

# 雅戈尔 (600177) — 2014 年中报点评

品牌业务平稳发展，地产拖累业绩。

谨慎推荐

## 盈利预测与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	15,167	15,866	17,408	19,525
同比 (%)	41.3%	4.6%	9.7%	12.2%
净利润 (百万元)	1360	2089	2254	2412
同比 (%)	-15.0%	53.7%	7.9%	7.0%
毛利率 (%)	36.5%	40.9%	42.2%	41.2%
ROE (%)	9.8%	16.0%	18.9%	22.4%
每股收益 (元)	0.61	0.94	1.01	1.08
P/E	12.40	8.07	7.48	6.99
P/B	1.21	1.29	1.41	1.57

- **营收小幅下滑，利润大幅增长。**上半年公司实现营业收入 757,689.35 万元，较上年同期减少 5.16%；营业成本 458,909.96 万元，同比增加 11.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 182,891.80 万元，同比增长 90.52%。基本每股收益 0.82 元。
- **利润增长得益于投资。**公司上半年品牌服装业务实现营业收入 217,354.61 万元，同比增长 1.13%，未达预期；实现净利润 41,684.28 万元，同比增长 27.25%，主要是由于成本费用的有效控制。投资方面，归属于母公司净利润 86,782.46 万元，同比增长 1275.84%，主要是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。
- **品牌服装落实创新转型。**首先，公司品牌服装的库存金额为 155,479.39 万元，库龄结构相对合理；其次，公司通过升级 DP、抗皱技术和广泛运用汉麻面料等措施进行产品结构优化，品牌服装毛利率达到 66.53%，同比增加 3.55 个百分点；最后，公司把握服装休闲化的发展趋势，逐步推进衬衫式休闲服、汉麻休闲服和水洗休闲服的研发工作，在秋冬订货会上，休闲系列衬衫的订货量在衬衫大类中的占比达到 44%。
- **地产开发拖累业绩。**上半年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，实现营业收入 504,784.30 万元，同比下降 4.79%；实现净利润 54,102.23 万元，同比下降 2.42%。由于上半年房地产市场整体库存高居不下、商品房成交面积降低、供需失衡等因素，公司地产开发业绩下滑，又因为该板块占公司总收入的比例超过 60%，继而影响了公司整体收益。
- **盈利预测。**1、上半年，终端需求仍旧疲软，行业刚性成本持续上涨，外来快销品牌、电商的竞争日益加剧，公司品牌服装业务保持平稳发展，但难有较大突破；2、公司对土地市场保持审慎态度，报告期内合作竞得土地一宗，投入 33,057.14 万元，截至报告期末，公司拥有 5 宗土地储备，拟开发建设面积达到 59.31 万平方米。但由于房地产市场观望情绪加重，成交持续下滑，对公司地产开发造成了压力，收益存在较大不确定性；3、截至报告期末，公司持有的可供出售金融资产市值为 348,437.12 万元，浮盈 27,972.86 万元，由于大多为上市公司，股价波动大，最终计入公司利润的数额无法准确判断。我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.94 元、1.01 元和 1.08 元，对应 PE 分别为 8.07 倍、7.48 倍和 6.99 倍，给予谨慎推荐评级。
- **风险因素。**终端需求低迷；地产供需不平衡进一步恶化等。

2014 年 8 月 27 日

证券分析师 李葳

执业资格证书号码: S0600513100002

0512- 62936061

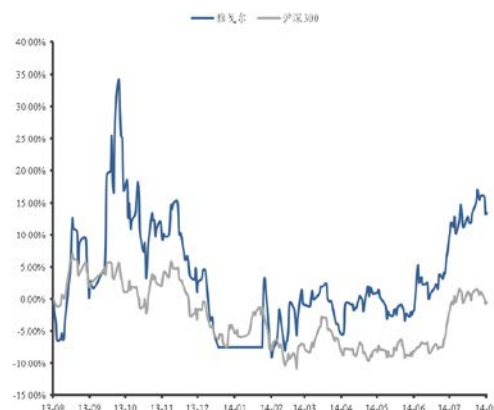
[liw@gsjq.com.cn](mailto:liw@gsjq.com.cn)

研究助理 庄沁

0512- 62938317

[zhuangq@gsjq.com.cn](mailto:zhuangq@gsjq.com.cn)

