

# 服装主业去库存同时稳步发展 大店会员战略，房地产市场火热带动上半年整体业绩

核心观点:

## 1. 事件

雅戈尔发布 2016 年半年报:

2016 年 H1, 雅戈尔实现营业收入 86.67 亿元, 较上年同期降低 0.53%; 实现归母净利润 30.71 亿元, 较上年同期增长 5.78%; 服装板块实现净利润 3.95 亿元, 较上年同期降低 24.91%。房地产板块实现净利润 11.69 亿元, 较上年同期增长 163.34%。投资板块实现净利润 13.90 亿元, 较上年同期降低 28.70%。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 服装板块:

1、受大环境及暖冬影响, 营业收入出现短期下滑, 电商增长成亮点

受到宏观经济形势影响, 公司各渠道的景气度与其他品牌服装公司趋同, 服装板块实现营业收入 22.14 亿元, 较上年同期降低 7.20%。实现净利润 3.95 亿元, 较上年同期降低 24.91%。公司自营网点、商场网点分别实现营业收入 8.88 亿元、9.61 亿元, 较上年同期降低 6.51%、7.01%。受暖冬影响, 春节前后的降幅最大, 之后逐渐收窄, 6 月份的销售收入已基本与去年同期持平; 公司 2016 年 H1 线上渠道继续保持增长, 于 6 月底完成对电商平台的全面接管, 实现营业收入 4,560.49 万元, 较上年同期增长 113.63%。

表: 雅戈尔服装板块营业收入

	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
服装板块营业收入	6197	4583	4593	4396	4460.6	2213.73
YOY	2.60%	-26.00%	0.20%	-4.29%	1.48%	-7.20%
收入占比	0.537	0.427	0.303	0.2764	0.3070469	0.2497
服装板块净利润	691	818	643.6	652.8	651.4	394.57
YOY	-26.00%	18.00%	-21.30%	1.46%	-0.23%	-24.91%
其中: 品牌服装收入	3666	4083	4268.9	4133	4233.13	2108.19
YOY	19.90%	11.40%	4.60%	-3.18%	2.43%	-7.20%
直营店收入(自营+商场)	3052.2	3307.3	3307.3	3430.39	3565.35	1848.3
自营专卖店收入	1615.7	1714.9	1714.9	1694.53		887.7
商场专柜收入	1436.5	1592.4	1592.4	1735.86		960.56
加盟收入	342.7	326.7	326.7	300	214.4	77.3
团购收入	417.5	449.1	449.1	402.61	453.39	137.01
毛利率	45.50%	60.70%	60.75%	68.61%	64.88%	65.08%
其中: 服装代工收入	2467	441	246	263	227.46	105.54
YOY	-18.90%	-82.10%	-44.20%	6.91%	-13.49%	-7.25%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

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

陈腾曦

☎: (8621) 2025 2682

✉: (chentengxi@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130516080002

特此鸣谢

林驥川: (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

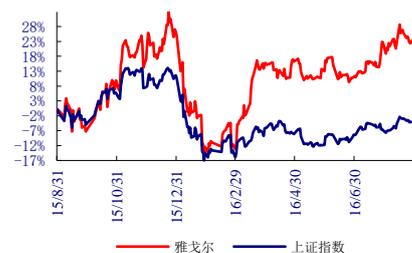
对本报告的编制提供信息。

## 市场数据

2016-08-30

A 股收盘价(元)	15.21
A 股一年内最高价(元)	17.90
A 股一年内最低价(元)	11.00
上证指数	3074.68
市盈率	8.90
总股本(万股)	255817.67
实际流通 A 股(万股)	222661.17
限售的流通 A 股(万股)	33156.50
流通 A 股市值(亿元)	338.67

## 相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

## 相关研究

2、受去库存影响，毛利率略有下降，开新店导致刚性费用增加，但公司持续推进大店战略颇有收效

公司适度降价去库存，服装板块存货 16.87 亿元，较年初减少 1.93 亿元，毛利率降至 65.08%，减少 2.85pp。公司累计投入 5.06 亿元推进“大店战略”，但由于新开店尚在建设期、培育期，刚性费用持续增长，2016H1 公司销售费用 7.47 亿元，同比上升 3.55%，管理费用 4.03 亿元，同比下降 2.45%。

