服装板块渠道整合成效明显，积极参与创投、布局大健康养老产业

雅戈尔（600177.SH）

推 荐 维持评级

投资要点：

- **公司披露半年报：**（1）上半年收入 87.13 亿，同比增 15.0%；营业利润 27.19 亿，同比增 19.6%；净利润 29.03 亿，同比增 58.7%；扣除非经常性损益（主要由 12.22 亿的理财收益和 7.69 亿长期资产处置收益构成）后净利润 14.54 亿，同比增 8.0%；净利润率从上年同期的 24.2%提升至 33.3%。其中服装板块收入 24.3 亿，同比降 1.1%；净利润 5.08 亿，同比增 21.8%。地产板块收入 62.03 亿，同比增 22.9%；净利润 4.44 亿，同比降 18.0%。投资业务收益 18.77 亿，同比增 33.2%，净利润 19.50 亿，同比增 124.7%；（2）15Q2 收入 24.39 亿，同比降 32.0%；营业利润 18.33 亿，同比增 307.3%；净利润 15.14 亿，同比增 321.3%；销售净利润率从上年同期 42.0%上升至 62.1%。
- **渠道整合升级成效显现、直营渠道坪效提升，多品牌战略有效实施、新品牌继续发力。**2015 年 H1 服装主业实现收入 24.3 亿元（-1.06%），净利润 5.08 亿元（+21.81%）。其中品牌服装实现收入 22.72 亿元（+4.52%），服装代工实现收入 0.88 亿元（-9.54%），纺织业务收入 0.43 亿（-71.12%）。截止到 6 月，公司渠道共 3078 家，较年初减少 4 家，其中直营店铺 2605 家（专卖店 867 家、商场店 1738 家），较年初减少 15 家，直营收入占总收入的 87%，**经过公司对渠道的优化升级，终端渠道的坪效有所提升**，专卖店（收入占比 42%）坪效同比增 5%（其中 24 家销售规模在 500 万以上的店铺坪效同比提升 10%），商场店铺（收入占比 45%）坪效提升 10%。公司积极运用超级导购 APP 等完善 O2O 闭环，上半年线上渠道销售 2127 万，同比增 58%。**Hart Schaffner Marx、GY、HANP、MAYOR 四个新兴品牌收入占比大幅提升。**上半年四品牌收入 2.12 亿，同比增 38.34%，销售占比提升由去年同期的 7%至 9.33%，公司多品牌战略得到有效实施。**上半年品牌服装毛利率提升 1.41 个百分点至 67.93%，主要受益于销售单价提升**（同比增 10%）。**我们预计 2015 年公司收入保持个位数增长，净利润增速可达 15%， 2015 年服装主业净利润贡献约 7.5 亿。**
- **地产业务规模有所下降，未来有望转型养老地产。**2015 年 H1 地产板块收入 62.03 亿，同比增 22.9%，受土地、人工等刚性成本及产品结构组合的影响，交付结算的项目毛利率大幅降低 9.4 个百分点至 19.2%。净利润 4.44 亿，同比降 18.0%。上半年实现地产预售收入 40.72 亿，同比增 14.43%，已完成年初计划预售金额的 67.87%。截至期末预收款 99 亿；在建项目 9 个，在建面积 137.94 万平方米，储备项目 6 个，拟开发面积 88 万平米。考虑到后续推

分析师

马莉

☎：（8610）6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

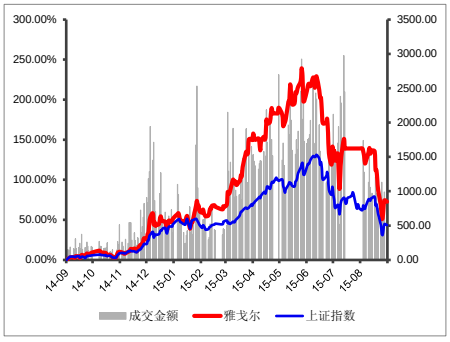
杨岚：（8610）8357 4539

（yanglan@chinastock.com.cn）

执业证书编号：S0130514050004

市场数据	时间 2015.8.31
A 股收盘价(元)	13.08
A 股一年内最高价(元)	25.87
A 股一年内最低价(元)	10.51
上证指数	3205.99
市净率	1.54
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)	291

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

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，纺织城土地被收储的补偿费为 11.6 亿元，3 月 20 日收

