

# “四轮驱动”助跑牛市业绩，大健康开启未来十年增长序幕

■ **进军大健康市场，提升长期价值：**公司日前成立 10 亿元健康产业基金，探索大健康领域长期机会。根据国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》，至 2020 年我国健康服务产业规模超 8 万亿，复合增速达 17.57%。公司此时进军大健康领域，探索与主业协同（渠道优势、养老地产）的新盈利模式，为未来十年稳定增长夯实基础。

■ **投资业务看点多：**我们预计公司持有包括长期股权投资在内的金融资产超过 136 亿元，其中宁波银行持股比例 10.93% 约 66 亿元，其余 A 股如汗麻产业（停牌）、金正大、广博股份、中国平安等，预期投资收益颇丰。其余创投项目中，除已过会的杭州创业软件、歌力思外，通过中欧产业基金、无锡领峰、绵阳产业基金间接投资的项目也将在注册制、新三板等股权交易渠道放宽下得到良好投资收益。

■ **服装业务具备 O2O 天然优势，地产未来预期平稳：**公司在西服男装方面具备领先优势，高达 85% 的直营比例具备天然 O2O 基因，“雅戈尔体验馆”微信账号的试水打开移动营销想象空间，未来女装产品的推出也具备良好预期。而房地产方面，公司逐步收缩战线，未来通过大健康领域探索养老地产新商业模式，有望获得平稳增长。

■ **投资建议：**公司凭借多元化业务在服装行业低迷的背景下逆势增长，未来“服装+地产+投资+大健康”四轮驱动，有望打造健康领域产业链闭环生态圈，同时具金融影子股、创投等概念，是典型的牛市品种。我们预计 2015 年公司投资收益较快增长，预测 2014-2016 年收入分别为 15.9 亿元/16.3 亿元/17.1 亿元，EPS 分别为 1.42 元/1.55 元/1.76 元。对服装、房地产、投资业务进行分拆后，分别估值为 195/151.2/278.4 亿元，健康产业投资初步估值 50 亿元，目标市值 674.6 亿元，对应目标价 30.3 元，首次给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**1) 投资业务波动风险；2) 健康产业推进低于预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,732.5	15,166.9	15,902.2	16,306.8	17,126.9
净利润	1,598.6	1,359.6	3,162.6	3,537.4	4,021.7
每股收益(元)	0.72	0.61	1.42	1.55	1.76
每股净资产(元)	6.29	6.26	7.44	7.51	7.86

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	26.8	31.5	13.5	12.4	10.9
市净率(倍)	3.1	3.1	2.6	2.6	2.4
净利润率	14.9%	9.0%	19.9%	21.7%	23.5%
净资产收益率	11.4%	9.8%	19.1%	20.6%	22.4%
股息收益率	2.6%	2.6%	5.0%	5.9%	6.8%
ROIC	11.6%	10.2%	21.5%	12.4%	24.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

30.30 元

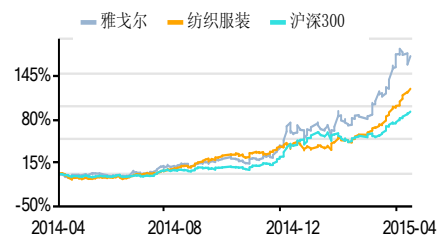
股价 (2015-04-13)

19.23 元

交易数据

总市值(百万元)	42,817.74
流通市值(百万元)	42,817.74
总股本(百万股)	2,226.61
流通股本(百万股)	2,226.61
12 个月价格区间	6.46/19.54 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.96	45.89	68.00
绝对收益	31.17	71.70	162.70

苏林洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110002

sulj@essence.com.cn

021-68763865

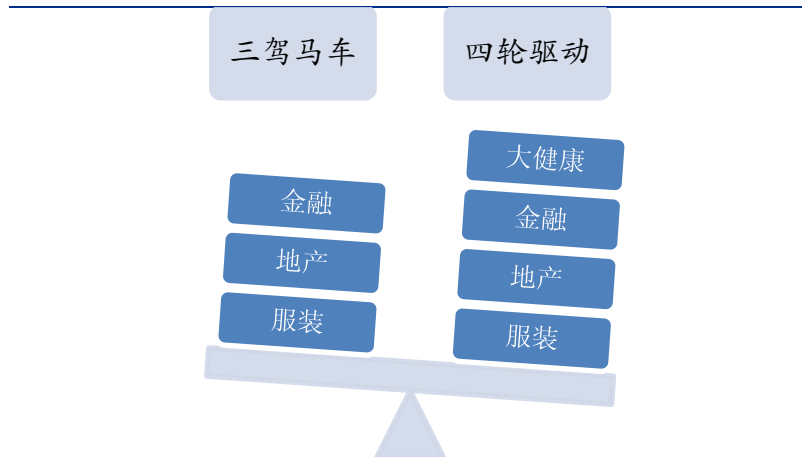
相关报告

## 1. “三驾马车”时代结束，进军“大健康”开启牛市四轮驱动

### 1.1. “服装+地产+金融”，成立健康产业基金

雅戈尔集团以服装起家，创建于1979年，经过35年的发展，逐步形成了以品牌服装、地产开发、金融投资三大板块为主的多元化企业，2015年起公司开始进军健康产业，出资设立健康产业基金，首期募集资金10亿人民币。开启了公司由“服装+地产+投资”三足鼎立向“大健康+服装+地产+投资”四轮驱动的时代。

图 1：“三驾马车”时代结束，拉开“四轮驱动”序幕



数据来源：安信证券研究中心

## 2. 进军大健康市场，8万亿大市场孕育多种机会

### 2.1. 设立健康产业基金，进军大健康领域

2015年3月7日公司公告，公司及下属公司决定以现金出资设立健康产业基金，首期规模10亿元，首期认缴出资总额5亿元；基金存续期为5年，经合伙人会议批准可以延期2年。**成立健康产业基金是公司进军健康产业的第一步。**将其放在公司投资业务的战略角度看，产业基金的五大投资方向沿袭了公司稳健的投资策略，顺应投资业务由金融投资向产业投资的调整方向。

**公司投资健康产业具备良好先天优势。**公司旗下凯石投资曾参与山东步长制药、杭州创业软件（医疗卫生行业软件研发）等医疗健康领域优秀企业的股权投资，储备了较多健康领域人才和项目资源。

表 1：雅戈尔健康产业基金主要投资方向

1	成长期、扩张期的股权投资；
2	行业龙头企业的并购和整合；
3	优质上市公司的定增项目；
4	国有大中型企业混合所有制（含公立医院）的改制重组；
5	具有突破性 or 革命性技术和商业模式的 VC 项目。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.2. 迈向“大健康”时代，8万亿市场空间，年均增速超 17.5%

#### 2.2.1. 以服务为中心的“大健康”产业界定

根据国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》，到 2020 年，基本建立覆盖全生命周期的健康服务业体系，健康服务业(包括医疗护理、康复保健、健身养生等众多领域)总规模达到 8 万亿元以上，根据我们计算，产业年均增速达到 17.57%。

从行业生态的角度理解，“大健康”产业所涵盖的范围远远超过了传统意义上的医疗行业，

“大健康”产业全面挖掘消费者在健康方面的各种需求，打造产业链闭环。我们按健康需求将大健康产业分为三个层次：

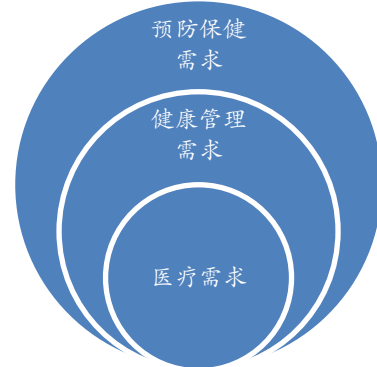
- (1) **医疗需求**。医疗需求是基本的健康需求。医院是相关产业的中心，相关产品为药品、医疗器械、康复辅助器具。未来在这一层次将会有明显的市场化进程。
- (2) **健康管理需求**。健康管理是需求具有疾病隐患的人（慢性病患者、大病康复者、老年人，也可拓展至一般人群）长期管理健康状况的需求。相关的产品和服务有体检、健康咨询、健康养老等。
- (3) **预防保健需求**。预防保健需求是所有关注健康的人的需求。相关的产品和服务有中医疗保健、体检、体质测定、体育健身、医疗保健旅游等。

图 2：传统医疗行业直线型层次



数据来源：安信证券研究中心

图 3：大健康产业层次按需求分



数据来源：安信证券研究中心

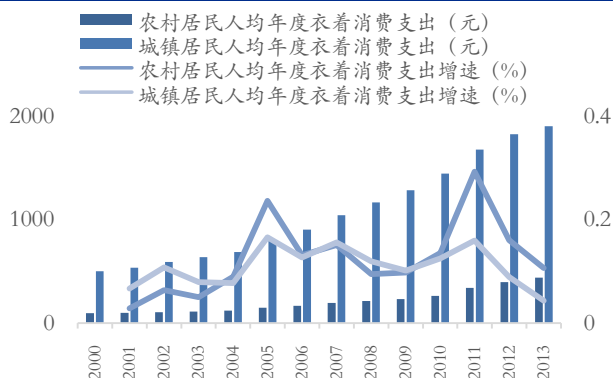
从面向对象的人数来看，预防保健需求>健康管理需求>医疗需求，其市场规模也应按这样的层次发展。消费者的多层次健康需求催生出不同的细分市场，引发多种细分行业的发展机会。未来的“大健康”产业将是传统医疗由“面向过程”到“面向对象”、过程流线型到产业链生态化的大升级。

### 2.2.2. 消费需求倒逼出健康产业发展机遇期

从健康产业所处的市场环境来看，发展机遇期已经来临：

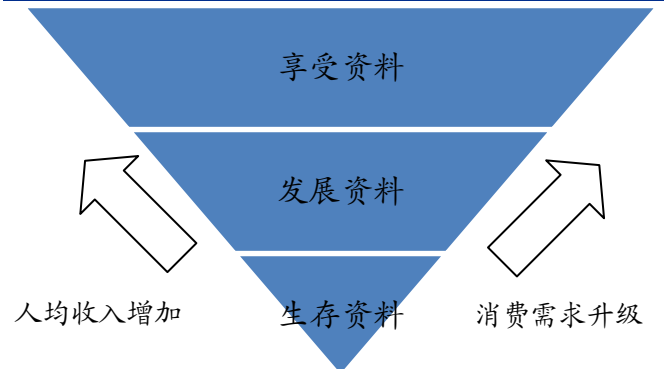
- (1) **消费升级促进多元化健康服务需求**。健康产业的消费刚性的强弱兼备，医疗需求是强刚性需求，而健康管理、预防保健市场受众属于有一定消费能力、具备健康意识的中高收入人群，属于改善生活型消费。人均收入的增加将使得健康消费的强弱两面同时提升。中国人员基数大，随城镇化进程加快健康消费更加多元化，未来是一个具备多层次健康需求的大市场。未来健康产业的发展下限取决于人均基础卫生资源的扩张，上限取决于满足深层次需求的健康服务业的成熟度。

图 4：城镇、农村居民人均年度衣着消费支出及增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

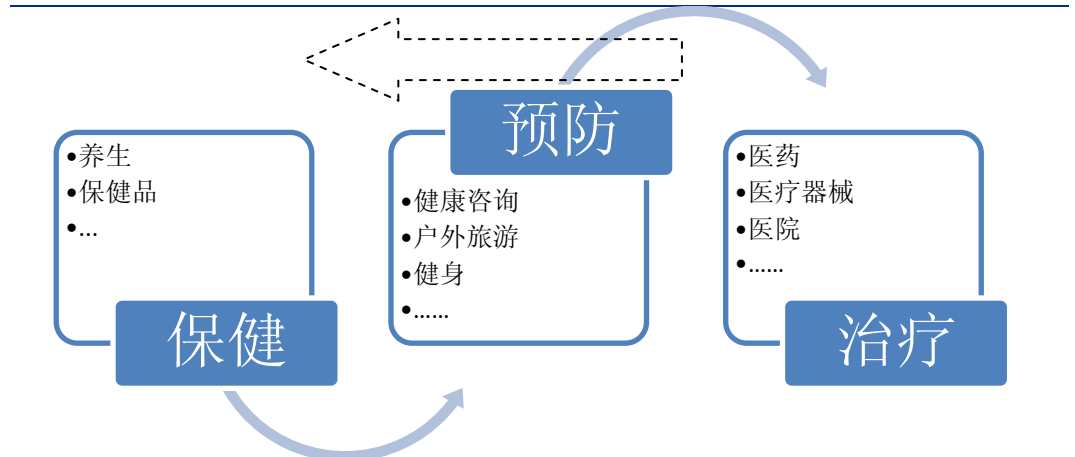
图 5：消费资料的三个层次



数据来源：安信证券研究中心

(2) **亚健康社会环境刺激健康消费向前端移动。**中国医师协会、中国医院协会、人民网和慈铭集团等机构联合发布的《中国城市健康白皮书》显示，主要城市的白领人群中，代谢紊乱疾病、疲劳、失眠、心理障碍等亚健康比例高达76%，真正意义上的“健康人”只有2.5%。亚健康不属于严格的疾病，保健而非治疗是其主要的应对方法。在亚健康问题日益突出的情况下，健康消费将向前端移动，健康消费的目的更加突出“防患于未然”的作用。相应地，养生、保健品、健康旅游等新兴产业将出现明显的发展浪潮，为健康产业带来新鲜增长动力。

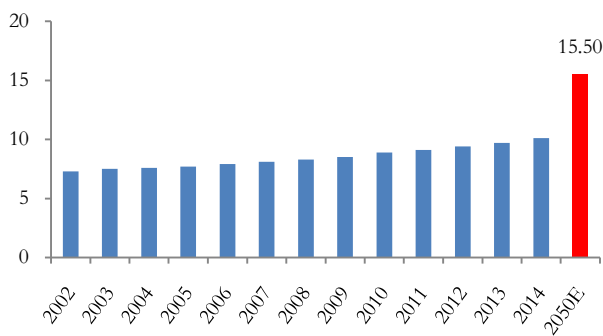
图 6：健康消费向前端移动



数据来源：安信证券研究中心

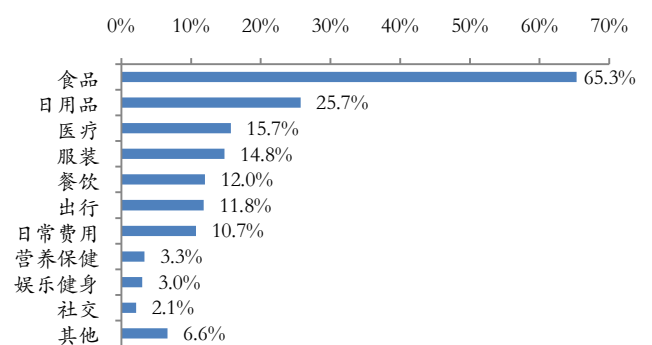
(3) **老龄化加剧。**由计划经济、生育意愿等各种因素引发的老龄化问题日益严重。预计到2050年将达到4.8亿，老龄化水平为15.5%。二胎政策短时间难以消化人口结构老龄化的调整规模，老龄化趋势不可逆转。以老年人年均消费3000元保守估计，老年消费是个万亿元级别的大市场。根据中国消费者协会发布的《中国老龄事业发展报告(2013)》，医疗是老年消费支出最多的三大项目之一，营养保健品消费也显出良好的增长势头。围绕老年人健康需求将催生保健品、健康咨询、养老地产等多个产业的大发展。

图 7：65 岁以上人口比例 (%)



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 8：老年消费者用于自身日常消费支出最多的项目



数据来源：《中国老龄事业发展报告(2013)》，安信证券研究中心

### 2.2.3. 政策东风助推健康产业升级

多年来我国持续在推进医疗体制改革，为健康产业发展提供了良好的政策环境。其国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》提出到2020年健康服务业规模达到8万亿以上，将健康产业的结构调整也提上国家战略。

结合行业大趋势和相关政策，我们判断未来健康产业的发展具备以下三个特征：

- (1) **消费驱动型**。一系列政策旨在鼓励多元化的健康产品和服务,满足更大的消费需求,以消费拉动整个产业的发展;
- (2) **政策持续性**。医疗健康作为民生问题一直是政府工作的重点之一,考虑我国健康产业发展程度低、调整难度大,未来政府的相关支持将保持连续性;
- (3) **产业结构深度调整**。目前健康产业以医疗为主,服务比重低,未来健康服务业将赶超健康制造,细分行业中诞生龙头企业,可能出现整合产业链的大型企业,催生无数投资机会。

**表 2: 健康产业相关政策不完全整理**

时间	文件或事件	内容
2007 年 1 月	新医改方案发布	有效减轻居民就医费用负担,切实缓解“看病难、看病贵”的近期目标,以及“建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度,为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务”的长远目标。
2012 年 3 月 14 日	国务院关于印发“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知	“健康中国 2020”战略明确提出到 2020 年我国卫生总费用占 GDP 的比重要增加到 6.5-7%,提高两个百分点,未来政府医疗健康投入将持续增加。
2012 年 11 月	党的十八大报告	要坚持为人民健康服务的方向,坚持预防为主,重点推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革,健全全民医保体系,巩固基本药物制度,深化公立医院改革,鼓励社会办医,扶持中医药和民族医药事业发展。改革和完善食品药品安全监管体制机制。
2013 年 9 月 14 日	国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》	到 2020 年,基本建立覆盖全生命周期的健康服务业体系,健康服务业(包括医疗护理、康复保健、健身养生等众多领域)总规模达到 8 万亿元以上。
2015 年 3 月 5 日	政府工作报告	首次将“健康中国”写入政府工作报告。

数据来源:安信证券研究中心

#### 2.2.4. 需求、资金、政策指向健康产业大跃进,年增速达 17.6%

**我国健康产业极具增长潜力**。2011 年中国健康总支出占国内生产总值的比重为 5.1%,相比之下美国的健康产业规模占国内生产总值的比例高达 17.6%。另外,2010 年中国医疗卫生支出总额为 2933.91 亿美元,仅为美国的 10%左右;人均健康支出仅为 218.8 美元,不足美国的 5%,距离全球人均健康支出距离较大,仅为全球人均健康支出的五分之一左右,具备巨大的增长潜力。

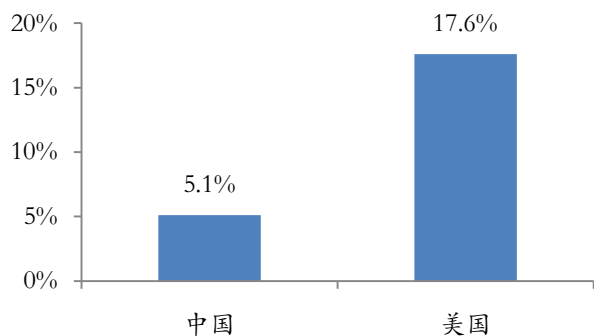
根据国务院提出的“健康中国 2020”目标,我们对健康产业规模(不包括医疗卫生开支)作出大致测算:保守假设我国经济增速 7%、2020 年健康产业占 GDP 比例提升至 8.8%(2011 年美国水平的一半)。预计 2014-2020 年健康产业规模将保持 17.57%的年增长率,到 2020 年产业规模达到 8.41 万亿,是 2014 年的 2.6 倍,多个新兴市场年增速能超过 25%。

**表 3: 健康产业规模测算(万亿元)**

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	14-20CARG
GDP	63.65	68.10	72.87	77.97	83.43	89.27	95.52	7%
GDP 增速	-	7%	7%	7%	7%	7%	7%	-
健康产业占 GDP 比重 (%)	5%	-	-	-	-	-	8.8%	-
健康产业规模	3.18	-	-	-	-	-	8.41	17.57%

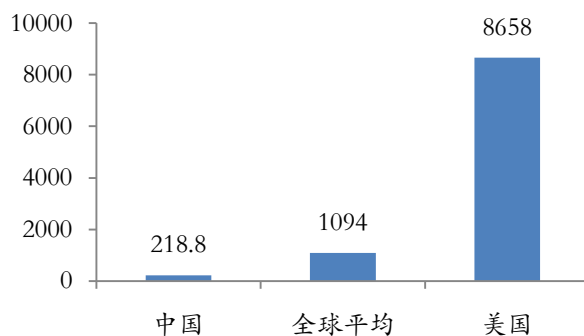
数据来源:Wind,安信证券研究中心

图 9：健康产业占 GDP 比例 (%)



数据来源：南方网，安信证券研究中心

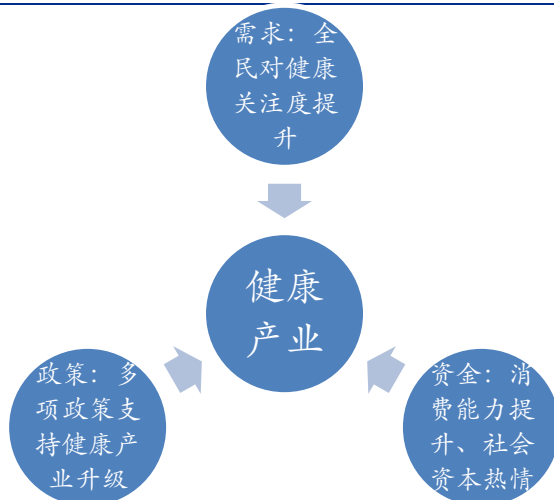
图 10：人均医疗健康支出 (美元)