公司在不利环境下积极推进大店战略依然取得不错效果：

(1) 截止 16 年上半年，雅戈尔各品牌网点个数 3,230 个，较同期增加 4.94%。其中直营网点数量为 2,770 个，包括自营网点 945 个和商场网点 1,825 个。

表：雅戈尔渠道数量变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
总渠道数量	2302	2719	2935	3082	3237	3230
YOY	7.30%	18.10%	7.90%	5.01%	5.03%	4.94%
自营专卖店数量	573	795	815	820	925	945
商场专柜数量	1302	1473	1650	1794	1845	1825
加盟渠道数量	480	451	470	468	467	460

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

(2) 会员数量稳步发展，消费占比逐年提高。截至报告期末，雅戈尔龙马·汇会员达到 257.09 万人，较年初增加 47.20 万人；会员消费金额 14.71 亿元，较上年同期增长 45.84%；会员消费占比达 54.28%，较年初增加 7.96 个百分点。

(3) 坚持走品牌运营的道路，子品牌的发展体系渐为成熟。报告期内，Hart Schaffner Marx、GY、HANP、MAYOR 四个子品牌合计实现营业收入 2.30 亿元，平均增幅 8.66%；销售占比 10.92%，较上年同期增加 1.59pp。

## (二) 房地产板块：地价高涨，提升毛利率，推动公司净利润提高。

### 1、房地产市场火热，刺激公司房地产板块毛利净利提高

公司 2016 年 H1 地产开发业务实现营业收入 63.44 亿元，较上年同期增长 2.29%；实现净利润 11.69 亿元，较上年同期增长 163.34%。净利润的大幅度上涨系毛利率受惠于房产市场整体高位运行。2016 年 H1 地产板块毛利率同期上升 19.21pp 至 38.37%，截止 16 年 6 月，公司预收房款仅剩 59.69 亿元。

### 2、公司去库存同时积极充实土地储备

公司上半年完成预售面积 20.08 万平方米，实现预售金额 30.68 亿元，项目建设的周期性因素造成同期降低 36.89%、24.65%。公司预收房款 59.69 亿，与 15 年年末相比减少 36.87 亿元系太阳城等项目的完工所致。宁波苏州两地去库存化使得公司房地产存货由期初 120.8 亿元下降到 112.45 亿元。

同时，公司地产开发积极把握机遇，合理充实土地储备。期内公司以 11.60 亿元竞得苏地 2016-WG-34 地块（根据付款要求，截至报告期末公司尚未支付土地款），土地面积 3.15 万平

平方米,拟开发计容积率建筑面积 7.88 万平方米。受房地产销售收入减少及购买土地支出影响,经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 143.48%,为-5.14 亿。

表:雅戈尔房地产开放情况

序号	地区	项目	经营业态	在建项目/新开工项目/竣工项目	项目用地面积(平方米)	项目规划计容建筑面积(平方米)	总建筑面积(平方米)	在建建筑面积(平方米)	已竣工面积(平方米)	总投资额	报告期内实际投资额
1	宁波	新东城	住宅、商业、车位	竣工项目	61,177.00	91,765.50	120,233.34	-	120,233.34	667.80	59.67
2	宁波	都市南山	住宅、商业、车位	竣工项目	38,555.00	69,399.00	93,388.71	-	93,388.71	621.52	59.26
3	宁波	明洲一期	住宅、商业、车位	在建项目	56,295.00	109,777.50	149,765.00	149,765.00	-	1,531.76	92.20
4	宁波	明洲二期	住宅、商业、车位	在建项目	27,521.00	40,302.16	58,645.00	58,645.00	-	919.60	49.33
5	宁波	明洲三期	住宅	新开工项目	11,240.00	5,435.82	12,010.57	12,010.57	29,421.07	8.7462	
6	宁波	新明洲一期	住宅、车位	新开工项目	53,012.00	95,421.60	138,335.50	138,335.50	282,400.00	614.35	
7	宁波	都市阳光	住宅、车位	新开工项目	94,422.00	169,959.60	220,333.31	220,333.31	153,285.91	32.33	
8	苏州	太阳城超高层(北)	住宅、商业、车位	在建项目	11,800.00	45,001.52	52,006.23	52,006.23	-	425.00	13.81
9	苏州	太阳城四期	住宅、商业、车位	竣工项目	96,800.00	200,550.48	262,270.60	262,270.60	144,200.00	108.64	
10	苏州	太阳城超高层(南)	住宅、商业、车位	在建项目	11,914.00	45,133.59	52,171.75	52,171.75	-	425.00	48.89
11	苏州	紫玉花园	住宅、商业、车位	在建项目	62,650.00	93,975.00	129,140.29	129,140.29	-	1,146.52	60.28
12	宁波	水岸枫情二期	住宅、商业、车位	在建项目	93,598.00	215,275.40	229,320.60	229,320.60	-	2,286.91	53.14
13	宁波	新外滩一号	住宅、商业、车位	竣工项目	59,088.00	147,720.00	193,017.56	-	193,017.56	1,850.29	54.88

