

强烈推荐-A (维持)

友阿股份 002277.SZ

当前股价: 9.90 元

2013年2月27日

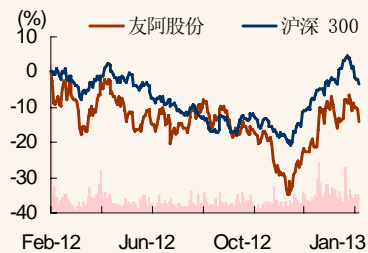
瑰丽业绩+低估值的优秀品种

基础数据

上证综指	2293
总股本(万股)	55872
已上市流通股(万股)	55872
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	55
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	49.2%
主要股东	湖南友谊阿波罗控股
主要股东持股比例	25.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-6	-13
相对表现	-1	-20	-11



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《友阿股份(002277)-省内扩张迈出实质步伐,拟加大持股长沙银行》11/21/2012
- 2、《友阿股份(002277)-金融领域步步挺进,小额贷款担保公司助力》04/26/2012
- 3、《友阿股份(002277)-秀外慧中,抒写瑰丽业绩》2012/4/11

杨夏

yangxia@cmschina.com.cn
S1090511030014

曾敏

0755-82940514
zengm@cmschina.com.cn
S1090511040030

研究助理:

刘军
liujun5@cmschina.com.cn

公司发布业绩快报,2012年全年收入58亿,同比增速22%,归母净利3.76亿同比增29%,略超市场预期。公司所处长株潭地区经济快速发展、公司门店经过成功提档升级后,仍处于利润释放期,是利润不断快速增长的主要原因。2013年业绩增长亮点在于春天百货改造后及奥特莱斯的盈利增长。春天百货成本极低,所处商圈位置极佳,不用承担培育期,即可实现较高盈利。我们预计2013、14年EPS为0.85、1.08元,剔除期权激励费用为0.87、1.08元,净利复合增速25-30%,动态PE11倍,维持'强烈推荐-A'评级。

1、AB馆连续4年保持30%销售增速

AB馆在8-9月份对服装品牌完成引进国际二线品牌后,收入增速明显,并于12月提前完成全年收入目标21亿,预计能带来净利润1.5亿。AB馆已连续三年保持收入增速30%高增长,我们预计今年将是第四个30%增速的年头,目前坪效在4万多/m²(税后),相比年销售跨20亿的百货店坪效来看,依然存在提升空间。考虑连续4年的高增速,我们预计2013年合理的销售增速目标在15%左右。

2、奥特莱斯全年实现5亿收入,利润突破1600万,看好13年的持续盈利增长

奥特莱斯自开业以来,通过不断的品牌升级调整,及利用周末发挥购物公园优势开展各种跨界主题销售活动,有效拉动客流量提升,并扩大了购物辐射半径,盈利持续超预期增长。目前奥特莱斯商圈覆盖范围在400公里左右,主力消费群已是整个长株潭及14个地州市。13年进入奥特莱斯开业的第三个年头,我们继续看好客流量的持续提升带来的高增速。

3、13年业绩亮点看春天百货的改造

春天百货I期改造已结束,并于2013年1月30日顺利开张,赶迎春节期间销售旺季。春天百货的成本极低,地处长沙最旺的五一商圈,不用承担培育期,即可实现较高盈利,预计2013年该门店将为公司带来4-5亿元的销售收入。

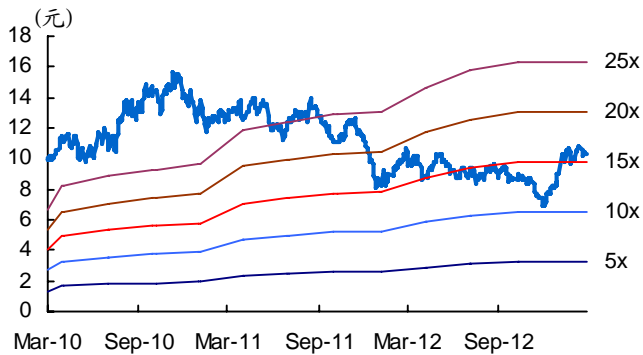
4、2013-2015年业绩进入新一轮稳健增速期,瑰丽业绩+低估值的优秀品种

综合以上门店情况,及其他门店稳定的销售增速,我们预期明年公司整体销售增速20%应是管理层的工作目标,增速将依然处行业前列,我们预计今年1、2月份预计有约20%收入增速。伴随13、14年三个在建工程陆续全面开业,业绩将迎来另一轮瑰丽绽放。

