

2015年11月1日

雅戈尔 (600177.SH)

## 品牌服装持续改善，产业投资转型可期

■业绩大增来自于投资收益及纺织城收储。公司1-9月实现营业收入123.7亿元，同比增长16.98%；归属上市公司股东的净利润32.5亿元，同比增长65.81%。扣非净利润18.7亿元，同比增长10.32%；EPS1.46元。业绩大增来自于投资收益净利润大幅增长111.1%至19亿元，及纺织城收储获利5.77亿元，两者之和占利润总额62.27%。

■地产业务增长较快拉动收入增长，服装业务中新兴品牌收入增幅较大。公司两大业务板块中，服装板块实现营业收入32亿元，同减2.62%（其中品牌服装收入29.5亿元，同增1.24%），地产板块实现营业收入90.5亿元，同增26.43%。同时由于地产业务毛利率下降，带动公司整体毛利率降4.1pct至35%。品牌服装业务中，Hart Schaffner Marx、GY、HANP、MAYOR四个新兴品牌合计实现营业收入2.7亿元，销售占比9.04%，平均增幅31.65%；渠道上，各品牌网点合计3145家，较年初净增63家（+2.04%）。销售/管理/财务费用率分别降2.5pct/1.4pct/0.1pct至8.9%/4.5%/4.7%，三费合计降3.9pct至18.1%。应收账款较年初增长0.65%至3.12亿元，存货则由于房地产项目结算，较年初下降30.22%至124.23亿元。

■投资建议：公司服装业务基础扎实，四大新兴品牌增速加快，业绩改善已见端倪，并且年初定增打造O2O营销平台，依托线下强大会员体系及直营门店可承载更多产品及概念；地产业务上也开始探索大健康养老地产，未来随着地产政策的宽松有望获得恢复性增长；投资方面也向产业投资转型，着眼更长期布局大健康、大金融领域；总体来看，公司把握“服装+地产+投资+大健康”四轮驱动战略转型机遇，具备中长期的发展战略眼光。我们预测2015-2017年EPS分别为1.79元/1.30元/1.34元，目标价19.50元，对应2016年15倍PE，维持“买入-A”的投资评级。

■风险提示：1) 投资业务波动；2) O2O、大健康等推进低于预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	15,166.9	15,903.2	18,419.3	16,478.3	15,353.5
净利润	1,359.6	3,162.4	3,989.9	2,968.6	3,051.1
每股收益(元)	0.61	1.42	1.79	1.30	1.34
每股净资产(元)	6.26	7.42	6.52	6.89	7.78

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	23.5	10.1	8.0	11.0	10.7
市净率(倍)	2.3	1.9	2.2	2.1	1.8
净利润率	9.0%	19.9%	21.7%	18.0%	19.9%
净资产收益率	9.8%	19.1%	27.5%	18.9%	17.2%
股息收益率	3.5%	3.5%	7.8%	5.4%	4.9%
ROIC	10.2%	19.1%	25.8%	7.9%	6.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

服装 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

19.50元

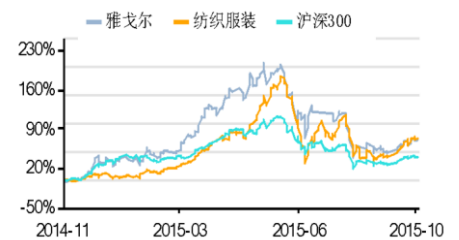
股价(2015-10-30)

14.35元

### 交易数据

总市值(百万元)	31,951.88
流通市值(百万元)	31,951.88
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	8.16/25.71元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.48	-13.44	29.54
绝对收益	17.82	-20.81	72.68

苏林洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110002

sulj@essence.com.cn

021-68763865

### 相关报告

- 大手笔布局O2O 彰显转型决心 2015-05-03
- “四轮驱动”助跑牛市业绩，大健康开启未来十年增长序幕 2015-04-14



## ■ 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

