

2015年03月25日

证券研究报告·公司研究·纺织服装

雅戈尔(600177)调研报告

买入(首次)

当前价: 17.82元

目标价: — 一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

设立大健康产业基金，积极探索战略转型

- **事件:** 我们在3月23日参加了公司股东会,与公司高管就当前业务状况以及未来发展战略进行了交流。
- **积极设立健康产业基金,战略向大健康转型。** 1) 产业基金概况。公司于2015年3月公告拟设立健康产业基金,首期投资10亿元。该基金投资范围为:拟针对大健康产业股权投资、并购整合以及国有大中型混合所有制改制重组的投资机会。该基金是公司在大健康领域的初步探索,迈出转型第一步,我们认为:公司未来将有望根据大健康项目资金的需要扩大基金规模; 2) 向大健康转型的主要方向:公司有望在当前服装业务渠道上发展会员制,做健康保健相关的大健康产业;对于公司尚不熟悉的如医药制造等领域则暂采取股权投资的方式介入,未来可加深参与程度; 3) 产业基金成立后,目前已组建决策团队、项目决策最终由公司审议委员会决策,项目考察积极开展。
- **公司地产业务收缩,养老地产即将启动。** 1) 公司地产业务正在收缩。随着房地产市场供需的变化,公司地产业务有所收缩。杭州部分项目已经撤回,重心回归宁波,目前储备在建150多亩,未建50多亩,计划继续在宁波从事住宅地产和商业地产; 2) 公司养老地产业务即将启动。我们认为:尽管受养老观念的影响,养老地产的实施具有一定难度,但随着国内老年化人口的加剧、老人可支配收入的提升及观念的转变,养老产业将面临前所未有的发展机遇,养老地产及老人健康管理将是黄金行业。
- **公司服装品牌树立、渠道建设仍是未来重点。** 2011年以来公司服装领域收入增速出现下滑,2014年由于渠道优势收入增速筑底回升,预计2015年将保持两位数的增长。未来公司将维持对服装领域的投入,品牌、渠道建设仍将是重点; 1) 品牌方面。2015年春天将推出女装业务,将有望加入有性价比的时尚定制; 2) 渠道方面。销售渠道有望向会员制方向发展,创新采用了“雅戈尔体验馆微信”营销模式。目前线上有天猫、京东在售,2015年将进驻1号店、苏宁,有望实现O2O销售模式;线下以整合为主,未来5年希望将门店由2600多家整合为1000家左右。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司2014-2016年的EPS分别为1.34元、1.38元、1.46元,对应市盈率为13倍、13倍、12倍,估计2015年有11亿元投资收益(宁波银行6亿元+纺织城地块政府回购5.7亿),由于公司持股15.7%的创业软件将于近期上会、且持股30%的汉麻产业正在进行重大资产重组,将为公司战略转型提供持续、充沛的现金流。我们认为:公司战略转型明确,后期将积极部署养老地产、大健康等领域朝阳产业,长期看好公司战略转型价值。首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 转型进展或低于预期、服装业务收入或低于预期。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	15166.88	14568.43	15336.53	16144.03
增长率	41.32%	-3.95%	5.27%	5.27%
归属母公司净利润(百万元)	1359.60	2994.51	3079.71	3260.32
增长率	-14.95%	120.25%	2.85%	5.86%
每股收益EPS(元)	0.61	1.34	1.38	1.46
净资产收益率ROE	9.56%	18.89%	18.14%	17.95%
PE	29	13	13	12
PB	2.74	2.41	2.25	2.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

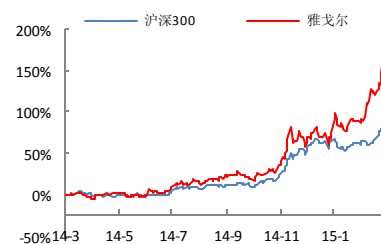
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	22.27
流通A股(亿股)	22.27
52周内股价区间(元)	6.29-18.22
总市值(亿元)	396.78
总资产(亿元)	482.07
每股净资产(元)	6.51