维持“强烈推荐-A”投资评级:预计2013-14年EPS预测分别为0.85、1.08元,净利润增速27%、26%。不考虑股权激励费用影响,对应13-14年EPS分别为0.87、1.08元,净利润增速22%、24%。当期股价对应2013年动态估值约11倍,考虑到公司所处区域经济高速增长、门店正处于收入和利润的快速生长期、以及春天百货改造后带来高盈利增长的确定性,应给予公司估值溢价。

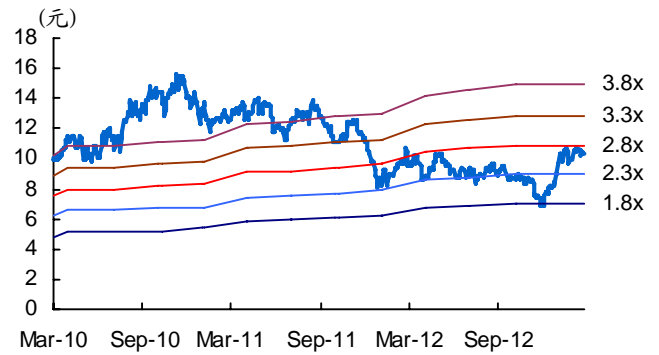
风险提示:宏观经济波动影响消费者信心;长沙奥特莱斯项目经营情况低于预期;春天百货I、II期改造后盈利增长低于预期;公司其他项目进展低于预期。

图 1: 友阿股份历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 2: 友阿股份历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《友阿股份(002277)-省内扩张迈出实质步伐,拟加大持股长沙银行》11/21/2012
- 2、《友阿股份(002277)-金融促进毛利率提升,管控带来瑰丽业绩》10/15/2012
- 3、《友阿股份(002277)-销售回暖攀升,金融稳步前行》08/22/2012
- 4、《友阿股份(002277)-二季度销售回暖,金融业务助力》07/24/2012
- 5、《友阿股份(002277)-金融领域步步挺进,小额贷款担保公司助力》04/26/2012
- 6、《友阿股份(002277)-一季度受行业景气下滑影响较小,业绩略超预期》04/20/2012
- 7、《友阿股份(002277)-一季报靓丽,收入、净利增速皆超预期》04/14/2011
- 8、《友阿股份(002277)-秀外慧中,抒写瑰丽业绩》04/11/2012
- 9、《零售行业研究系列专题之一-业态战争》11/18/2009

我们认为零售业内各业态经营关注侧重点有着较大差别:百货经营主要看选址、定位、招商;超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张;专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

- 10、《零售行业研究系列专题之二-百货业态演进探析》02/25/2010

借鉴日本百货业发展历程及现状,我们认为,中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战,为了应对挑战,中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

- 11、《零售行业研究系列专题之三-梦想即将照进现实-国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪 60 年代,日本实施国民收入倍增计划后,其零售业在较长时期内高速发展。当下,我国经济发展面临向消费驱动型转型,提高国民收入势在必行。我们认为,收入分配改革方案推出后,若能得到有效推行,我国零售业也将迎来高速发展期。

- 12、《零售行业研究系列专题之四-薪潮崛起,零售行业上升的成本地平线》06/19/2012
- 13、《零售行业研究系列专题之五-什么时候买零售股? CPI 定买卖》09/16/2012