数据来源：理实国际咨询，安信证券研究中心

多方面看，健康产业腾飞的筹码已经齐备。需求：全民对健康的关注度提升，消费意愿增加；资金：消费能力增加、社会资本投资热情高，内供外需皆备；政策：政府长期重点关注产业发展，利好政策不断出台。在这样的大环境下，一个可复制的成功模式或技术就将带动一个细分行业的大跃进，这是良好的投资土壤。

图 11：需求、资金、政策指向健康产业大跃进



数据来源：安信证券研究中心

### 2.3. 健康产业三大投资机会：优质子行业快速发展、健康科技跨领域融合、健康产业与公司主业互动（服装保健、养老地产）

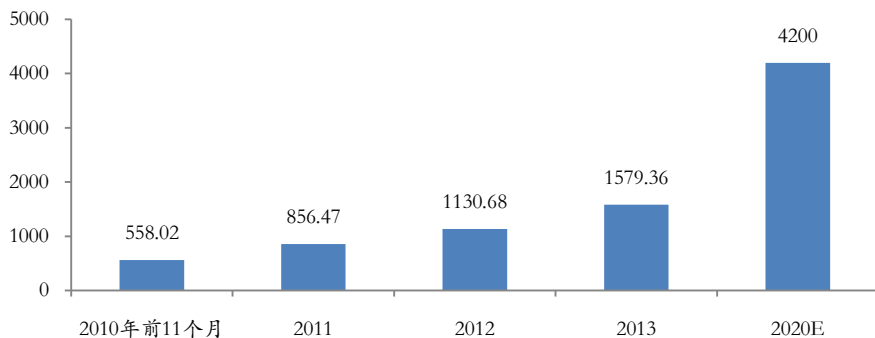
“大健康”时代下，健康产业的细分化和跨领域融合催生优质投资机会。结合公司的投资方向，我们判断公司在健康产业投资主要有以下三大机会：

(1) **细分行业快速发展机会**。目前健康产业中众多细分领域处于初步发展期，行业格局尚未确立，从中有望诞生众多快速发展的企业，它们都是优质的投资标的。

以保健品市场为例，中国保健品消费处在高速发展期，未来仍有望保持 15% 的复合增长率，到 2020 年市场规模预计超过 4200 亿元。中国消费者平均用于保健品方面的花费占其总支出的 0.07%，远不及欧美水平。保健品从其产品特点来看，暗合中国消费者“进补养生”、“送礼”的消费观念，特别地，中药保健品对中国消费者有很强的吸引力。上述因素使得保健品市场持续向好，因而在该领域的投资收益也有很大可能达到 15% 左右的年收益水平。

公司的健康产业基金在优选细分子行业的情况下，有望享受行业快速发展的红利。

图 12: 保健品市场规模 (亿元)



数据来源: 中国报告网, BCG, 安信证券研究中心

(2) “健康+科技”成投资风口。“互联网+”概念引领新一代信息技术和各个行业的跨领域融合,是聚焦发展潜力的PE/VC的投资热点。“健康+科技”的融合带来各种想象空间:如大数据诊断(治疗+大数据)、移动医疗(治疗+移动互联网)、可穿戴健康管理设备(健康管理+可穿戴技术)等。目前“健康+科技”的融合多停留在试验阶段,待相关产业轮廓逐渐清晰后,将有更多的投资机会浮出水面。

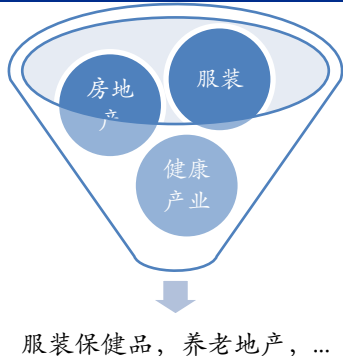
(3) 探索健康产业和公司主业的互动可能。公司主业服装和房地产皆有较强实力,服装方面公司具有接近3000家门店,消费客群大,公司还有土地及金融资源,都是健康产业可以依托的资源。

“服装+健康”:公司本身具有汉麻产品(旗下汉麻世家品牌),汉麻制成的服装衣饰具有抗辐射、防紫外线、吸音等保健功能,同时公司3000多家门店是良好的“健康入口”,通过线上线下生活馆和O2O的方式提供健康保健服务,服装和健康产业有望形成互动效应。

“房地产+健康+金融”:公司在养老地产上有很大的运作空间。根据民政部数据,每千老年人口养老床位数至2014年底为26张。以30张/千人的床位需求测算,至2014年底养老床位的缺口仍然有55万张。鉴于社会对养老院的接受度还存在一定距离,未来上述养老床位的需求将流向养老地产领域。

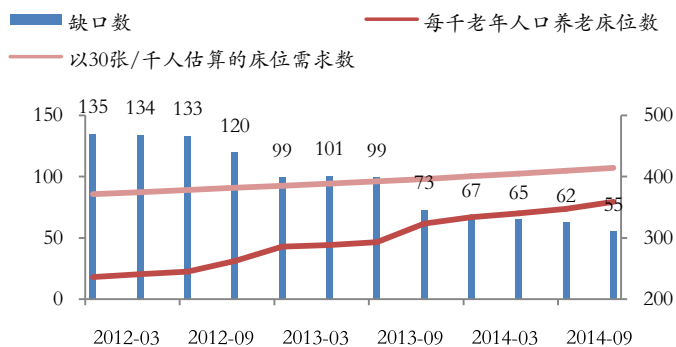
养老地产是指在地产开发的基础上配套提供健康服务,让老年人走出养老院回归社区,是未来养老模式的创新方向。公司在地产配套服务的经营上有一定经验,同时拥有宁波银行超10%股权、浙商财险18%股权。未来在“房地产+养老+金融”方向,公司可充分利用金融地产控股便利性,通过楼盘配套健康服务机构、提供养老金融服务等方式,同时养老服务也增加地产的价值,互相促进、资源互补,打造养老地产的综合服务生态。

图 13: 健康产业和公司主业的互动可能



数据来源: 安信证券研究中心

图 14: 养老床位数缺口测算 (万张)



数据来源: 民政部, 安信证券研究中心

## 2.4. 健康产业进军路线图：广种薄收、以点带面，打造大健康生态圈

结合调研得到的情况和产业基金的一般规律，我们将公司进军产业的路线总体归纳为三个阶段，即切入-培育-收获：

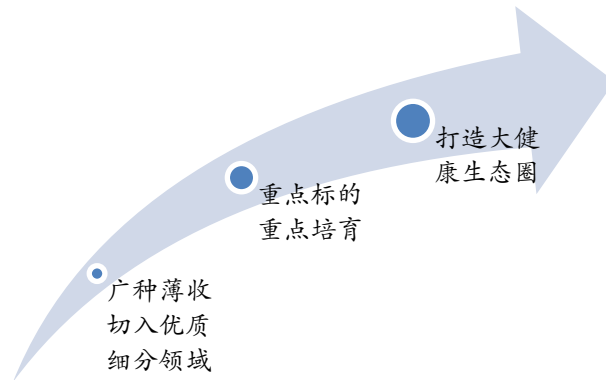
(1) **广种薄收切入优质细分领域。**健康产业是个很大的主题，众多投资机会轮廓还未清晰。公司计划以三至五千元投资项目切入相关领域，将10亿元基金分散至各个项目，摸索未来发展方向。

(2) **对重点标的的重点培养。**在明确看好具体领域的发展方向后，对重点标的的重点培养，有经验有能力的条件下，参与投资标的公司的管理，目标是投资细分行业的优质企业，项目培育周期长。

(3) **打造大健康生态圈。**公司的目标是做“大健康概念”，未来必将进行多个健康产业分支、以及与公司主业的整合探索，打造公司平台下的多元化健康服务生态。

公司本次进军健康产业是长远战略之一，从长期来看对公司业绩的多元增长将起到积极作用。

图 15：公司健康产业进军路线图



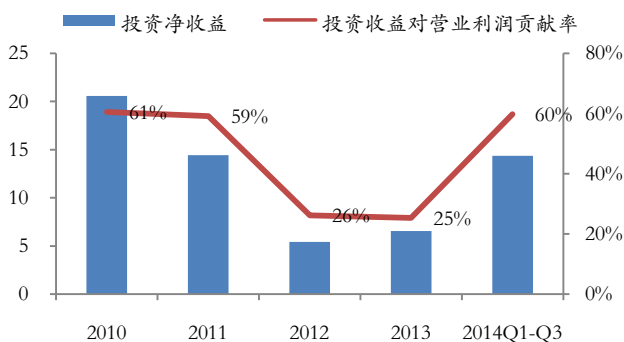
数据来源：安信证券研究中心

## 3. 投资业务多元化转型，产业投资成为战略重心

投资业务成为近两年公司的主要利润增长点。2014年公司实现投资净收益14.36亿元，占当期营业收入的59.79%。2014-2015年A股市场的繁荣直接推动金融投资收益的大幅提升。另外，由于2014年度公司对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（权益法），计入当期损益增加净利润6.43亿元。截止到2015年4月13日，宁波银行股价涨幅达27%，我们预计对2015年净利润贡献至少6亿元。

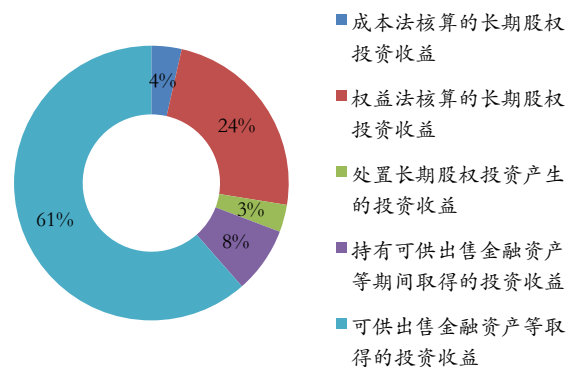
我们预计公司目前可变现金融资产约136亿元，其中宁波银行66亿元，A股其他股票70亿元。

图 16：投资净收益及其对营业利润的贡献率



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

图 17：2014Q1-Q3 投资收益结构 (%)



数据来源：Wind, 安信证券研究中心



### 3.1. 金融投资硕果累累

2014 年通过增持浦发银行，Q3 增持中信证券，参与认购中信股份新股，投资中国平安，在 A 股投资收益颇丰。其中通过出售中信证券、工大首创等部分可供出售金融资产实现归属于公司股东的净利润 14.63 亿元。

截止至 4 月 13 日，根据公司持有股票市值计算，我们预计公司持股市值达到 70.3 亿元，浮盈 55.7 亿元，其中广博股份累计涨幅 113%，浮盈 1.58 亿元，金正大累计涨幅 60%，浮盈 18 亿元，中国平安累计涨幅 15.39%，浮盈 10.9 亿元。

表 4：2014 年公司持有可出售金融资产情况（万元，万股）

证券代码	证券简称	最初投资成本	半年报账面值	期末账面值	期末持股数	备注
600030	中信证券	2345	46986	-	0	Q3 增持 Q4 卖出
000568	泸州老窖	24960	14566	-	0	Q4 卖出
600489	中金黄金	24970	11400	-	0	Q4 卖出
600096	云天化	15241	5976	-	0	Q3 卖出
002167	东方锆业	11242	8520	-	0	Q3 卖出
600546	山煤国际	54036	16969	-	0	Q4 卖出
600857	工大首创	27168	36451	-	0	Q3 卖出
0267.HK	中信股份	77518	-	0	0	Q3 认购新股
002103	广博股份	683	20262	25867	2269	
600000	浦发银行	153710	143406	254178	16200	
002470	金正大	47237	81960	114890	4271	
601318	中国平安	64482	-	95405	1277	
02318.HK	中国平安	63021	-	66708	1069	
002736	国信证券	4.08	-	7.11	0.70	
合计		566616	386497	557054	25087	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心调研整理

表 5：公司持有股票在 2015 年涨幅（截止 4 月 13 日）

证券代码	证券简称	2015 年至今涨幅 (%)
002103	广博股份	+112.28%
600000	浦发银行	+14.91%
002470	金正大	+60.33%
601318	中国平安	+15.39%
02318.HK	中国平安	+36.16%
002736	国信证券	+203.94%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

表 6：公司持有股票在 2015 年累计收益（截止 4 月 13 日）（单位：万股、万元）

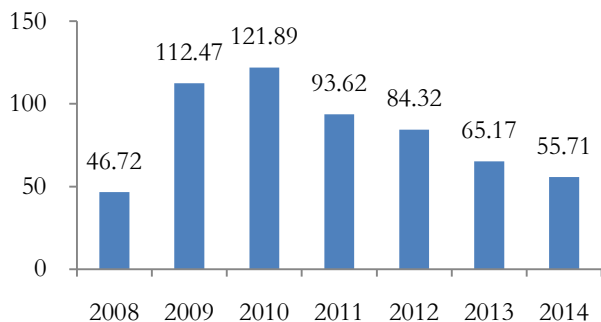
证券代码	证券简称	持有股份 (万股)	成本 (万元)	持有市值 (万元)	浮盈 (万元)
002103	广博股份	2269	683.25	1652.86	15845.25
600000	浦发银行	16200	153710	292086	138376
002470	金正大	4271	47237	184208.23	179937.23
601318	中国平安	1277	64482	110090.17	108813.17
02318.HK	中国平安	1069	63021	115238.2	114169.2
002736	国信证券	0.7	4.08	21.371	20.671
总和				703297	557161

数据来源：Wind，安信证券研究中心根据调研整理

### 3.2. 投资结构调整，产业投资打开更大收益空间

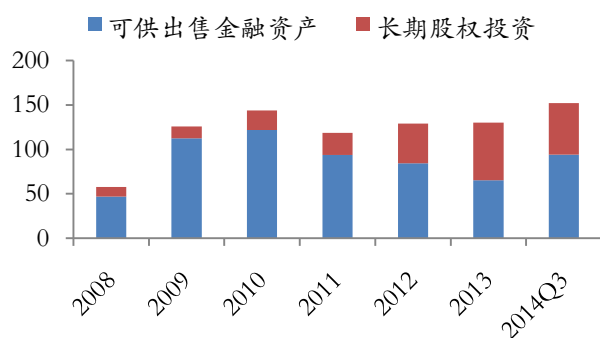
顺势而为，调整金融投资与产业投资比例。由于前几年二级市场持续低迷，公司金融投资规模逐渐萎缩，经过 2014 年的调整，公司持有的股票数量从 13 支下降到 6 支，市值由 65.2 亿元下降至 55.7 亿元，是五年来的最低点。与此同时，长期股权投资形式的投资活动占比快速提高，包括战略投资（宁波银行）、PE、产业基金（西气东输、健康等）多种形式，投资切入机会从二级市场差价向产业发展空间过渡，投资风格上投机成分淡化、价值投资成分提升。从长远来看，产业投资比金融投资有更大的收益空间，系统性风险较小。

图 18: 可供出售金融资产规模 (亿元)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 投资活动结构 (亿元)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

公司目前的投资领域广、规模大、投资标的众多，形成了成熟的股权投资管理经验。公司旗下有凯石长江投资管理有限公司作为 PE 基金平台，还参与了其他背景雄厚的基金的设立或募集。2014 年半年报指出公司正有 9 个 PE 及其他项目，重点项目是北京国联能源产业投资基金（西气东输项目）和宁波银行（战略投资）。拟上市的杭州创业软件股份有限公司是成功案例。我们对公司过往和正在进行的投资项目进行了如下梳理：

表 7: 公司跨行业长期股权投资梳理表 (截止 2014.6.30)

被投资单位	投资领域	投资成本	2014H1 投资收益	2014 半年度 现金红利	持股比例 (%)	备注
浙商财产保险股份有限公司	保险	27000	-	2670	18	
宁波东南商报经营有限公司	传媒	450	-	-	9	
银联商务有限公司	银行	70100	-	-	8.97	
宁波金田铜业（集团）股份有限公司	有色	13320	111	111	3.05	
杭州创业软件股份有限公司	软件	3206	160	160	15.71	拟上市
深圳中欧创业投资合伙企业(有限合伙)	PE	495	-	-	15	
山西阳光焦化（集团）有限公司	煤炭	9240	-	-		已卖出
绵阳科技城产业投资基金（有限合伙）	PE	20281	1943	1943	2.22	
浙江向阳渔港集团股份有限公司	餐饮酒店	3384	-	-	11.27	
南京商厦	百货	8.40	-	-		
北京国联能源产业投资基金(有限合伙)	PE	300000	2670	-	5.99	
中信夹层（上海）投资中心（有限合伙）	PE	9000	-	-	1.96	
宁波宜科科技实业股份有限公司	纺织	38218	308	302	29.84	上市公司
汉麻产业投资控股有限公司	纺织	8000	-304	-	40	上市公司
宁波银行股份有限公司	银行	298720	34554	-	11.26	上市公司
无锡领峰创业投资有限公司	PE	7243	-73	12991	41.07	

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理

表 8: 公司参与的 PE 基金情况整理

成立时间	基金名称	基金类型	募集目标规模(亿)	募集完成规模(亿)	介绍	投资个案
2009	无锡领峰基金	Growth	3	3	由雅戈尔集团、无锡新区创投集团和无锡尚德共同发起设立的创业投资合作基金，基金首期规模 3 亿元人民币，并获得 2009 年度科技部国家创新引导基金参股 2000 万元支持。基金将主要依托无锡新区科技创新产业优势，寻找新能源、环保节能、生物医药、文化创意、新材料及现代服务业等行业的项目进行股权投资。	隆盛科技、和邦生物、钜泉光电
2007-09	深圳中欧基金	Venture	2	2	由雅戈尔集团、中融华银控股、厦门裕田投资、郑泰集团等知名企业发起设立，是中国本土第二支有限合伙制的私募股权投资基金，基金首期规模 2 亿元人民币。目前已完成投资阶段，投资了郑煤机、双环传动、步长制药、歌力思、天地人传媒等企业。	步长制药、歌力思、天地人传媒
--	雅戈尔产业基金	Venture	20	-	基金规模 20 亿元人民币，重点关注金融、医药、新能源、环保和先进制造等领域的行业领先企业，投资覆盖企业成长期、成熟期、Pre-IPO 各个阶段。基金已成功投资包括步长制药、创业软件、金田铜业、阳光焦化、海南橡胶、银联商务等多家的优秀企业。	创业软件、金田铜业、阳光焦化
2012-11	北京国联能源产业投资基金	-	105.1	-	该基金与全国社保、宝钢集团等共同投资于中石油的西气东输三线管道项目。国联基金将优先投资于西三线项目，后续还将在保证西三线项目投资的前提下，择机投资于其他能源等领域的企业或项目。	西三线项目
2011	中信夹层(上海)投资中心	Mezzanine	50	51	基金重点关注并购融资、企业股权质押融资、矿产资源和房地产等权属可登记的资源资产抵押融资等领域的投资机会，设计灵活的投资工具和交易结构，通过主动的投资管理增加价值，力求获取安全的超值收益。	内江华联购物中心
2008-12	绵阳科技城产业投资基金	Venture	90	93.6	绵阳科技城产业投资基金是中国西部第一只产业投资基金。基金主要投资于中国(绵阳)科技城、四川省，以及立足西部，面向全国的企业。基金主要投资于高新技术产业、国家军转民产业、环保产业、科技城建设及中国西部城市基础设施建设项目。基金是由中信证券股份有限公司控股，由中信产业投资基金管理有限公司作为普通合伙人发起设立。	西部黄金、百隆东方、红星美凯龙、贝因美

数据来源: Wind, 安信证券研究中心整理

表 9：凯石长江投资管理有限公司及其成立基金投资事件

投资时间	被投资企业名称	所属行业	投资金额(万)	获得股份数量	股权比例(%)
2011-10	天津华迈燃气装备股份有限公司	石油天然气设备与服务	--	--	--
2011-06	无锡隆盛科技有限公司	机械	1500	101.36	--
2011-06	上海合驿网络科技有限公司	运输	--	--	--
2011-03	银联商务有限公司	多元金融服务	30000	2000	4.04
2010-06	山东步长制药有限公司	中药	963.1	--	0.2263
2010-05	钜泉光电科技(上海)股份有限公司	电子元件	1220	--	2.31
2008-10	深圳歌力思服饰股份有限公司	服装、服饰与奢侈品	1500	--	1
2008-01	山东步长制药有限公司	中药	1059.13	--	0.9866
2007-12	浙江双环传动机械股份有限公司	工业机械	5000	1000	11.26
2006-12	无锡和邦生物科技有限公司	生物科技	--	--	--
--	多维科技控股有限公司	机械	--	--	--
--	杭州创业软件股份有限公司	应用软件	--	--	--
--	宁波金田铜业(集团)股份有限公司	金属非金属	--	--	--
--	山西阳光焦化集团股份有限公司	煤炭与消费用燃料	--	--	--
--	天地人传媒有限公司	媒体 II	--	--	--
--	浙江向阳渔港集团股份有限公司	餐馆	--	--	--

数据来源：Wind，安信证券研究中心整理

### 3.3. 把握未来投资业务看点

经过多年经验积累，公司投资能力日趋成熟，投资风格更加稳健多元，投资结构更为多元。在厘清公司投资业务的情况下，我们判断公司的投资业务看点主要集中于：

- (1) A 股市场持续向好拉动金融投资收益。就目前公司的投资配置来看主要是汉麻产业、广博股份、金正大、宁波银行等；
- (2) 新股 IPO 批复速度加快，战略投资进入收获期：杭州创业软件与 3 月 27 日过会，步长制药、歌力思等均在 IPO 排队中；
- (3) 新三板的快速发展使得 PE/VC 增加获利退出的可能性；
- (4) 通过深度投资对象的管理，在新领域布局发展机会，如新公告成立的健康产业基金。

## 4. 传统主业服装依旧实力稳健

### 4.1. 服装行业龙头，西服市场占有率居全国首位

#### 4.1.1. 三大产品分类稳定增长，市占率领先

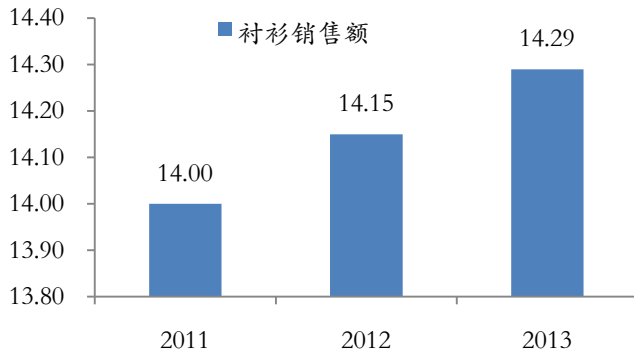
公司以初期的衬衫产品为开端，发展出现在以衬衫、西服、休闲服为主的三大类产品类别。2013 年，公司在男衬衫、男西服市场占有率名列第一，已分别连续 19 年和 14 年位列第一。

(1) **衬衫**：是公司最早从事的成衣制造，从九十年代的 HP、VP 工艺，到新世纪的“纳米 VP 衬衫”和“DP”衬衫，高科技武装的优良衬衫品质使得公司衬衫受到市场持久的青睐。作为公司主导产品，2013 年实现销售收入 14.2 亿元，保持平稳增长。

(2) **西服**：采用意大利西服版型为原型，结合中国人的题型特点，经过多方试验和设计，行程公司西服目前特有的轻、薄、挺、线条流畅的风格。公司西服连续多年全国同类产品综合市场占有率排名首位。2013 年西服实现销售收入 10.2 亿元。

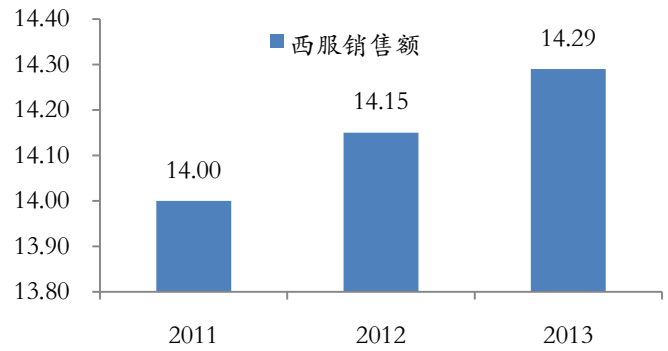
(3) **休闲服**：2013 年，休闲服实现销售收入 18.1 亿元，同比增长 16.98%，其中裤子、T 恤增速均为 20% 左右。

图 20: 2010-2013 年公司衬衫销售额 (亿元)



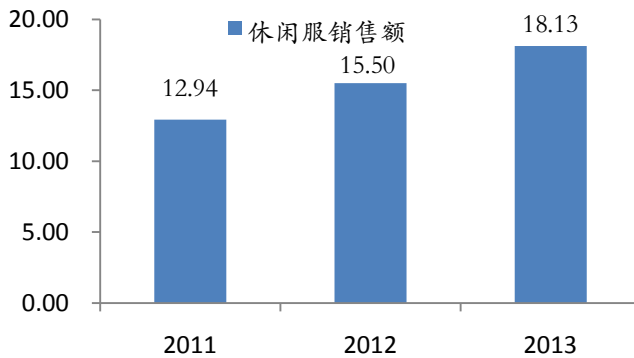
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 2010-2013 年公司西服销售额 (亿元)



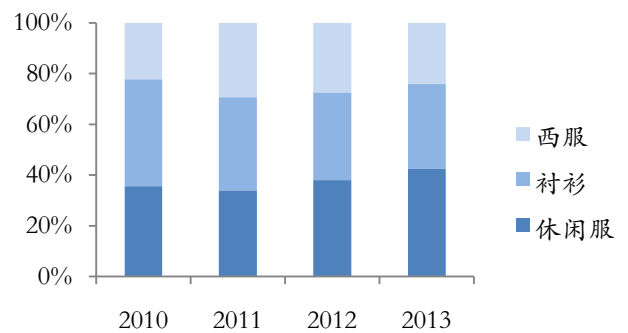
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 2010-2013 年公司衬衫销售额 (亿元)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 三大产品种类营收占比



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

#### 4.1.2. 自主生产形成生产灵动优势

公司自主产量占 70%以上, 其中衬衫、西服基本以自主生产为主。自主生产模式与公司产品研发一体化以及以直营为主的营销模式相辅相成。在掌握产业链前端的基础上, 公司能够集中资源通过追单等手段及时生产市场所急需的产品, 提高快速反应能力。

#### 4.1.3. 产品研发整合资源优势四项技术凝聚核心竞争力

公司多年来致力于引进和自主开发先进科技提升核心竞争力, 现已形成品牌广泛运用的四种技术, 为品牌服饰提供了差异于同类产品的竞争优势。

表 10: 公司四项核心科技

<b>DP (Dipping&amp;Spraying)</b>	是国内首创的纯棉免熨衬衫新技术, 采用成衣各部位造型处理、烘培等工艺技术的, 使纤维分子间的交链能正确记忆。较传统的免熨处理方式相比, DP 衬衫洗后的光泽度、平整度、抗皱能力以及穿着的舒适透气性更佳, 环保参数也明显优于国家标准。
<b>汉麻:</b>	桑科大麻属植物, 纯净无污染, 享有“人类的第二层皮肤”的美誉。经过雅戈尔汉麻中心携手中国人民解放军军需装备研究所的改良育种, 汉麻纤维柔软透气、吸湿快干、抗菌防螨、防霉除臭、天然抗紫外线等特性被不断挖掘, 汉麻产品的舒适感、服帖度、透气性和环保概念得到了越来越多的关注和认可。
<b>水洗</b>	源于意大利的精水洗技术工艺是公司继 DP 免熨工艺后的又一项核心后整理技术工艺, 可以让产品更自然、更透气、更健康。2013 年公司筹建并投产成衣水洗车间, 与意大利 ORIAN 公司联合开发 2014 年春夏休闲水洗衬衫、水洗裤子, 以商务休闲的优雅风格获得市场认可。
<b>抗皱</b>	抗皱工艺是从纱线结构设计入手, 运用国际最先进的纺纱设备及特殊的后整理技术, 经多次定性后纤维分子“交叉连接”, 能准确地“记忆”互相的位置关系, 从而达到抗皱免熨的目的。即使长时间弯折出现褶皱, 也能因为天然回弹性能通过悬挂消除褶皱。公司抗皱技术的“纯毛抗皱面料的生产方法”获得国家知识产权局授权的发明技术专利。

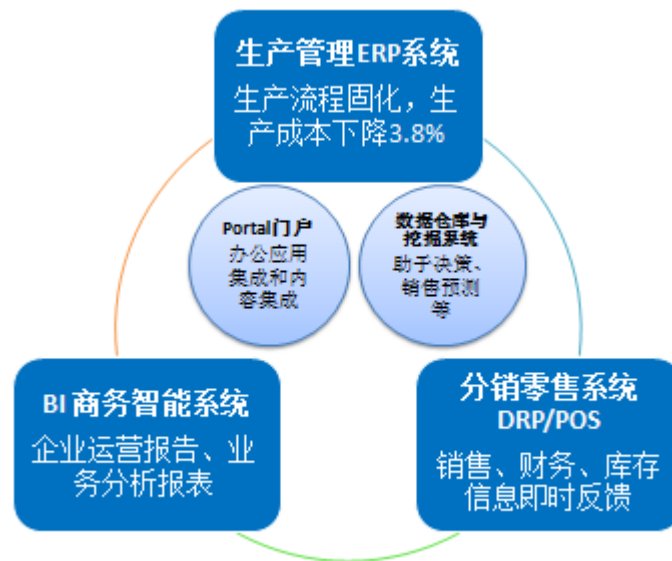
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司的产品研发有效整合了生产企业、营销公司和品牌事业部的资源优势，以市场调研反馈和历史数据分析为基础，以国内外科研院所和同行为合作伙伴，建立了完整的产品研发和技术创新体系。通过小型垂直产业链的运作模式，不断强化以 DP、抗皱、汉麻、水洗等功能性产品为核心的系列化开发和技术升级。目前，公司拥有国家级企业技术中心 1 家，省级技术中心 2 家，市级技术中心 1 家，已累计被授权专利 64 项，国家火炬计划和国家重点新产品项目 19 项。

#### 4.1.4. 信息化管理系统提升管理效率

目前，公司已建立起一个覆盖全国的综合性信息系统，包含生产管理 ERP 系统、分销零售 DRP/POS 系统、供应链管理 SCM 集成平台、BI 商务智能系统、Portal 门户网站、数据仓库挖掘系统等核心模块。系统的整体信息联通为公司决策、预测、管理和各类分析提供了可靠的依据，极大提升管理效率。

图 24：雅戈尔信息化管理系统



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

## 4.2. 高直营率体系，毛利率高于行业水平

### 4.2.1. 销售渠道广阔自营比例高

公司以自营模式为渠道拓展的主线，以特许加盟和团购业务形成补充，形成覆盖全国的多元化营销网络体系，成为支撑品牌发展、提升品牌价值的核心竞争力。

截止至 2014 年上半年，公司拥有各品牌零售网点 2,980 家，其中自营的商场网点、专卖店网点合计 2513 家，占比达 84.33%。

图 25：零售网点及构成情况

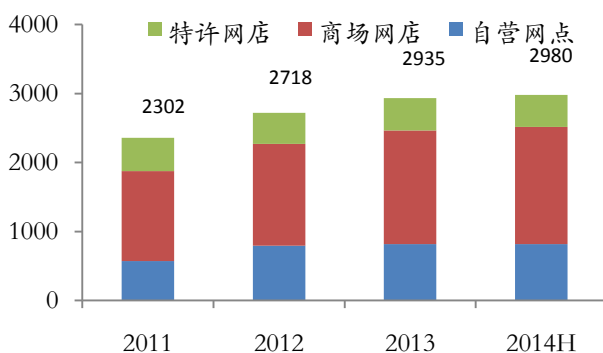
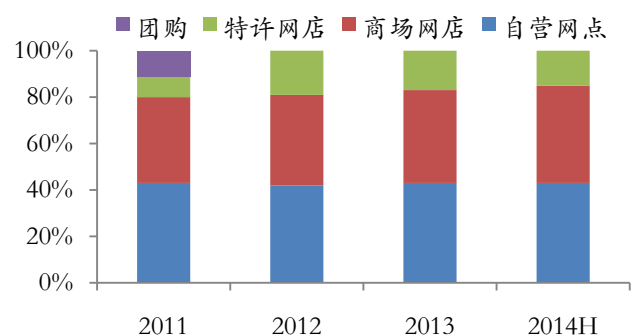


图 26：各网点销售额占比

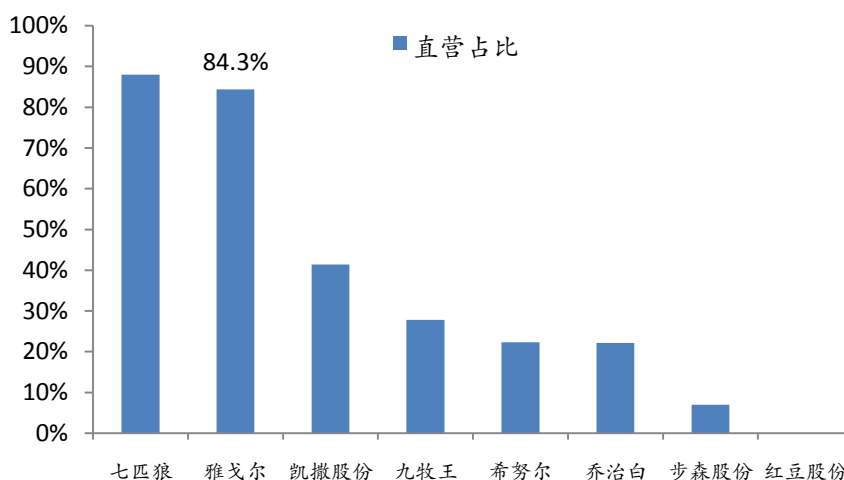


数据来源: Wind, 安信证券研究中心

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

多年来,公司自营比例不断提升,自2012年起,先后在北京、杭州、宁波等地开设面积超千平方米的大型旗舰店,聚集公司旗下五大品牌的销售。大型旗舰店在承担了品牌宣传、创意推广、产品展示和客户体验等功能的同时,逐渐释放规模效应和边际效益,其对有力提升品牌形象、快速传导市场反应、促进产品调剂、优化加盟渠道发挥了积极作用。对比同行业其他企业,公司具有非常高的直营比例,因此可以更好的控制整合渠道和信息。

图 27: 同行业品牌直营店占比对比

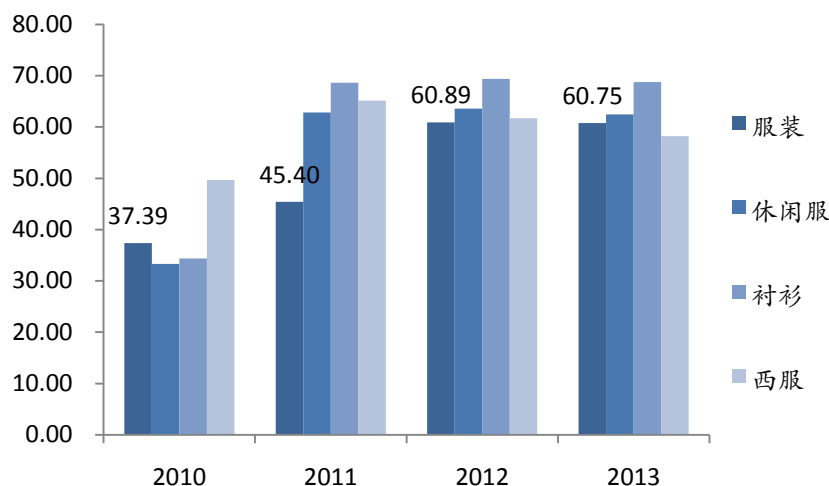


数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

#### 4.2.2. 毛利率不断提升

公司近四年来服装业务总体毛利率不断提升,至2014上半年服装业务毛利率达到66.53%,较上年同期增长3.55个百分点。分产品来看,公司主导产品衬衫的毛利率最高,2013年达68.79%,休闲服和西服次之,分别为62.47%和58.22%。

图 28: 服装业务及各产品毛利率



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

#### 4.2.3. 五品牌风格迥异, 定位清晰, 2015 年推出女装品牌

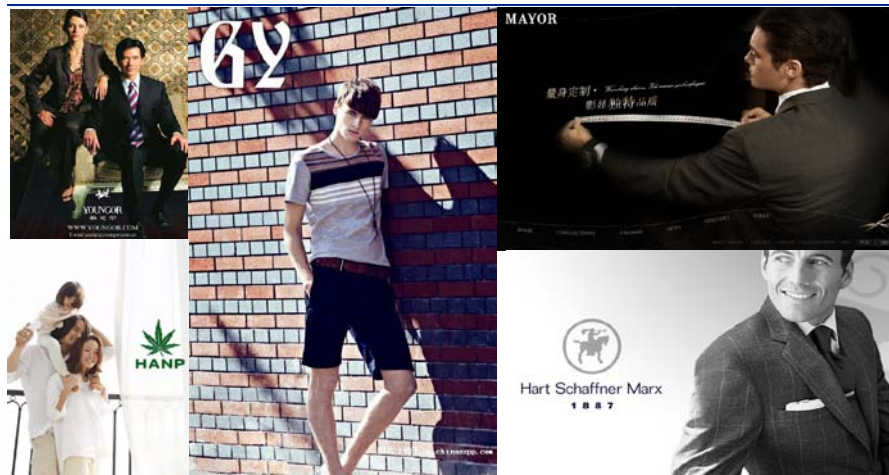
公司自2011年起形成以雅戈尔为核心, MAYOR, Hart Schaffner Marx(以下简称 HSM), GY 和汉麻世家五大品牌多元化发展的格局, 每个品牌受众定位清晰, 自成风格。2014 年上半年, 公司四个新兴品牌合计实现货款回收 1.77 亿元, 占比为 6.99%, 平均增幅 26.03%。

表 11: 五大品牌风格定位

品牌	定位
雅戈尔 YOUNGOR	公司主品牌，以商务正装为产品开发为核心，定位于 35-45 岁成功人士。
GY	GY 品牌创立于 2009 年，是定位于年轻时尚男装品牌，面向 25-35 岁都市白领。
汉麻世家	汉麻世家倡导“返璞归真”的人文精神，面向追求高品质环保健康的人士。
MAYOR	MAYOR 是公司旗下的高端品牌，主推以“时尚顾问管家服务”为理念的品牌高级定制业务，以行政及公务领袖为品牌专属服务的目标。
Hart Schaffner Marx	是美国历史最悠久的男装品牌之一，颇受美国上流社会和知名人士的青睐，是引领美国“办公室”主流的时尚男装。今年上半年，公司完成了对 HSM 品牌中国地区商标权的收购。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29: 公司五大品牌形象



数据来源：品牌官方旗舰店，安信证券研究中心

2015 年公司推出女装品牌。公司与 2015 年推出雅戈尔女装，定位偏成熟优雅，目前门店已增至 5 家，预计今年门店将超过 10 家。我们认为公司进军女装行业，充分利用原有直营渠道优势，为未来扩大消费空间及品牌影响力打下基础。

图 30: 公司首波女装形象



数据来源：衣联资讯，安信证券研究中心



#### 4.2.4. 布局电子商务依托平台发展

公司 2013 年启动电商业务，入驻天猫商城，主推雅戈尔品牌和 GY 品牌，由瑞金麟公司进行代运营，同年公司在京东开设旗舰店。2013 年雅戈尔品牌实现网络销售 3675.42 万元，汉麻世家实现网络销售 331.4 万元。

2014 年公司继续稳步推进电商业务，一方面着力提升天猫、京东等主营平台的销售空间，另一方面与唯品会建立合作关系，加快发展其他线上渠道布局。2014 年上半年公司完成线上销售流水 2800 万元。

图 31：公司电子商务布局



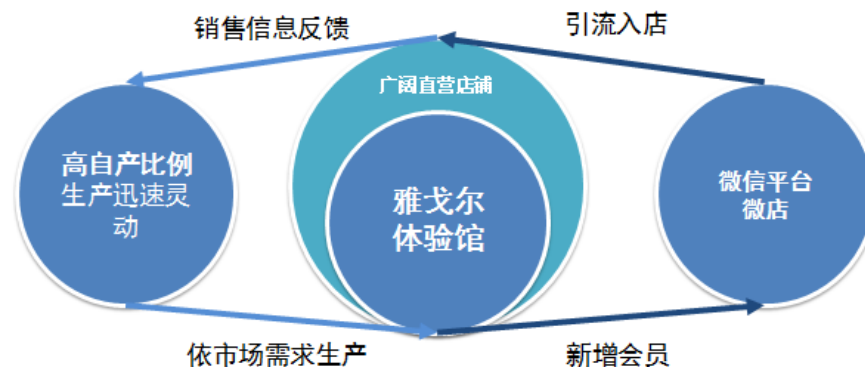
数据来源：品牌官方旗舰店，安信证券研究中心

#### 4.3. 具备天然 O2O 基因，打开服装 O2O 想象空间

公司高达 84% 的直营比例和 70% 的自产比例决定了其天然的 O2O 基因，通过雅戈尔官方微信平台连接线下 O2O 体验馆——雅戈尔体验馆，借助微信平台 and 自产反应模式打造 O2O 闭环。

(1) 雅戈尔体验馆：首家 O2O 体验馆于去年 5 月在宁波开业。体验馆集合旗下五大品牌，包括高端定制品牌 MAYOR 提供店内量体定制服务和其美式都市休闲品牌 HSM。占地 200 平米的体验馆实现了线上线下的交互，为顾客提供了眼见、感触的行为体验，吸引了大批年轻消费者。同时，线下的消费者也能通过店员推广添加微信账号成为线上粉丝会员，形成与品牌的长期互动，引导二次消费，建立品牌忠诚度，构建长期的 O2O 消费习惯。

图 32：公司 O2O 产业闭环



数据来源：品牌官方旗舰店，安信证券研究中心

(2) **微信平台**：在微信公众号“雅戈尔体验馆”内，包含了微商城购买平台、品牌活动信息和穿搭知识等实用内容。平台与公众号粉丝会员通过线上推送消息及回复实时互动，又通过新品信息，优惠券发放等活动引导消费者走入线下雅戈尔体验馆进行体验和消费：通过微商城进行在线导购、线上下单或预约试衣，并于体验馆内亲身体验及提货。

(3) **高度自主生产**：公司以全资子公司自主生产衬衫、西服、裤子、夹克等品牌主打服装，自产产量占年投入量 70%以上。配合公司研发方面的一体化，信息管理系统的实时高效联动，整合直营渠道的信息反馈，公司具备掌控整个生产销售链条、快速反应市场需求、分配资源、调整生产、迅速铺货销出的集合优势。

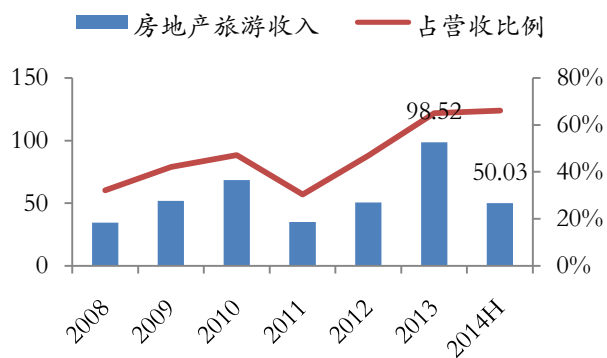
在公司 O2O 闭环中，从微信平台引流客户入店成交，店内顾客又可通过店员推广成为线上粉丝；生产端通过直营渠道资源获取销售数据，利用自产灵活度高的优势实时调整订单生产，保证迅速把握市场趋势市场需求。目前，雅戈尔微信平台已经拥有近万名会员，通过推送新品搭配知识、品牌动向、活动信息等内容网罗并引流大批消费者进店成交。雅戈尔体验馆是公司 O2O 战略的试点，成功铺开后将引发广阔直营店铺的集体升级，旗下两千余家直营店有望分享 O2O 模式带来的长期效益。

## 5. 地产业务战线收缩，调整库存收入维稳

公司于 1992 年开始涉足房地产开发，累计开发住宅、别墅、商务楼等各类物业 300 万平方米。在 2014 年中国房地产 500 强排名中公司排名中上，近两年来由于中高端地产景气程度有所下滑，公司地产业务战线逐渐收缩回宁波大本营，从销售与库存的周期关系来看，2011 年后地产业务整体处于调整库存结构状态。

2013 年公司房地产板块收入达到 98.52 亿元，占营收的 65%，不考虑未来继续拿地，从公司储备项目来看，我们预计未来三年房地产业务收入将较为平稳。

图 33：零售网点及构成情况



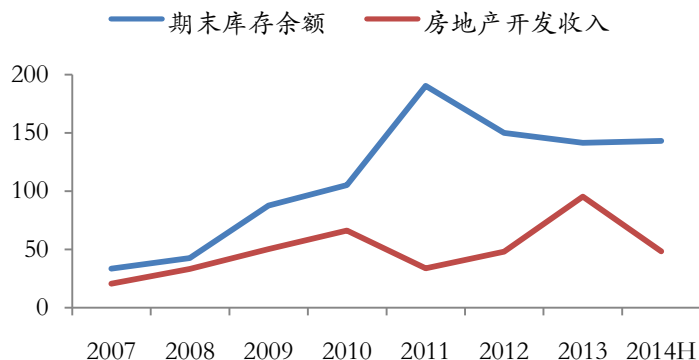
数据来源：Wind，安信证券研究中心

表 12：2014 上半年房地产收入分项目

项目	2014H 收入	项目	2014H 收入
太阳城二期	5418	西湖花园	29.7
未来城一期	240	比华利二期	10751
未来城二期	36.2	隐寓	291319
未来城三期	17.0	苏园	69326
未来城五期	226	西溪晴雪	35320
太阳城一期	627	长岛花园	13258
御玺园	39616	新海景花园	15477
都市华庭	5.5	香湖湾	2139
都市森林二期	12.5	-	-
合计	483819		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 34：公司房地产开发销售与库存 (亿元)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司在 2015 年 1 月 27 日公告，考虑到宁波房地产市场库存压力较大，对东海府和紫玉花园 2 个房产项目计提资产减值准备，合计约 9.9 亿元。我们对公司已竣工、开发中、拟开发项目（土地）进行了整理。截止 2014 年 6 月 30 日，公司开发中项目的预计投资总额为 215.07 亿元，拟开发土地面积 30.68 万平方米，拟开发建设面积 59.31 万平方米。

表 13：公司已竣工、开发中、拟开发项目（土地）整理（截止 2014.6.30）

已竣工项目	竣工时间	开发中项目	预计竣工时间
太阳城二期	2013 年 4 月	太阳城三期	2015 年 9 月
太阳城一期	2011 年 6 月	太阳城超高层（南）	2017 年 12 月
未来城一期	2007 年 11 月	太阳城四期	2016 年 12 月
未来城二期	2008 年 12 月	都市南山	2015 年 9 月
未来城三期	2010 年 4 月	东部新城水乡邻里	2015 年 12 月
未来城五期	2012 年 6 月	紫玉台花苑	2014 年 7 月
都市华庭	2011 年 9 月	苏园	2014 年 3 月
都市丽湾	2010 年 10 月	香湖丹堤二期	2014 年 12 月
都市森林二期	2009 年 8 月	新东城	2015 年 5 月
香颂湾	2009 年 11 月	雅仕名邸	2014 年 12 月
雅戈尔新村	1996 年 11 月	比华利二期	2014 年 3 月
东湖一期	2003 年 11 月	东海景花苑	2015 年 6 月
东湖二期	2004 年 12 月	拟开发土地	预计开工时间
都市森林一期	2008 年 3 月	太阳城超高层（北）	未定
西湖花园	2006 年 3 月	相城	未定
御玺园	2013 年 6 月	嵊州三塘乡住宅项目	2014 年 7 月
比华利二期	2010 年 11 月	雅戈尔大道 1 号地块	暂定 2014 年
锦绣东城	2010 年 12 月	香湖丹堤三期	未定
隐寓	2013 年 12 月		
西溪晴雪	2012 年 6 月		
长岛花园	2012 年 4 月		
新海景花园	2012 年 9 月		
香湖湾	2011 年 12 月		
苏园	2014 年 3 月		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

我们对公司估值的主要假设有：

- (1) 服装业务保守估计 2014-2016 年保持收入增速分别为-1.6%/5.06%/13.18%，毛利率为 59%、60%、60%。
- (2) 地产业务 2014-2016 年收入增速分别为 4%/3%/3%，净利率保持 40%。
- (3) 投资业务 2014-2016 年假设净利润为 21 亿元/20 亿元/25 亿元。
- (4) 健康产业基金暂不考虑收入利润贡献。
- (5) 2015 年纺织城收储交易税后利润 5.7 亿元。

结合 (1) - (4) 预计公司 2014-2016 年收入分别为 15.9 亿元/16.3 亿元/17.1 亿元，增速分别为 4.85%/2.54%/5.03%，净利润分别为 3.16 亿元/3.54 亿元/4.02 亿元，增速分别为 132.6%/11.9%/13.7%，EPS 分别为 1.42 元/1.55 元/1.76 元。

## 6.2. 估值：分拆业务重估

我们对服装、房地产、投资业务进行分拆后，分别估值为 195/151.2/278.4 亿元，健康产业投资初步估值 50 亿元，第一目标市值 674.6 亿元。

### 6.2.1. 服装：PE25 倍，对应估值 195 亿元

预计 2015 年服装业务净利润为 7.8 亿元，给予品牌服饰行业市盈率 25 倍，得服装业务总估值为 195 亿元。

表 14：服装业务盈利预测（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2015
收入	42.7	43.26	44.69	50.58	58.38
收入增速	-	-2%	5%	13%	15%
净利润率	18.40%	18%	18%	18%	18%
净利润	7.86	7.79	8.04	9.10	10.51

数据来源：Wind，安信证券研究中心

### 6.2.2. 房地产：NAV 估值 77.8 亿元，PE12 倍，对应估值 151.2 亿元

预计 2015 年房地产业务净利润 12.6 亿元，先我们对公司 2014 年中期的资产负债表进行拆分。得到地产和投资业务的净资产分别为 40.6 亿元和 69.6 亿元。

表 15：资产负债表拆分（亿元）

	服装	地产	投资
货币资金	15.0	12.7	-
应收账款	3.0	-	-
预付款项	2.0	-	-
其他应收款	10.0	14.8	-
存货	16.0	189.7	-
可供出售金融资产	-	-	94.0
长期股权投资	-	-	68.0
投资性房地产	-	-	4.6
固定资产	41.0	-	-
在建工程	-	3.4	-
其他	8.0	10.0	-
各版块总资产	95.0	230.6	166.6
负债	48.0	190.0	97.0
净资产	47.0	40.6	69.6
资产负债率	50.5%	82.4%	58.2%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

然后，基于 2014 年中报的房地产项目进行净利预测，预计目前公司所有房地产项目带来的总收入为 292.5 亿元，净利润 38.1 亿元。根据净利分配假设计算出净利贴现总额为 37.2 亿元。将房地产业务的净资产与净利贴现值加总，得到总估值为 77.8 亿元。详细的项目净利将在后文附上。以下是估值假设和贴现计算过程：

表 16：净利贴现假设

参数假设	参数值	说明
------	-----	----

平均存货转化收入比例（已开发或开发中）	1.4	可得数据的平均值
平均拟开发项目余额转化收入比例	2	高于上一比例
房地产项目净利润率	11%	略高于 2014H 水平（10.7%）
净利在未来 3 年的分配	100%	
其中：2015	33%	
2016	33%	
2017	34%	
贴现率	2.50%	1 年定存基准利率

数据来源：Wind，安信证券研究中心

表 17：净利贴现计算（亿元）

	2015	2016	2017	净利润贴现总额
净利润	12.6	12.6	13.0	38.1
净利贴现至 2015 年	12.6	12.3	12.3	37.2

数据来源：安信证券研究中心

### 6.2.3. 投资：PB4 倍，对应估值 278.4 亿元

分拆资产负债表得到的投资业务净资产为 69.6 亿元，给予 4 倍 PB，对应投资业务估值 278.4 亿元。

附：房地产业务的详细分拆如下：

表 18：开发中项目收入预测表

项目名称	2014 中期余额	开工时间	预计竣工时间	项目进度（假设进度均匀）	预计投资总额	预计未来项目总额	存货转化收入比例	预计未来总收入
太阳城三期	11.1	2012.2	2015.9	67%	18.29	17.1	1.4	23.9
太阳城超高层（南）	0.8	2013.10	2017.12	18%	4.25	4.2	1.4	5.9
太阳城四期	3.8	2013.12	2016.12	19%	14.42	15.4	1.4	21.6
都市南山	4.1	2013.9	2015.9	41%	6.26	7.8	1.4	10.9
东部新城水乡邻里	17.6	2014.1	2015.12	26%	30.68	40.4	1.4	56.6
紫玉台花苑	17.1	2011.7	2014.7	100%	21	17.1	1.4	23.9
香湖丹堤二期	6.0	2011.3	2014.12	89%	9.21	7.1	1.4	9.9
新东城	3.8	2013.4	2015.5	60%	6.68	6.5	1.4	9.1
雅仕名邸	47.6	2011.6	2014.12	88%	55	54.2	1.4	75.9
东海景花苑	31.2	2011.4	2015.6	78%	36	39.1	1.4	54.8
合计								292.5

数据来源：安信证券研究中心

表 19：已竣工项目收入预测表（亿元）

项目名称	2014 年中期余额	存货转化收入比例	预计未来总收入
太阳城二期	0.50	2.03	1.02
太阳城一期	0.75	2.24	1.69
未来城一期	0.36	1.56	0.57

未来城二期	0.05	1.20	0.06
未来城三期	0.01	3.81	0.04
未来城五期	0.02	2.52	0.05
都市华庭	0.03	0.11	0.00
都市丽湾	0.00	1.48	0.00
都市森林二期	0.01	0.77	0.00
香颂湾	0.07	1.48	0.11
雅戈尔新村	0.00	1.48	0.00
东湖一期	0.00	1.48	0.00
东湖二期	0.00	1.48	0.00
都市森林一期	0.00	1.48	0.00
西湖花园	0.05	1.41	0.07
御玺园	4.95	1.65	8.14
比华利二期	4.45	1.68	7.48
锦绣东城	0.01	1.48	0.02
隐寓	3.92	1.48	5.79
西溪晴雪	3.59	0.89	3.19
长岛花园	12.40	1.44	17.89
新海景花园	4.42	1.09	4.82
香湖湾	0.09	1.61	0.15
苏园	3.04	1.39	4.22
合计			55.3

数据来源：安信证券研究中心

表 20：拟开发项目收入预测表（亿元）

项目	土地面积 (平方米)	拟开发建筑面积 (平方米)	预计开工时间	期末 余额	存货转化 收入比例	预计未来总 收入
太阳城超高层（北）	11800	52006	未定	0.3	2.00	0.7
相城	62650	93975	未定	1.7	2.00	3.4
嵊州三塘乡住宅项目	53749	164472	2014年7月	1.5	2.00	3.0
雅戈尔大道1号地块	68997	151116	暂定2014年	3.4	2.00	6.7
香湖丹堤三期	109571	131485	未定	0.7	2.00	1.4
合计	306767	593054		7.6		15.2

数据来源：安信证券研究中心

表 21：房地产项目收入预测汇总（亿元）

预计未来总收入	363.0
其中：开发中	292.5
已竣工	55.3
拟开发	15.2
预计未来三年总净利	39.9

数据来源：安信证券研究中心

表 22：房地产项目成本回报率（元）

项目名称	期内余额减少	期内开发收入	存货转化收入比 例（成本回报率）
苏园	694,254,791.65	693,258,452.00	1.00
比华利二期	400,205,880.58	107,508,000.00	0.27

太阳城二期	26,700,456.98	54,183,747.00	2.03
太阳城一期	2,798,146.76	6,268,366.00	2.24
未来城一期	1,544,205.89	2,402,000.00	1.56
未来城二期	302,761.44	362,000.00	1.20
未来城三期	44,607.30	170,000.00	3.81
未来城五期	897,079.84	2,260,000.00	2.52
都市华庭	485,797.68	55,000.00	0.11
都市森林二期	162,454.89	125,000.00	0.77
西湖花园	210,013.76	297,000.00	1.41
御玺园	240,610,215.99	396,159,340.00	1.65
比华利二期	63,997,331.80	107,508,000.00	1.68
隐寓	1,974,550,620.26	2,913,188,455.00	1.48
西溪晴雪	396,863,849.51	353,198,844.00	0.89
长岛花园	91,918,270.43	132,584,684.00	1.44
新海景花园	141,942,247.43	154,774,844.00	1.09
香湖湾	13,324,568.22	21,389,840.00	1.61
苏园	499,689,912.16	693,258,452.00	1.39
		平均	1.48

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>10,732.5</b>	<b>15,166.9</b>	<b>15,902.2</b>	<b>16,306.8</b>	<b>17,126.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,448.2	8,102.6	8,723.9	8,644.8	9,208.2	营业收入增长率	-7.0%	41.3%	4.8%	2.5%	5.0%
营业税费	566.4	1,534.5	1,590.2	1,630.7	1,712.7	营业利润增长率	-14.6%	24.2%	59.4%	-3.7%	24.7%
销售费用	1,568.3	1,660.5	1,749.2	1,793.7	1,884.0	净利润增长率	-9.3%	-15.0%	132.6%	11.9%	13.7%
管理费用	752.5	758.8	795.1	815.3	856.3	EBITDA 增长率	-6.5%	10.3%	49.0%	-2.2%	17.5%
财务费用	844.9	730.8	1,015.1	1,036.8	1,002.5	EBIT 增长率	-8.1%	13.3%	54.9%	-2.5%	18.9%
资产减值损失	13.4	446.4	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	-12.4%	-3.3%	94.2%	-2.5%	18.9%
加:公允价值变动收益	-	-	5.4	-3.6	0.6	投资资本增长率	10.1%	-8.0%	68.4%	-39.2%	46.8%
投资和汇兑收益	543.5	653.6	2,100.0	1,600.0	2,500.0	净资产增长率	6.8%	-0.6%	19.9%	4.2%	5.2%
<b>营业利润</b>	<b>2,082.2</b>	<b>2,586.9</b>	<b>4,124.0</b>	<b>3,971.8</b>	<b>4,953.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	134.7	-457.7	80.0	594.4	230.3	毛利率	49.2%	46.6%	45.1%	47.0%	46.2%
<b>利润总额</b>	<b>2,216.8</b>	<b>2,129.2</b>	<b>4,204.0</b>	<b>4,566.3</b>	<b>5,184.1</b>	营业利润率	19.4%	17.1%	25.9%	24.4%	28.9%
减:所得税	559.0	770.3	840.8	913.3	1,036.8	净利润率	14.9%	9.0%	19.9%	21.7%	23.5%
<b>净利润</b>	<b>1,598.6</b>	<b>1,359.6</b>	<b>3,162.6</b>	<b>3,537.4</b>	<b>4,021.7</b>	EBITDA/营业收入	31.6%	24.7%	35.1%	33.5%	37.4%
						EBIT/营业收入	27.3%	21.9%	32.3%	30.7%	34.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	153	106	93	81	70
货币资金	3,073.2	3,533.2	1,272.2	1,304.5	1,370.1	流动营业资本周转天数	380	234	339	345	300
交易性金融资产	-	-	0.3	0.1	0.1	流动资产周转天数	1,039	720	850	841	771
应收帐款	2,905.5	3,350.7	4,102.2	3,533.0	4,170.6	应收帐款周转天数	94	74	84	84	81
应收票据	14.1	6.9	15.9	10.4	14.9	存货周转天数	785	547	668	669	628
预付帐款	1,417.4	222.2	3,516.7	1,749.6	1,429.4	总资产周转天数	1,657	1,166	1,284	1,268	1,163
存货	23,473.0	22,645.4	36,413.2	24,237.7	35,546.0	投资资本周转天数	665	473	581	571	508
其他流动资产	12.2	5.6	10.3	9.4	8.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	8,431.8	6,516.7	8,103.4	7,684.0	7,434.7	ROE	11.4%	9.8%	19.1%	20.6%	22.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	2.8%	5.2%	7.3%	6.8%
长期股权投资	4,474.5	6,476.4	6,476.4	6,476.4	6,476.4	ROIC	11.6%	10.2%	21.5%	12.4%	24.3%
投资性房地产	495.4	474.1	474.1	474.1	474.1	<b>费用率</b>					
固定资产	4,596.5	4,304.9	3,877.9	3,505.2	3,126.9	销售费用率	14.6%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
在建工程	458.6	265.5	265.5	265.5	265.5	管理费用率	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
无形资产	253.2	307.9	293.8	289.4	284.4	财务费用率	7.9%	4.8%	6.4%	6.4%	5.9%
其他非流动资产	254.3	236.6	233.7	240.5	235.8	三费/营业收入	29.5%	20.8%	22.4%	22.4%	21.9%
<b>资产总额</b>	<b>49,859.7</b>	<b>48,346.1</b>	<b>65,055.6</b>	<b>49,779.7</b>	<b>60,837.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	15,115.6	12,920.6	17,343.5	10,061.4	14,442.9	资产负债率	71.3%	70.6%	73.8%	64.3%	69.3%
应付帐款	1,577.6	1,626.5	2,671.3	1,506.7	2,702.6	负债权益比	248.6%	240.0%	281.5%	180.2%	225.6%
应付票据	107.7	73.4	298.9	12.9	297.4	流动比率	0.93	0.94	1.10	0.98	1.12
其他流动负债	16,535.4	16,950.5	21,056.7	19,926.1	20,379.9	速动比率	0.22	0.23	0.22	0.21	0.18
长期借款	1,681.7	2,074.6	6,125.1	-	3,832.9	利息保障倍数	3.46	4.54	5.06	4.83	5.94
其他非流动负债	540.3	480.0	507.9	509.4	499.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>35,558.2</b>	<b>34,125.7</b>	<b>48,003.3</b>	<b>32,016.5</b>	<b>42,154.9</b>	DPS(元)	0.50	0.50	0.96	1.13	1.30
少数股东权益	296.1	289.3	489.9	605.5	731.1	分红比率	69.6%	81.9%	67.4%	73.0%	74.1%
股本	2,226.6	2,226.6	2,226.6	2,284.8	2,284.8	股息收益率	2.6%	2.6%	5.0%	5.9%	6.8%
留存收益	11,793.0	11,716.6	14,335.8	14,872.9	15,666.6						
<b>股东权益</b>	<b>14,301.5</b>	<b>14,220.4</b>	<b>17,052.4</b>	<b>17,763.2</b>	<b>18,682.5</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,657.9	1,359.0	3,162.6	3,537.4	4,021.7	EPS(元)	0.72	0.61	1.42	1.55	1.76
加:折旧和摊销	467.5	426.8	441.0	447.0	453.0	BVPS(元)	6.29	6.26	7.44	7.51	7.86
资产减值准备	13.4	446.4	-	-	-	PE(X)	26.8	31.5	13.5	12.4	10.9
公允价值变动损失	-	-	5.4	-3.6	0.6	PB(X)	3.1	3.1	2.6	2.6	2.4
财务费用	857.5	805.6	1,015.1	1,036.8	1,002.5	P/FCF	-1,839.1	-799.7	-123.7	18.0	15.1
投资损失	-543.5	-653.6	-2,100.0	-1,600.0	-2,500.0	P/S	4.0	2.8	2.7	2.7	2.6
少数股东损益	59.3	-0.6	200.6	115.6	125.6	EV/EBITDA	7.2	5.8	10.5	8.5	8.5
营运资金的变动	215.8	4,086.1	-13,599.2	12,295.6	-9,550.2	CAGR(%)	30.1%	45.1%	17.8%	30.1%	45.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>5,290.8</b>	<b>5,801.9</b>	<b>-10,874.6</b>	<b>15,828.8</b>	<b>-6,446.8</b>	PEG	0.9	0.7	0.8	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-1,878.5	-422.2	512.6	1,950.1	2,679.5	ROIC/WACC	1.4	1.3	2.6	1.5	3.0
融资活动产生现金流量	-2,868.8	-5,022.8	8,100.9	-17,746.5	3,832.9	REP	0.8	0.9	0.7	1.5	0.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏林洁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