相关研究

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15166.88	14568.43	15336.53	16144.03	净利润	1358.96	3055.63	3142.56	3326.85
营业成本	8102.65	8597.89	9052.29	9009.27	折旧与摊销	426.76	432.80	433.91	435.02
营业税金及附加	1534.50	1068.93	1214.76	1306.43	财务费用	730.82	744.55	750.39	926.82
销售费用	1660.51	1594.99	1679.09	1767.49	资产减值损失	446.40	989.76	0.00	0.00
管理费用	758.76	728.82	767.25	807.64	经营营运资本变动	3288.06	-2637.47	-369.37	725.89
财务费用	730.82	744.55	750.39	926.82	其他	-449.14	-2762.88	-1935.45	-1610.77
资产减值损失	446.40	989.76	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5801.86	-177.62	2022.05	3803.82
投资收益	653.64	2762.88	1935.45	1610.77	资本支出	505.50	-3020.00	-3020.00	-3020.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-927.74	7536.51	473.14	655.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-422.24	4516.51	-2546.86	-2364.34
营业利润	2586.89	3606.37	3808.21	3937.14	短期借款	-2194.94	-3226.33	3387.24	1724.14
其他非经营损益	-457.66	120.00	120.00	120.00	长期借款	392.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	2129.23	3726.37	3928.21	4057.14	股权融资	-322.53	0.00	0.00	0.00
所得税	770.27	670.75	785.64	730.29	支付股利	-890.64	-1113.31	-1996.83	-2115.68
净利润	1358.96	3055.63	3142.56	3326.85	其他	-2007.65	-1347.17	-750.39	-926.82
少数股东损益	-0.63	61.11	62.85	66.54	筹资活动现金流净额	-5022.84	-5686.80	640.03	-1318.36
归属母公司股东净利润	1359.60	2994.51	3079.71	3260.32	现金流量净额	354.09	-1347.91	115.21	121.13
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3533.18	2185.26	2300.48	2421.60	成长能力				
应收和预付款项	3579.92	4404.27	4384.39	4610.28	销售收入增长率	41.32%	-3.95%	5.27%	5.27%
存货	22645.44	23045.97	24321.61	24200.83	营业利润增长率	24.24%	39.41%	5.60%	3.39%
其他流动资产	5.63	5.41	5.69	5.99	净利润增长率	-18.03%	124.85%	2.85%	5.86%
长期股权投资	6476.38	2696.38	3296.38	3296.38	EBITDA 增长率	10.30%	27.75%	4.36%	6.14%
投资性房地产	474.06	427.45	454.31	448.65	获利能力				
固定资产和在建工程	4570.35	7194.58	9817.70	12439.71	毛利率	46.58%	40.98%	40.98%	44.19%
无形资产和开发支出	355.68	320.48	285.29	250.10	三费率	20.77%	21.06%	20.84%	21.69%
其他非流动资产	6705.49	5756.63	6590.24	7549.17	净利率	8.96%	20.97%	20.49%	20.61%
资产总计	48346.13	46036.43	51456.09	55222.72	ROE	9.56%	18.89%	18.14%	17.95%
短期借款	12920.61	9694.29	13081.53	14805.67	ROA	3.33%	2.81%	9.45%	8.86%
应付和预收款项	17265.85	16795.72	17639.22	18474.62	ROIC	20.75%	120.75%	220.75%	320.75%
长期借款	2074.59	2074.59	2074.59	2074.59	EBITDA/销售收入	24.69%	32.84%	32.55%	32.82%
其他负债	1864.68	1297.05	1340.22	1336.14	营运能力				
负债合计	34125.73	29861.65	34135.57	36691.02	总资产周转率	30.89%	30.87%	31.46%	30.27%
股本	2226.61	2226.61	2226.61	2226.61	固定资产周转率	352.32%	370.78%	431.74%	508.59%
资本公积	1549.90	1549.90	1549.90	1549.90	应收账款周转率	4179.83%	3331.29%	3534.59%	3544.48%
留存收益	10166.66	12047.87	13130.76	14275.39	存货周转率	34.99%	36.68%	36.54%	35.54%
归属母公司股东权益	13931.10	15824.38	16907.26	18051.90	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.08%	--	--	--
少数股东权益	289.29	350.41	413.26	479.80	资本结构				
股东权益合计	14220.40	16174.79	17320.52	18531.70	资产负债率	70.59%	64.87%	66.34%	66.44%
负债和股东权益合计	48346.13	46036.43	51456.09	55222.72	带息债务/总负债	43.94%	39.41%	44.40%	46.01%
					流动比率	0.94	1.09	0.98	0.92
					速动比率	0.23	0.24	0.21	0.21
					股利支付率	81.88%	66.68%	68.70%	69.43%
					每股指标				
					每股收益	0.61	1.34	1.38	1.46
					每股净资产	6.39	7.26	7.78	8.32
					每股经营现金	2.61	-0.08	0.91	1.71
					每股股利	0.50	0.90	0.95	1.02
业绩和估值指标									
EBITDA	3744.46	4783.72	4992.50	5298.98					
PE	28.66	13.01	12.65	11.95					
PB	2.74	2.41	2.25	2.10					
PS	2.57	2.67	2.54	2.41					
EV/EBITDA	11.46	8.68	8.79	8.40					
股息率	2.86%	5.12%	5.43%	5.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn