

友阿股份 (002277)

增持 (维持)

零售主业内生旺盛, 小贷等副业增长迅速

市场数据

报告日期	2013-03-03
收盘价(元)	10.19
总股本(百万股)	558.72
流通股本(百万股)	558.72
总市值(百万元)	5693.36
流通市值(百万元)	5693.36
净资产(百万元)	2183.83
总资产(百万元)	4589.72
每股净资产	3.91

相关报告

《友阿股份(002277)2012年业绩快报: 四季度营收净利增长30%以上》2013-02-27

《三季度费用率同比下降, 带动零售利润大幅增长》2012-10-14
《归属母公司的零售主业净利同比增长12.10%》2012-08-22

分析师:

姚永华

yaoyh@xyzq.com.cn

S0190512080007

研究助理:

张凤

zhangfeng-zf@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5717	6825	8207	9494
同比增长(%)	20.6%	19.4%	20.2%	15.7%
净利润(百万元)	376	455	567	682
同比增长(%)	29.4%	20.9%	24.7%	20.3%
毛利率(%)	17.4%	18.5%	18.5%	18.6%
净利率(%)	6.6%	6.7%	6.9%	7.2%
净资产收益率(%)	16.6%	16.7%	17.8%	18.1%
每股收益(元)	0.67	0.81	1.01	1.22
每股经营现金流(元)	1.06	1.66	1.17	0.52

投资要点

事件:

公司公布2012年年报, 实现营收57.94亿, 同比增21.17%; 营业利润5.20亿, 同比增36.48%; 利润总额5.17亿, 同比增29.42%; 归属母公司的净利润3.76亿, 同比增29.44%, 折合每股EPS为0.67元。

2012年的分配方案为每10股派发现金红利1元(含税)。

点评:

公司盈利情况与之前公布的业绩快报一致, 公司盈利的高增长得益于零售业务20%以上的内生增长和小额贷款等业务盈利的迅速增长。公司2013年的经营目标为收入增长约10%, 权益净利润增长0-30%。

1、盈利拆分: 零售业务权益净利润增20.77%

2012年度小额贷款公司贡献的权益净利润为3543.60(3937.33*90%)万元, 担保公司贡献的权益净利润为637.47(685.45*93%)万元, 长沙银行分红贡献的投资收益为2052.90万元, 理财产品投资收益为1136.77万元。

剔除以上几项对利润的影响, 零售业务权益净利润的增速为20.77%。

表 1、归属母公司的净利润拆分

万元	2011A	2012A	YOY
权益净利润合计	29,048.10	37,600.57	29.44%
小额贷权益净利润	2,048.43	3,543.60	72.99%
担保公司权益净利润		637.47	
投资收益-长沙银行	1,572.57	2,052.90	30.54%
投资收益-理财产品	397.17	1,136.77	186.22%
零售业务权益净利润	25,029.93	30,229.84	20.77%

来源：公司公告，兴业证券研究所

2、零售成熟门店内生可观，非零售业务发展迅速

2012 年度，公司营业总收入同比增 21.17%，其中零售主业增长 20.24%（百货：21.97%、家电：-1.96%），主要是因为成熟门店内生增长 22.59%（除门店零售以外公司还有一些百货批发业务等）以及长沙奥特莱斯培育超预期。2011 年长沙奥莱的销售量为 2.3 亿多，2012 年度期初订立的目标为突破 4 亿，2012 年实际销售额 5 亿。

金融业务收入增 74.93%，主要是小额贷款公司（2010 年成立）业务发展迅速。此外 2012 年度新增的宾馆服务业、担保行业也分别贡献了 358.74 万、642.38 元。

