

投资评级：推荐（首次）
分析师

姚雯琦 0755-83515144

Email: yaowenq@cgws.com

执业证书编号: S1070510120007

联系人:

黄淑妍 0755-83753659

Email: huangsy@cgws.com

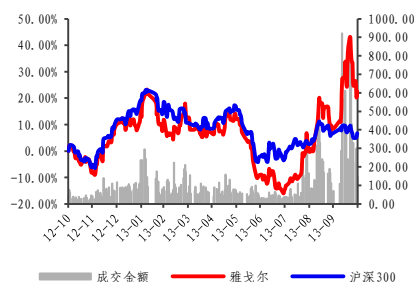
从业证书编号: S1070112070056

市场数据

| | |
|-----------|------------|
| 目前股价 | 8.25 |
| 总市值(亿元) | 183.70 |
| 流通市值(亿元) | 176.85 |
| 总股本(万股) | 222,661 |
| 流通股本(万股) | 214,361 |
| 12个月最高/最低 | 10.13/5.63 |

盈利预测

| | 2012A | 2013E | 2014E |
|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,733 | 16,099 | 18,997 |
| (+/-%) | -6.99% | 50.00% | 18.00% |
| 净利润 | 1599 | 1870 | 2625 |
| (+/-%) | -19.46% | 17.00% | 40.37% |
| 摊薄 EPS | 0.72 | 0.84 | 1.18 |
| PE | 11.49 | 9.82 | 7.00 |

股价表现


数据来源: Wind

服装业务继续承压，地产业务拉动快速增长

——雅戈尔（600177）公司三季报点评

投资建议

我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.84 元、1.18 元和 1.32 元，对应 PE 分别为 9.8X、7.0X 和 6.3X。公司作为男装行业龙头，渠道直营化改造进程早已完成，有条件、有能力抓住机遇尝试实现 O2O 的经营模式。公司房地产业务经过前两年蛰伏，今年已进入全面爆发期，将为公司明后年业绩增长提供保障，首次给予公司“推荐”的投资评级。