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2070	2588	3196	3828	4774
现金	1337	1875	2333	2769	3472
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	15	17	21	26	32
其它应收款	19	112	136	166	204
存货	267	306	370	455	560
其他	432	278	337	413	507
非流动资产	1189	2319	2362	2646	2781
长期股权投资	190	200	200	200	200
固定资产	550	964	944	1064	1278
无形资产	151	364	477	461	445
其他	298	792	742	921	858
资产总计	3259	4907	5558	6474	7555
流动负债	1474	2852	3188	3705	4284
短期借款	0	50	650	700	700
应付账款	477	527	638	784	965
预收账款	765	1044	1263	1552	1911
其他	232	1231	637	669	708
长期负债	34	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他	34	55	55	55	55
负债合计	1508	2907	3243	3760	4339
股本	349	349	558	558	558
资本公积金	788	796	587	587	587
留存收益	526	764	1072	1463	1955
少数股东权益	88	91	98	106	117
母公司所有者权益	1663	1909	2217	2608	3100
负债及权益合计	3259	4907	5558	6474	7555

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	482	594	98	900	1146
净利润	216	290	376	476	600
折旧摊销	0	0	153	170	224
财务费用	0	0	(3)	(5)	(5)
投资收益	0	0	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	0	0	(414)	271	336
其它	265	304	7	8	11
投资活动现金流	(601)	(649)	(195)	(454)	(360)
资本支出	0	0	(195)	(454)	(360)
其他投资	(601)	(649)	0	0	0
筹资活动现金流	(77)	593	556	(10)	(83)
借款变动	0	0	600	50	0
普通股增加	0	0	209	0	0
资本公积增加	0	0	(209)	0	0
股利分配	0	0	(68)	(86)	(108)
其他	(77)	593	24	26	26
现金净增加额	(196)	537	458	436	703

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3564	4782	5794	7094	8702
营业成本	2898	3906	4725	5806	7148
营业税金及附加	40	56	68	84	103
营业费用	164	211	218	262	267
管理费用	184	242	287	307	375
财务费用	(15)	2	(3)	(5)	(5)
资产减值损失	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	20	21	21	21
营业利润	299	381	520	661	835
营业外收入	1	19	0	0	0
营业外支出	5	1	0	1	1
利润总额	296	400	520	660	834
所得税	76	104	137	175	223
净利润	220	296	383	485	611
少数股东损益	4	5	7	8	11
母公司所有者净利润	216	290	376	476	600
EPS (元)	0.62	0.83	0.67	0.85	1.08

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	30%	34%	21%	22%	23%
营业利润	47%	27%	36%	27%	26%
净利润	44%	34%	30%	27%	26%
获利能力					
毛利率	18.7%	18.3%	18.5%	18.2%	17.9%
净利率	6.1%	6.1%	6.5%	6.7%	6.9%
ROE	13.0%	15.2%	17.0%	18.3%	19.4%
ROIC	12.0%	13.6%	12.7%	13.9%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	59.2%	58.4%	58.1%	57.4%
净负债比率	0.0%	1.0%	11.7%	10.8%	9.3%
流动比率	1.4	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.2	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
存货周转率	17.8	13.6	14.0	14.1	14.1
应收帐款周转率	233.0	292.2	302.7	304.1	304.4
应付帐款周转率	7.1	7.8	8.1	8.2	8.2
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.83	0.67	0.85	1.08
每股经营现金	1.38	1.70	0.17	1.61	2.05
每股净资产	4.76	5.47	3.97	4.67	5.55
每股股利	0.15	0.15	0.12	0.15	0.19
估值比率					
PE	14.3	10.6	13.1	10.4	8.2
PB	1.9	1.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	17.1	13.0	9.8	7.9	6.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

曾敏，女，英国伦敦大学（UCL）经济学硕士，英国雷丁大学ICMA系国际证券、投资及银行学一等荣誉学士。曾任招商证券金融工程分析师。2011年4月开始零售行业研究。

刘军，男，经济学硕士，2012年6月加入招商证券，从事零售行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。