

牛市中弹性品种推荐：雅戈尔，目前市值具备安全边际、积极布局健康产业

投资要点：

- 在2014年31.6亿净利润基础上（服装7亿；地产在计提减值损失近10亿的基础上、贡献约2亿净利润，股权投资中出售中信证券、工大首创实现收益14.6亿，宁波银行会计核算方式变更带来净利润6.4亿、宁波银行10.93%的股权对应净利润约6亿），2015年仍有望实现31亿以上净利润（服装净利润有望接近8亿，地产主业净利润11亿左右—含纺织城地块收储5.7亿，投资项目变现收益仍将保持在较高水平）。
- 以周五收盘价计算，公司持有可出售二级市场金融股权价值近150亿，其中，宁波银行对应市值近70亿、广博股份5.5亿、浦发银行近30亿、金正大19亿、中国平安20亿。此外，投资西三线项目30亿；雅戈尔还作为第一大股东持有汉麻产业30%股权（自1月份起停牌进行重大资产重组）。同时参股大量创投项目，如创业软件（作为第二大股东、持有15.7%股权）、浙商财险18%股权、银联商务9%股权、中欧创投15%股权、中信夹层投资中心2%股权、宁波东南商报9%股权。
- 历史数次验证李如成投资眼光，公司在3月份设立10亿医疗健康产业基金（投向：成长期/扩张期的股权投资、行业龙头企业的并购和整合、优质上市公司的定增项目、国有大中型企业混合所有制（含公立医院）的改制重组、具有突破性或革命性技术和商业模式的VC项目），结合其创业软件二股东的背景、以及公司过去两年对养老地产探索，未来在大养老健康领域将会有相关投资会逐步落地，结合服装积累的几百万粉丝、有望打造其大健康的闭环。其中，创业软件作为医疗信息化龙头创业软件3月27日IPO过会，其2014年净利润4758万，拥有150家三级甲等医院客户，在公共卫生信息化服务领域累计为全国188家县级及以上的卫生局提供了服务；其直接对标企业为近400亿市值的卫宁软件。
- 2007年7月牛市高点雅戈尔股价34.5元（上波牛市的10倍股），对应市值过600亿，对应2016年8.8亿、2007年26.5亿（纺织服装及地产总贡献9.1亿、投资贡献17.4亿）净利润。公司当前总市值450亿左右，我们认为当前公司质地较2007无疑有了很大提升（李如成股权从当年10%+提高到现在30%+），考虑到公司在医疗健康领域布局及相关投资逐步推进，强调对公司推荐评级。

雅戈尔（600177.SH）

推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

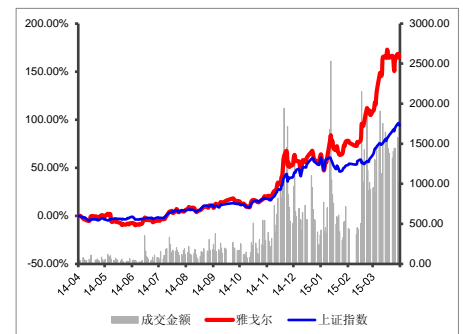
执业证书编号：S0130514050004

市场数据

时间 2015.4.17

A股收盘价(元)	20.49
A股一年内最高价(元)	20.99
A股一年内最低价(元)	10.51
上证指数	4287.3
市净率	2.77
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)	456

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：继续推进渠道整合、布局 O2O	2
三、地产业务：规模有所下降，未来有望转型养老地产	3
四、投资业务：积极参与创投基金、布局大健康养老产业	6
（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	7
（三）积极参与创投基金、产业投资收获颇丰	7
（四）斥资 10 亿成立健康产业基金，布局大健康、养老产业	9
五、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。

根据 14 年业绩预增公告，14 年净利润同比增 120-150%，即 30 亿到 34 亿，测算 EPS 为 1.34-1.53 元。14 年净利润大幅增长的原因一是变更宁波银行会计核算方法直接增加净利润 6.4 亿，二是出售中信证券、工大首创等股票直接带来 14.6 亿的净利润。我们认为剔除宁波银行会计准则变更和出售中信证券、工大首创股权，估计常规性的服装业务利润规模近 7 亿，地产业务约 2 亿，低于正常年份主要原因在于公司从谨慎性原则出发，对东海府、紫玉花园 2 个地产项目计提存货跌价准备 9.9 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
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。

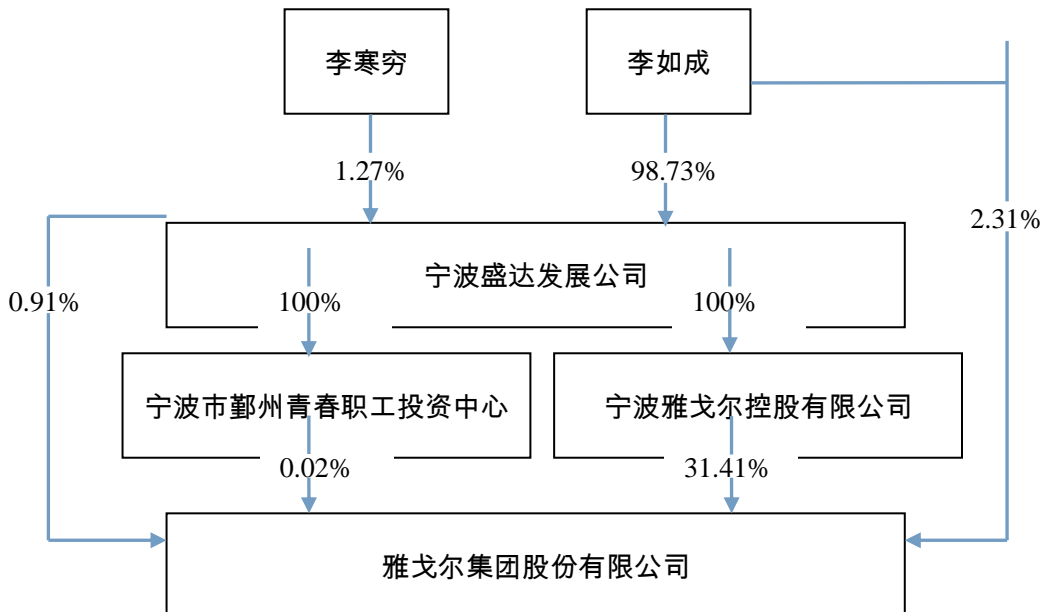
2013 年 3 月公司公告回购注销宁波盛达发展股权。雅戈尔控股持有雅戈尔股份 31.4% 的股权, 宁波盛达持有雅戈尔控股 100% 股权, 在宁波盛达回购前, 李如成持股 23.19%、其他股东 (500 人) 持股 76.49%。回购前李董事长及女儿对雅戈尔股份的实际持股比例偏低, 仅为 10.6%, 回购完成后实际持股比例提高至 34.62%。此次股权结构调整以后, 李董事长对上市公司的控制力大幅提升; 其回购支出中我们估计 10 亿+的资金为借款, 我们推断这会为雅戈尔后期的高分红提供一定的保障。

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



资料来源：公司公告，中国银河证券

二、服装业务：继续推进渠道整合、布局 O2O

公司在 2013 年完成服装主业的调整，14 年品牌服装销售基本稳健，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。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 14 年服装主业的净利润有两位数的增长，贡献净利润近 7 亿元。

2015 年 Q1 公司推出女装业务，继续进行渠道整合，完善 O2O 闭环。15 年春季公司推出女装业务，2 月份在上海南京东路开设旗舰店，推出全新女装品牌，反响热烈；15 年公司计划继续整合渠道，关闭形象不好的店铺，开设旗舰体验店（除销售服装外，还会布局健康医疗产业的相关产品）；公司的 O2O 战略也在稳步推进中，微信活动采用“雅戈尔找你去代言+全国海选”新模式营销，完善会员体系，我们认为雅戈尔具备做好 O2O 的优势主要源于其全产业链的布局，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。我们预计 2015 年公司收入保持个位数增长，净利润增速达到两位数，假定 2014 年 7 亿净利润，2015 年服装主业净利润可达 7.7 亿，按照 20 倍 PE 粗略估算，对应约 154 亿市值。

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：规模有所下降，未来有望转型养老地产

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。

公司在 2014 年对地产业务计提减值 10 亿元，我们估计净利润贡献约 2 亿左右。根据 2014 年三季报，期末公司账上房地产板块预售账款为 138.95 亿元，公司在建项目 9 个，在建面积 140.96 万平方米。公司拥有 5 宗土地储备，拟开发建筑面积 59.31 万平方米。考虑到后续推盘的速度，我们预计地产主业未来 2-3 年净利润贡献在 5、6 亿左右。另外，宁波市鄞州区土地储备中心对公司纺织城地块进行收购储备，土地及地上建筑物收购补偿费为 11.6 亿元，3 月 20 日，公司收到第一期土地收购款 5 亿元。我们预计 2015 年公司地产业务贡献 11 亿利润（含纺织城地块）。

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 12 月 31 日）

楼盘名称	土地面积 (万㎡)	竞得金额 (亿元)	楼面价格 (元/㎡)	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	今年预售		面积 (万㎡)	金额 (亿元)
比华利二期	9.60	0.74	2,528	9.10	5.64	0.37	66.08%	0.18	0.41
香湖丹堤二期	16.91	0.72	2,004	11.94	7.14	0.26	62.00%	0.32	0.36
苏园 (70%)	2.88	5.06	8,796	10.72	10.16	0.47	99.12%	0.48	0.53
紫玉花园	1.39	4.88	14,647	15.88	6.17	0.97	45.00%	0.30	0.84
	2.69	7.27	19,302						
长岛花园	17.60	15.88	6,685	71.61	67.66	2.24	97.62%	1.91	3.58
御玺园	5.90	10.59	8,969	33.90	32.06	1.80	99.90%	0.84	1.75
新海景花园	5.34	10.09	13,493	25.14	23.40	0.86	96.51%	1.01	1.57
御西湖	3.61	15.20	16,183	37.77	31.67	5.73	99.03%	1.28	6.10
西溪晴雪	5.52	8.81	11,068	13.98	9.22	4.75	99.89%	3.17	4.77
篁外 (50%)	10.45	13.16	6,297	28.84	20.74	5.14	89.73%	4.95	4.42
太阳城二期	16.38	4.31	1,477	23.07	22.86	0.13	99.65%	0.10	0.13
苏州网新	4.86	0.08	147	1.69	0.08	-0.03	2.96%	-	-
姑苏公馆	4.40	7.11	8,068	15.91	13.92	1.74	98.45%	0.76	1.68

(49%)

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 12 月 31 日)

楼盘名称	土地面积 (万㎡)	竞得金额 (亿元)	楼面价格 (元/㎡)	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	今年预售		面积(万㎡)	金额(亿元)	
东海府	10.59	21.63	10,217	33.92	18.80	-0.91	52.75%	0.54	0.96	2014.12
九唐华府 (35%)	32.91	18.71	18,952	33.19	3.07	7.60	32.17%	2.74	6.78	待定
东方一品 (40%)	7.26	19.54	12,030	34.88	20.77	3.41	69.30%	1.20	2.87	2015.08
铂翠湾 (50%)	4.87	10.43	14,857	12.28	4.98	5.72	87.17%	2.61	4.36	2015.06
新东城	6.12	1.90	2,421	7.24	-	2.43	33.54%	3.33	2.36	2015.12
馨院(30%)	9.36	10.60	4,924	27.42	-	11.22	40.91%	6.76	10.05	2016.02
雅戈尔 1 号 花苑	6.90	2.51	1,994	14.94	-	-	0.00%	-	-	待定
新外滩 1 号 (50%)	5.91	10.99	7,437	22.38	-	15.60	69.68%	8.55	13.23	2016.06
千江月 (25%)	2.79	3.64	4,666	9.83	-	2.70	27.47%	1.02	1.43	2016.12
都市南山	3.86	3.00	4,326	7.24	-	1.79	24.73%	1.61	1.61	2016.03
明洲	9.51	15.91	10,228	38.34	-	11.06	28.86%	3.93	7.47	2016.12
太阳城三期	15.29	4.11	1,477	30.43	23.16	7.57	100.98%	4.45	6.70	2014.10
太阳城超高层	2.37	0.62	1,477	9.54	-	0.09	0.99%	0.08	0.20	2017.12
太阳城四期	9.68	2.54	1,477	25.31	-	12.08	47.74%	12.63	12.80	2015.12
长风 8 号	5.29	34.95	26,745	63.00	43.01	10.14	84.38%	4.60	12.27	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 12 月 31 日)

取得时间	地块名称	楼盘名称	土地面积(万 ㎡)	竞得金额 (万元)	楼面价格 (元/㎡)	建筑面积 (㎡)	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%
2014/2/17	小城春秋北侧	都市阳光	9.44	66,114.28	3,890.00	169,959.00	158,476.00	未定	50%
2007/7/31	苏州相城地块	帝豪花园	6.27	43,160.00	4,938.00	93,975.00	138,406.00	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			43.66	118,130.16	-	533,781.52	415,127.00		-

资料来源：公司公告，中国银河证券

四、投资业务：积极参与创投基金、布局大健康养老产业

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，公司在二级市场投资逐步萎缩，产业投资收获颇丰。公司积极参与创投基金，储备项目，通过新三板和注册制进行变现，并斥资 10 亿成立健康产业基金，布局大健康、养老产业。

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

根据 2015 年第一次临时股东大会公布的资料，2014 年公司对持有的泸州老窖、工大首创、新华保险、中国平安、浦发银行、广博股份、中信证券、中金黄金、圣农发展、云天化、东方锆业和山煤国际进行了处置，交易金额累计 356,859.42 万元，产生投资收益 146,287.76 万元。截至 2014 年 12 月 31 日，公司持有金融资产市值 557,054.01 万元，结构调整出售金融资产剩余资金 173,734.36 万元，总运营规模 730,788.37 万元。按照 2015 年 3 月 30 日收盘价计算，公司当前持有金融资产市值约 65 亿，当前浮盈 32 亿。

表 9：雅戈尔股票投资收益明细（单位：万股、亿元）

证券代码	证券简称	持股数	初始投资成本	当前股价	目前市值	浮盈
002103	广博股份	2,269	0.07	25.080	5.691	5.622
600000	浦发银行	16,200	15.37	16.020	25.952	10.582
002470	金正大	4,271	4.72	37.160	15.871	11.151

601318	中国平安	1,277	6.45	79.960	10.211	3.761
2318.hk	中国平安	1,069	6.30	73.894	7.899	1.599
002736	国信证券	0.7	0.00	22.410	0.002	0.001
合计			32.91		65.626	32.716

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部（注：当前市值按照 2015.3.30 收盘价计算）

（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，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）。

14 年宁波银行调整会计核算办法，雅戈尔所持有的 10.93% 的股份，估计 2014 年为公司带来 12.6 亿的净利润（6.4 亿为调整会计核算办法一次性计入当期损益，6.1 亿为宁波银行净利润并表贡献，根据宁波银行业绩快报，14 年净利润 56.27 亿）。我们预计宁波银行 2015 年为雅戈尔带来 6 亿左右的净利润贡献，对应当前市值 63.4 亿。

表 10：宁波银行投资明细（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014
宁波银行净利润	3,254	4,068	4,847	5,627
雅戈尔投资收益(10.93%股权)				615

资料来源：宁波银行公告，中国银河证券研究部

（三）积极参与创投基金、产业投资收获颇丰

基金参与创投基金，聚焦新三板。公司持有深圳中欧创业基金 15% 的股权、中信夹层（上海）投资中心 1.96% 的股权和绵阳科技城产业投资基金 2.22% 的股权，储备项目后续有望通过新三板和 IPO 变现。

控股的汉麻产业筹划重大资产重组事项，股权有望升值。雅戈尔持有汉麻产业 30.08% 的股权，按照停牌前一日的收盘价计算，该部分股权的市值为 6.7 亿元。

参股医疗信息化龙头创业软件。3 月 27 日公司参股的创业软件首发申请过会，创业软件专注于医疗卫生行业信息化建设业务。雅戈尔投资 3,602.42 万元持有创业软件 801.43 万股，占该公司发行前总股本的 15.71%。根据招股书，创业软件 2014 年净利润 4758.38 万元，截至 2014 年末，创业软件拥有 150 家三级甲等医院客户，在公共卫生信息化服务领域，又累计为全国 188 家县级及以上的卫生局提供了服务，在其领域具有较强竞争力。若按照公司 100 亿市值估算，雅戈尔所持股权对应约 15.7 亿市值。