到第一期土地收购款 5 亿元，**预计 2015 年公司地产业务贡献 12 亿利润（含纺织城地块 5.7 亿）。**

- **财务投资向产业投资过渡、布局大金融、大健康、综合性集团等领域。**截止到 6 月底公司持有可出售二级市场金融股权对应当前市场价值 78 亿，长期投资股权资产 62 亿，持有的大量创投基金有望通过新三板变现。**(1)上半年不断减持，产生投资收益 11.29 亿，锁定净利润 9.3 亿。**持有金融资产对应当前市值 A 股约 69.4 亿元（浦发银行 43 亿，金正大 14.1 亿，创业软件 9.3 亿、广博股份 2.6 亿等），港股中信股份市值约 9.1 亿人民币（另外，公司 7.17 日公告投资 119.86 亿港元，认购中信股份 8.59 亿股，占 3.78%股份，对应当前市值 158.1 亿港元、约 130 亿人民币）。**(2)长期股权投资**中，持有宁波银行 11.11%的股权，对应当前市值 49.8 亿；投资 30 亿认购北京国联能源产业投资基金、参与中石油西三线项目；作为第一大股东持有汉麻产业 30%股权对应市值 12.53 亿。**（3）创投基金有望通过新三板变现**。公司持有金田铜业 3%股权（投资成本 1.33 亿）、浙商财险 21%股权（投资成本 3.58 亿）、银联商务 4.99%股权（投资成本 3.89 亿）、中欧创投 15%股权（投资成本 495 万元）、中信夹层投资中心 1.96%股权（投资成本 1 亿）、绵阳科技城产业投资基金 2.22%股权（投资成本 2 亿）、无锡领峰创业投资 41.07%股权（投资成本 7243 万）、向阳渔港 11.27%股权（投资成本 3384 万）等合计近 13 亿的初始投资。
- **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、行业领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。
- **维持推荐评级。**按照各板块测算，我们预计 2015 年服装板块收入保持个位数增长，净利润增速在 15%左右（7.5 亿）、地产板块净利润约 12 亿（含纺织城 5.7 亿），投资板块收益锁定宁波银行收益 7.1 亿，以及可供出售金融资产已变现 9.3 亿，预计公司 2015 年净利润同比增 15%，约在 36.3 亿。公司当前市值 291 亿，从资产负债结构看，中报总资产 460 亿，其中可供出售金融资产 125 亿（当前市值 78 亿），长期股权投资 65.7 亿（当前市值 62 亿），公司呈现出强周期的特点。**考虑到公司高分红的属性，以及积极参与创投基金、布局大健康养老产业，维持推荐评级。**
- **股价催化剂：**健康养老项目的落地参与创投基金通过新三板和 IPO 变现等。

表 1: 雅戈尔各板块业绩情况（单位：百万元）

（单位：百万元）	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
营业收入	4155	4628	6128	7034	10780	12279	14514	11539	10733	15167	15903	8713
服装业务			2464	3021	5857	5527	6039	6197	4583	4593	4396	2430
其中：品牌服装				1890	2171	2576	3058	3666	4083	4269	4133	2272
其中：服装代工				1131	3759	3016	3041	2467	441	246	177	88
地产业务				2185	3466	5175	6843	3373	4796	9865	11114	6203
净利润	589	646	883	2651	1792	3494	2934	2059	1658	1359	3162	3162
服装业务			342	446	694	536	705	936	835	644	653	508
房地产业务						1191	679	572	1009	1166	122	444
投资业务						1625	1245	487	-231	-489	2425	1950

资料来源：公司公告，中国银河证券

表 2: 雅戈尔服装板块业绩情况（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
服装板块营业收入	3020.7	5856.7	5526.6	6038.5	6197	4583	4593	4396	2430
YOY	22.60%	93.90%	-5.60%	9.30%	2.60%	-26.00%	0.20%	-4.29%	-1.06%
收入占比	42.90%	54.30%	45.00%	41.60%	53.70%	42.70%	30.30%	27.64%	27.89%
其中：品牌服装	1889.7	2171.4	2576.2	3058.1	3666	4083	4268.9	4133	2272
YOY		**14.90%**	**18.60%**	**18.70%**	**19.90%**	**11.40%**	**4.60%**	**-3.18%**	**4.52%**
自营专卖店收入					1615.7	1714.9	1714.9	1694.53	954.16
商场专柜收入					1436.5	1592.4	1592.4	1735.86	1022.31
加盟收入					342.7	326.7	326.7	300	272.62
团购收入					417.5	449.1	449.1	402.61	
其中：服装代工	1131	3758.8	3016.2	3040.5	2467	441	246	263	88.34
YOY		232.30%	-19.80%	0.80%	-18.90%	-82.10%	-44.20%	6.91%	-9.54%
总渠道数量	1624	1808	1922	2145	2302	2719	2935	3082	3078
YOY		**11.30%**	**6.30%**	**11.60%**	**7.30%**	**18.10%**	**7.90%**	**5.01%**	**3.29%**
自营专卖店数量			473	506	573	795	815	820	867
商场专柜数量			990	1158	1302	1473	1650	1794	1738
加盟渠道数量			495	481	480	451	470	468	473
单店店效	1.16	1.2	1.34	1.43	1.59	1.5	1.45	1.46	0.73
YOY		**3.20%**	**11.60%**	**6.40%**	**11.70%**	**-5.70%**	**-3.10%**	**0.69%**	**0.18%**
平效（零售口径，万元/平米）	1.21	1.41	1.46	1.6	1.8	1.64	1.52	1.28	0.66
毛利率	21.40%	30.00%	31.70%	36.40%	45.50%	60.70%	60%	69%	
净利润	445.96	694.43	536.04	937.16	691	818	643.6	653	508