投资要点

- 三季报业绩符合预期，营收增长 50.0%:** 公司 2013 年 1-9 月实现营业收入 115.77 亿元，同比增长 50.0%；实现归属母公司股东的净利润 13.19 亿元，同比增长 21.7%；实现归扣非后净利润 19.77 亿元，同比增长 69.3%；实现 EPS 0.59 元，三季报业绩符合预期。
- 地产业务收入增长 108.7%，今年业绩确定性高:** 公司业绩的快速增长主要来源于房地产板块贡献，前三季度房地产板块实现收入 78.40 亿元，同比大幅增长 108.7%，剔除 4.82 亿元杭州退地款所产生的非经常性损益后，房地产板块前三季度实现扣非后净利润 13.91 亿元，同比大幅增长 158.5%。公司目前账上预收账款余额 151.97 亿元，今年房地产板块业绩确定性高。
- 服装业务利润继续下滑，毛利率走低:** 受市场不景气的大环境影响，公司前三季度服装业务收入同比增长 4.1% 至 29.3 亿元，受毛利率下滑以及门店升级致费用增加的影响，我们估计服装业务净利润下降幅度约为 35%，下滑幅度应较上半年有所好转。
- 投资业务规模逐步缩小，利润贡献略超预期:** 公司从去年起开始收缩股权投资的规模，并逐步从二级市场的金融投资向长期股权投资转变，三季度末可供出售金融资产规模较年初下降 27.2% 至 62.0 亿元。我们估计前三季度投资板块利润贡献约 500 万元，较此前亏损几千万的预期改善。
- 现金流情况良好，收购银联股份:** 由于公司服装业务回款良好，房地产业务预售情况良好，公司前三季度经营性净现金流入同比增长 14.7% 至 39 亿元，公司在手现金充裕。公司 10 月 17 日公告拟以 3.4 亿元收购关联方雅弘投资持有的银联商务 4.04% 股权，收购完成后将持有银联商务 9.09% 股权，虽本次收购对公司经营成果影响不大，但此举将有利于公司优化投资业务项目及分享互联网金融升温带来的盛宴。
- 风险提示:** 地产业务波动性较大，服装消费持续不景气。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 主要财务指标 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 11,539.44 | 10,732.50 | 16,098.75 | 18,996.53 | 22,035.97 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 6,969.52 | 5,448.22 | 8,773.82 | 10,448.09 | 12,229.97 | 营业收入增长 | -20.49% | -6.99% | 50.00% | 18.00% | 16.00% |
| 销售费用 | 1,453.83 | 1,568.30 | 2,173.33 | 2,659.51 | 3,195.22 | 营业成本增长 | -27.66% | -21.83% | 61.04% | 19.08% | 17.05% |
| 管理费用 | 1,013.82 | 752.46 | 965.93 | 1,139.79 | 1,322.16 | 营业利润增长 | -28.29% | -14.61% | 43.42% | 16.55% | 12.18% |
| 财务费用 | 745.25 | 844.93 | 349.85 | 266.21 | 221.38 | 利润总额增长 | -28.40% | -15.42% | 16.66% | 40.37% | 11.68% |
| 投资净收益 | -1.52 | 13.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长 | -29.85% | -19.46% | 17.00% | 40.37% | 11.68% |
| 营业利润 | 2,438.42 | 2,082.19 | 2,986.22 | 3,480.39 | 3,904.31 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | 182.71 | 134.66 | -400.00 | 150.00 | 150.00 | 毛利率 | 39.60% | 49.24% | 45.50% | 45.00% | 44.50% |
| 利润总额 | 2,621.12 | 2,216.85 | 2,586.22 | 3,630.39 | 4,054.31 | 销售净利率 | 15.28% | 14.89% | 11.62% | 13.82% | 13.31% |
| 所得税 | 562.62 | 558.98 | 646.56 | 907.60 | 1,013.58 | ROE | 14.40% | 11.97% | 13.18% | 17.18% | 17.71% |
| 少数股东损益 | 295.79 | 59.27 | 69.34 | 97.34 | 108.70 | ROIC | 9.00% | 5.57% | 6.92% | 8.75% | 9.11% |
| 净利润 | 1,762.71 | 1,598.60 | 1,870.33 | 2,625.45 | 2,932.03 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 销售费用/营业收入 | 12.60% | 14.61% | 13.50% | 14.00% | 14.50% |
| | | | | | | 管理费用/营业收入 | 8.79% | 7.01% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 流动资产 | 31,037.44 | 30,895.37 | 62,412.56 | 73,083.73 | 83,158.09 | 财务费用/营业收入 | 6.46% | 7.87% | 2.17% | 1.40% | 1.00% |
| 货币资金 | 3,235.92 | 3,073.19 | 29,416.90 | 34,992.41 | 38,627.04 | 投资收益/营业利润 | -0.01% | 0.13% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 应收账款 | 405.95 | 277.33 | 415.99 | 490.87 | 569.41 | 所得税/利润总额 | 21.46% | 25.21% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 应收票据 | 7.67 | 14.05 | 21.08 | 24.87 | 28.85 | 应收账款周转率 | 21.21 | 31.41 | 46.44 | 41.90 | 41.57 |
| 存货 | 23,306.86 | 23,472.97 | 26,321.46 | 31,344.27 | 36,689.90 | 存货周转率 | 0.33 | 0.23 | 0.35 | 0.36 | 0.36 |
| 非流动资产 | 17,895.13 | 18,964.37 | 16,994.76 | 16,733.22 | 17,606.35 | 流动资产周转率 | 0.39 | 0.35 | 0.35 | 0.28 | 0.28 |
| 固定资产 | 4,535.36 | 4,596.48 | 5,270.27 | 5,858.78 | 6,565.21 | 总资产周转率 | 0.24 | 0.22 | 0.25 | 0.22 | 0.23 |
| 资产总计 | 48,932.57 | 49,859.74 | 79,407.32 | 89,816.95 | 100,764.44 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 32,244.22 | 33,336.28 | 61,030.42 | 69,599.21 | 78,588.00 | 资产负债率 | 72.64% | 71.32% | 80.45% | 80.88% | 81.49% |
| 短期借款 | 12,984.50 | 15,115.55 | 15,415.55 | 15,715.55 | 16,015.55 | 流动比率 | 0.96 | 0.93 | 1.02 | 1.05 | 1.06 |
| 应付款项 | 942.83 | 1,149.61 | 1,851.34 | 2,204.62 | 2,580.61 | 速动比率 | 0.24 | 0.22 | 0.59 | 0.60 | 0.59 |
| 非流动负债 | 3,300.97 | 2,221.96 | 2,851.76 | 3,047.80 | 3,524.50 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 2,797.68 | 1,681.66 | 1,981.66 | 2,011.66 | 2,311.66 | EPS | 0.79 | 0.72 | 0.84 | 1.18 | 1.32 |
| 负债合计 | 35,545.19 | 35,558.24 | 63,882.18 | 72,647.00 | 82,112.51 | 每股净资产 | 6.01 | 6.42 | 6.80 | 7.44 | 7.98 |
| 股东权益 | 13,387.39 | 14,301.50 | 15,142.13 | 16,562.38 | 17,774.68 | 每股经营现金流 | -0.34 | 0.54 | 11.38 | 3.01 | 2.74 |
| 股本 | 2,885.30 | 4,099.04 | 4,099.04 | 4,099.04 | 4,099.04 | 每股经营现金/EPS | -0.43 | 0.76 | 13.54 | 2.55 | 2.08 |
| 留存收益 | 9,212.65 | 9,920.61 | 10,677.63 | 12,000.54 | 13,104.14 | 估值 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,311.46 | 296.12 | 365.46 | 462.80 | 571.50 | PE | 10.42 | 11.49 | 9.82 | 7.00 | 6.27 |
| 负债和权益总计 | 48,932.57 | 49,859.74 | 79,024.30 | 89,209.38 | 99,887.19 | PEG | -0.35 | -0.59 | 0.58 | 0.17 | 0.54 |
| 现金流量表 | | | | | | PB | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| | | | | | | EV/EBITDA | -1.33 | -1.62 | -1.84 | -1.42 | -1.29 |
| 经营活动现金流 | -764.23 | 1,208.14 | 25,332.51 | 6,700.12 | 6,106.41 | EV/SALES | -0.54 | -0.58 | -0.38 | -0.33 | -0.28 |
| 其中营运资本减少 | -978.22 | -1,044.44 | 22,220.65 | 3,173.14 | 2,249.07 | EV/IC | -0.20 | -0.19 | -0.19 | -0.18 | -0.18 |
| 投资活动现金流 | 3,045.89 | -840.13 | 1,874.36 | 114.14 | -1,021.96 | ROIC/WACC | 1.04 | 0.65 | 0.80 | 1.01 | 1.06 |
| 其中资本支出 | -800.91 | 1.31 | -557.49 | -885.86 | -1,021.96 | REP | -0.19 | -0.30 | -0.23 | -0.17 | -0.17 |
| 融资活动现金流 | -4,875.19 | 493.20 | -863.15 | -1,238.74 | -1,449.81 | | | | | | |
| 净现金总变化 | -2,593.54 | 861.22 | 26,343.71 | 5,575.51 | 3,634.63 | | | | | | |

研究员介绍及承诺

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

黄淑妍: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com

王 涛: 0755-83516127, 18665822616, wangt@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, avz@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, liyanyi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>