资料来源:WIND,中国银河证券研究部

### (三) 投资板块:继续由金融投资向产业投资转型,与中信股份开展战略合作

公司上半年投资业务实现投资收益 23.73 亿元,较上年同期增长 26.39%;实现净利润 13.90 亿元,较上年同期降低 28.70%。

其中:

(1) 2016 年雅戈尔对联创电子的投资由长期股权投资变更为可供出售金融资产,产生投资收益 12.42 亿元;

(2) 通过出售包括浦发银行(报告期获益 1.92 亿元)、广博股份(报告期获益 3002 万元)等可供出售金融资产获益 3.29 亿元;

(3) 通过包括宁波银行(报告期获益 4.82 亿元)等长期股权投资获取投资收益 5.65 亿元;

(4) 通过包括中信股份(报告期获益 2.49 亿元)在内的可供出售金融资产获益投资收益 3.38 亿元。

公司继续由金融投资向产业投资转型,一方面继续根据市场情况调整金融资产结构,另一方面把握机会加快产业投资布局。

(1) 截止 2016 年 H1 公司账面可供出售金融资产共计 241.62 亿元。2015 年公司认购中信股份新股并从二级市场购入中信股份股权,合计持有中信股份 14.55 亿股,占比 4.99%;截止 16 年 H1 账面价值 140.23 亿元(占总资产的比例为 22.5%),投资成本 170.6 亿元,合 11.7 元人民币/股(2016 年 8 月 30 日中信股份股价约合 10.73 元人民币/股,目前账面浮亏 8.3%)。公司合作伙伴中信股份目前的业务覆盖金融业、资源能源业、制造业、房地产及基础设施业、工程承包业等,有望与公司产生协同效应。

(2)截止 2016 年 H1 公司账上长期股权投资共计 65.85 亿元。由于 2016 年雅戈尔对联创电子的投资由长期股权投资变更为可供出售金融资产,公司账上长期股权投资主要由宁波银行的 11.64%股权,总计 51.26 亿构成。

### 3. 投资建议

公司当前市值为 389 亿元,考虑到汉麻产业会计核算方法变更以及房地产利润的大幅上升,公司 16 年净利润仍有望与 15 年持平达到 40 亿,对应 PE9.7X。

公司在服装主业上凭借出色的产品品质和口碑以及主动调整门店存货的战略有望继续稳定发展,房地产业务则收益于近期房价的大幅上涨 16 年业绩有望出现大幅上升,在投资业务上与中信股份的合作在今年有望全面展开。公司作为行业内的白马公司估值较低,股息率高(接近 5.3%),各项业务稳定推进,对于追求分红型资金,我们继续维持“**推荐**”评级。

### 4. 风险提示

服装行业需求不振,房地产及资本市场出现波动。

## 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，纺织服装行业证券分析师。陈腾曦，纺织服装行业证券分析师。**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。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔（600177.sh）、鲁泰 A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）、嘉麟杰（002486.sz）、奥康国际（603001.sh）、浔兴股份（002098.sz）、富安娜（002327.sz）、伟星股份（002003.sz）、美邦服饰（002269.sz）、海澜之家（600398.sh）、华孚色纺（002042.sz）、嘉欣丝绸（002404.sz）、森马服饰（002563.sz）。

## 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

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  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)