表 11：创业软件利润表构成（单位：万元）

	2012	2013	2014
营业收入	36,108.69	37,800.55	40,564.81
应用软件	21,006.98	24,761.88	27,297.52

收入	58.21%	65.51%	67.29%
医院信息化软件	12,801.60	15,375.59	16,813.00
/收入	35.48%	40.68%	41.45%
公共卫生信息化软件	8,205.38	9,386.29	10,484.52
/收入	22.74%	24.83%	25.85%
系统集成	14,398.12	12,893.24	13,193.36
/收入	39.90%	34.11%	32.52%
计算机信息设备系统集成	11,102.55	9,578.28	10,120.28
/收入	30.77%	25.34%	24.95%
智能化网络布线工程集成	3,295.58	3,314.96	3,073.08
/收入	9.13%	8.77%	7.58%
其他	680.38	145.43	73.94
/收入	1.89%	0.38%	0.18%
营业利润	2,976.95	2,407.05	2,790.44
利润总额	5,028.92	5,357.34	5,612.43
净利润	4,405.00	4,569.87	4,758.38
归属于母公司股东的净利润	4,405.00	4,573.17	4,757.61

资料来源：创业软件招股书

表 12：创业服务机构构成（单位：万元）

客户性质 时期	卫生局及其他卫生机构			三甲医院		
	家数	增长数	增长率	家数	增长数	增长率
截至 2012 年底	147	-	-	126	-	-
截至 2013 年底	160	13	8.84%	133	7	5.56%
截至 2014 年底	188	28	17.50%	150	17	12.78%

资料来源：创业软件招股书

表 13：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(%)
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
成本法小计			2986.1	1626.5	4612.6		
合计			4474.5	2001.9	6476.4		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四) 斥资 10 亿成立健康产业基金，布局大健康、养老产业

公司 3 月 7 日公告成立雅戈尔健康产业基金，初始投资 10 亿元，主要针对大健康产业处于成长期、扩张期、成熟期，具有良好的行业发展前景和极具并购价值的企业进行股权投资，并关注优秀上市公司的定增机会，以及医疗健康产业国有大中型混合所有制改制（如公立医院）重组的投资机会。董事长认为健康产业符合“大众创新”的政策导向趋势，所以坚定布局健康医疗养老产业，目前采用基金的框架，预计未来会扩大资金筹措规模，未来发展前景广阔。按照当前一级市场定价规则，按照 10 倍 PE 进行收购，对应收购标的约 1 亿左右净利润，粗略按照二级市场医疗服务子行业估值测算，对应市值 50 亿+。

五、投资建议

维持推荐评级。按照以上各板块测算，我们预计 2015 年服装板块净利润贡献 7.7 亿、地产板块净利润约 11 亿(含纺织城 5 亿)，投资板块收益锁定宁波银行收益 6 亿+，预计公司 2015 年净利润在 30 亿以上，对应当前股价约 14 倍 PE，基于公司积极参与创投基金、布局大健康养老产业，我们给予公司 20 倍的估值修复空间，维持推荐评级。

股价催化剂：健康养老项目的落地、控股 30% 的汉麻产业重大重组后的股权升值以及参与创投基金通过新三板和 IPO 变现等。

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)3
表 4: 地产板块历史盈利情况 (单位: 百万元)4
表 5: 2014 年地产已交付项目汇总 (截止 2014 年 12 月 31 日)4
表 6: 2014 年地产在建在售项目 (截止 2014 年 12 月 31 日)5
表 7: 2014 年地产在建未售项目 (截止 2014 年 12 月 31 日)5
表 8: 投资板块历史损益情况 (单位: 百万元)6
表 9: 雅戈尔股票投资收益明细 (单位: 万股、亿元)6
表 10: 宁波银行投资明细 (单位: 百万元)7
表 11: 创业软件利润表构成 (单位: 万元)7
表 12: 创业服务机构构成 (单位: 万元)8
表 13: 长期股权投资明细 (截止 2013 年年报数据, 单位: 百万元)8

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，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：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址: www.chinastock.com.cn