YOY	30.00%	56.00%	-23.00%	75.00%	-26.00%	18.00%	-21.30%	1.46%	21.81%

资料来源：公司公告，中国银河证券

表 3：地产板块历史盈利情况（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
营业收入	2,185	3,466	5,196	6,853	3,636	5,158	9,865	11114	6203
yoy		58.60%	49.90%	31.90%	-46.90%	41.80%	91.30%	12.66%	22.88%
净利润	274	781	1191	679	572	1009	1166	122	444
yoy		184.80%	52.50%	-43.00%	-15.90%	76.50%	15.60%	-89.54%	17.97%
预售收入						8,026	14,783		4,072

资料来源：公司公告，中国银河证券

表 4：雅戈尔投资板块历史损益情况（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
净利润	1,625	1,245	487	-231	-489	2425	1950
期末可供出售金融资产市值	12,607	13,416	9,421	8,432	6,517	5,571	24,897

资料来源：公司公告，中国银河证券

表 5：雅戈尔主要在建、在售的自营房地产项目的明细情况（单位：平方米、万元）

项目	房产性质	目的	状态	开发时间	(预计）竣工时间	开发速度	建筑面积	销售面积	销售金额
明洲水乡邻里一期	住宅	销售	在建	2014.01	2016.06	0.6	149765	92670.17	175874.21
明洲水乡邻里二期	住宅	销售	在建	2014.04	2017.12	0.45	58645	-	-
都市南山	住宅	销售	在建	2013.09	2015. 12	0.79	94386.54	51853.11	46829.65
新东城	住宅	销售	在建	2013.04	2015. 12	0.82	122003.92	42738.83	30114.9
宁波紫玉花园	住宅	销售	完工	2011.07	2014.06	1	99587.33	28965.15	80736.6
东海府	住宅	销售	在建	2011.04	2015.07	0.98	322002.02	119199.84	194044.27
长岛花园	住宅	销售	完工	2009. 11	2011. 12	1	304600.52	252989.75	707777.65
御玺园	住宅	销售	完工	2010.04	2012.12	1	139539.99	111155.63	339545.73
新海景花园	住宅	销售	完工	2010.03	2012.09	1	113991.18	85170.73	250941.47
长风 8 号	住宅	销售	完工	2011.07	2014.09	1	191862.73	144693.3	576582.04
太阳城三期(北区）	住宅	销售	完工	2012.02	2014.1	1	178614.16	135596.84	185510.59
太阳城三期(南区）	住宅	销售	在建	2012.1	2015.08	0.94	190766.78	135305.75	137715.54
太阳城四期	住宅	销售	在建	2013. 12	2016. 06	0.76	257650.18	164052.98	180599.21

太阳城超高层(南)	住宅	销售	在建	2013.1	2016. 12	0.54	52171.75	22135.24	25896.33
苏州紫玉花园	住宅	销售	在建	2015.01	2016.12	0.22	132039.41	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 6：雅戈尔项目储备明细情况（单位：平方米）

项目名称	项目位置	持有面积		拟开发作销售的面积	
		土地	房产	土地	房产
中基地块	鄞州区石矸街道塘西村	68997	174353	68997	174353
老鹰山地块	慈溪市三北镇东渡村	109571	131485	109571	131485
明洲水乡邻里三期	东部新城核心区	11240	6400	11240	6400
纺织城地块	鄞州区原雅戈尔纺织城	234204	351306	234204	351306
太阳城超高层（北）	苏州市工业园区	11800.13	52006.23	11800.13	52006.23
嵊州盛泰项目	嵊州经济开发区	53749	164471.94	53749	164471.94

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 7：雅戈尔投资项目明细情况（单位：万元）

投资标的	投资成本	持有比例
银联商务有限公司	38944.44	4.99%
浙商财产保险股份有限公司	35800	21.00%
绵阳科技城产业投资基金（有限合伙）	20280.84	2.22%
宁波金田铜业（集团）股份有限公司	13320	3.05%
中信夹层（上海）投资中心（有限合伙）	10000	1.96%
无锡领峰创业投资有限公司	7243.2	41.07%
浙江向阳渔港股份有限公司	3384	11.27%
深圳中欧创业投资合伙企业（有限合伙）	495	15.00%
合计	**129467.48**	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn