0	370.7	166.5
投资支付的现金	3718.2	6693.9	4013.4
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	257.0	116.2	309.4
支付其他与投资活动有关的现金	1090.0	1436.9	1076.3
投资活动现金流出小计	6061.2	8617.7	5565.6
投资活动产生的现金流量净额	-257.5	-1878.5	-422.2
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	60.0	9.6	0.0
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	60.0	9.6	0.0
取得借款收到的现金	21739.6	22722.7	17266.2
收到其他与筹资活动有关的现金	220.7	660.5	173.6
筹资活动现金流入小计	22020.3	23392.9	17439.8
偿还债务支付的现金	19626.4	23506.0	20273.0

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1943.6	2503.0	2106.3
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	68.7	44.9	4.3
支付其他与筹资活动有关的现金	513.2	252.7	83.3
筹资活动现金流出小计	22083.3	26261.7	22462.7
筹资活动产生的现金流量净额	-63.0	-2868.8	-5022.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 14：雅戈尔近三年分红情况(单位：百万元)**

	2011	2012	2013
现金分红（含税）	890.64	1113.31	1113.31
归属上市公司股东的净利润	1762.71	1598.60	1359.6
分红/净利润	51%	70%	82%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 六、投资建议

按照以上各板块测算，服装板块、地产板块净利润与和 13 年持平，分别为 6.4 亿、11.7 亿，投资板块收益主要靠宁波银行贡献，（宁波银行按照 wind 一致预期，14 年净利润 56.66 亿，雅戈尔收益为 6.89 亿，加上一一次性调整的收益 3 亿左右，共计 9.89 亿），我们预计公司 2014 年净利润 24 亿左右，当前总市值 167 亿，对应 PE 约 7 倍，从分红回报和公司稳健性角度，是稳健型投资不错的标的；总体股价下行空间有限，但上涨幅度取决于地产和大盘走向，维持对公司推荐评级。

## 插图目录

图 1: 宁波盛达回购之后雅戈尔的股权结构.....	2
----------------------------	---

## 表格目录

表 1: 雅戈尔各版块业绩情况 (单位: 百万元) .....	1
表 2: 雅戈尔具有高现金分红的传统.....	1
表 3: 雅戈尔服装板块业绩情况 (单位: 百万元) .....	2
表 4: 地产板块历史盈利情况 (单位: 百万元) .....	3
表 5: 2014 年地产已交付项目汇总 (截止 2014 年 3 月 31 日) .....	3
表 6: 2014 年地产在建在售项目 (截止 2014 年 3 月 31 日) .....	4
表 7: 2014 年地产在建未售项目 (截止 2014 年 3 月 31 日) .....	5
表 8: 投资板块历史损益情况 (单位: 百万元) .....	5
表 9: 雅戈尔股票投资收益明细 (单位: 百万) .....	6
表 10: 工大首创收益明细测算 (单位: 百万) .....	6
表 11: 宁波银行投资明细 (单位: 百万元) .....	7
表 12: 长期股权投资明细 (截止 2013 年年报数据, 单位: 百万元) .....	7
表 13: 雅戈尔现金流量表(单位: 百万元).....	8
表 14: 雅戈尔近三年分红情况(单位: 百万元).....	9

## 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。

## 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

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)