## 股价走势



单位: 百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>29764.2</b>	<b>39724.9</b>	<b>42546.1</b>	<b>44903.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>15166.9</b>	<b>15866.1</b>	<b>17408.3</b>	<b>19525.1</b>
现金	3533.2	3280.0	3295.0	3369.0	营业成本	8102.6	8704.1	9229.9	10498.6
应收款项	3357.7	3856.5	4273.8	4567.3	营业税金及附加	1534.5	666.4	825.2	978.2
存货	22645.4	30311.6	32568.0	34315.9	营业费用	1660.5	2018.2	2221.3	2370.3
其他	227.9	2276.8	2409.3	2651.5	管理费用	771.5	1109.8	1108.7	1197.4
<b>非流动资产</b>	<b>18582.0</b>	<b>21010.5</b>	<b>22908.3</b>	<b>24784.7</b>	财务费用	730.8	1134.5	1538.6	1766.8
长期股权投资	6476.4	8462.9	10457.1	12447.5	投资净收益	653.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	4570.4	5022.7	4936.6	4832.8	其他	-433.6	10.3	10.3	10.3
无形资产	307.9	297.6	287.3	277.1	<b>营业利润</b>	<b>2586.9</b>	<b>2243.4</b>	<b>2494.9</b>	<b>2723.9</b>
其他	7227.4	7227.4	7227.4	7227.4	营业外净收支	-457.7	481.9	481.9	481.9
<b>资产总计</b>	<b>48346.1</b>	<b>60735.4</b>	<b>65454.5</b>	<b>69688.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>2129.2</b>	<b>2725.3</b>	<b>2976.8</b>	<b>3205.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>31571.1</b>	<b>44808.4</b>	<b>50670.2</b>	<b>56079.9</b>	所得税费用	770.3	636.1	722.8	793.4
短期借款	13535.3	22806.8	26904.5	30452.3	少数股东损益	-0.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	1014.3	1367.9	1517.7	1563.6	<b>母公司净利润</b>	<b>1359.6</b>	<b>2089.2</b>	<b>2254.0</b>	<b>2412.4</b>
其他	17021.5	20633.8	22247.9	24064.1	EBIT	3110.5	3377.9	4033.5	4490.8
<b>非流动负债</b>	<b>2554.6</b>	<b>2554.6</b>	<b>2554.6</b>	<b>2554.6</b>	EBITDA	3536.6	3888.8	4591.0	5089.9
长期借款	2074.6	2074.6	2074.6	2074.6					
其他	480.0	480.0	480.0	480.0	<b>财务与估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债总计</b>	<b>34125.7</b>	<b>47363.1</b>	<b>53224.9</b>	<b>58634.6</b>	每股收益(元)	0.61	0.94	1.01	1.08
少数股东权益	289.3	289.3	289.3	289.3	每股净资产(元)	6.26	5.87	5.36	4.83
母公司股东权益	13931.1	13083.1	11940.3	10764.5	发行在外股份	2226.6	2227.0	2227.0	2227.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>48346.1</b>	<b>60735.4</b>	<b>65454.5</b>	<b>69688.4</b>	ROIC(%)	7.7%	9.7%	10.1%	10.9%
					ROE(%)	9.8%	16.0%	18.9%	22.4%
					毛利率(%)	36.5%	40.9%	42.2%	41.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EBIT Margin(%)	20.5%	21.3%	23.2%	23.0%
经营活动现金流	5801.9	-4094.3	1769.3	2590.0	销售净利率(%)	9.0%	13.2%	12.9%	12.4%
投资活动现金流	-422.2	-2493.1	-2455.3	-2475.6	资产负债率(%)	70.6%	78.0%	81.3%	84.1%
筹资活动现金流	-5022.8	6334.2	701.0	-40.4	收入增长率(%)	41.3%	4.6%	9.7%	12.2%
现金净增加额	354.1	-253.2	15.0	74.0	净利润增长率(%)	-15.0%	53.7%	7.9%	7.0%
折旧和摊销	426.2	510.9	557.5	599.2	P/E	12.40	8.07	7.48	6.99
资本开支	84.8	-506.6	-461.1	-485.2	P/B	1.21	1.29	1.41	1.57
营运资本变动	5614.5	-6694.4	-1042.2	-421.6	EV/EBITDA	14.42	16.51	15.26	14.83
企业自由现金流	8921.3	-4100.6	2108.4	3071.7					

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20%以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10%以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5%以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>