分上下半年来看的话，下半年的零售增速情况较上半年更佳，小额贷的收入增速从上半年的 113.50% 降到了下半年的 50.01%。

表 2、分产品收入拆分及增速

项目	金额-万元			增速-%		
	2012A	2012H1	2012H2	2012A	2012H1	2012H2
营业总收入	579,423	284,434	294,990	21.17	18.25	24.13
主营业务收入	568,430	278,743	289,686	20.93	17.88	24.02
零售-百货	527,425	259,422	268,003	21.97	19.06	24.92
零售-家电	32,881	15,440	17,441	-1.96	-9.01	5.27
贷款利息收入	7,122	3,412	3,710	74.93	113.50	50.01
担保收入	642	210	433			
宾馆服务	359	260	98			
其他业务收入	10,994	5,690	5,303	35.19	39.63	30.73
租赁及促销管理费	5,160	2,052	3,108	18.59	30.52	11.84
员工自聘管理费	1,371	706	664	7.05	11.94	2.29
品牌使用费	752	480	272	-1.28	377.72	-58.84
广告宣传费	577	717	-140	26.20	3.29	-40.83
担保公司评审、咨询费	628		628			
其他	2,507	1,735	772	95.56	61.06	277.07

来源：公司公告，兴业证券研究所

3、毛利率与费用情况

2012 年度综合毛利率为 18.31%，同比提升 0.02 个百分点，其中下半年毛利率 16.83%，同比下降 0.19 个百分点。

销售费用同比增长 2.95%，费用率 3.74%，同比下降 0.66 个百分点；管理费用同比 21.15%，费用率 5.06%，与 2011 年度基本持平。

表 3、分产品毛利率及变动情况

	毛利率-%			毛利率同比变动-百分点		
	2012A	2012H1	2012H2	2012A	2012H1	2012H2
综合毛利率	18.31	19.85	16.83	0.02	0.31	-0.19
主营业务毛利率	16.74	18.22	15.31	-0.14	0.06	-0.27
零售-百货	16.30	17.87	14.78	-0.74	-0.65	-0.75
零售-家电	6.38	6.27	6.47	1.44	0.50	2.38
贷款利息收入	91.08	91.64	90.58	-6.86	-8.05	-6.24
担保收入	40.90	43.81	39.50			
宾馆服务	84.66	86.09	80.86			
其他业务毛利率	99.96	99.94	99.97	-0.04	-0.06	-0.03

来源：公司公告，兴业证券研究所

表 4、销售及管理费用率及变动情况

	费用率-%			费用同比增幅-%			费用率同比变动-百分点		
	2012A	2012H1	2012H2	2012A	2012H1	2012H2	2012A	2012H1	2012H2
销售费用：									
职工薪酬	2.37	1.55	3.17	1.96	19.79	-4.71	-0.45	0.02	-0.96
广告及业务宣传费	0.28	0.26	0.30	-9.19	-20.86	3.27	-0.09	-0.13	-0.06
水电油气费	0.42	0.36	0.48	-9.40	-15.94	-4.02	-0.14	-0.15	-0.14
运杂费	0.09	0.08	0.09	33.58	64.99	14.68	0.01	0.02	-0.01
差旅费	0.03	0.03	0.04	-10.54	9.88	-21.60	-0.01	0.00	-0.02
保洁费	0.10	0.10	0.09	17.85	39.17	2.64	0.00	0.01	-0.02
劳务费	0.15		0.29	53.47		53.47	0.03		0.05
其他费用	0.31	0.39	0.23	19.82	19.79	19.87	0.00	0.01	-0.01
合计	3.74	2.75	4.69	2.95	9.76	-0.54	-0.66	-0.21	-1.16
管理费用：									
职工薪酬	0.79	0.67	0.89	10.44	153.68	-21.62	-0.08	0.36	-0.52
折旧费及摊销费	2.09	1.94	2.23	4.51	9.20	0.87	-0.33	-0.16	-0.51
租赁费	0.60	0.61	0.60	8.64	12.90	4.74	-0.07	-0.03	-0.11
税金	0.18	0.16	0.21	20.89	28.18	15.98	0.00	0.01	-0.01
修理费	0.18	0.14	0.21	-11.49	-17.16	-7.66	-0.06	-0.06	-0.07
业务招待费	0.19	0.18	0.20	34.40	32.22	36.33	0.02	0.02	0.02
股权激励费用	0.69		1.35	420.81		420.81	0.53		1.03
其他费用	0.35	0.30	0.40	19.93	-8.53	54.59	0.00	-0.09	0.08
合计	5.06	3.99	6.10	21.15	19.88	21.97	0.00	0.05	-0.11

来源：公司公告，兴业证券研究所

4、目前投资项目及建设进展

目前进行中的新项目有天津奥莱、郴州综合体以及邵阳购物中心，预计 2014 年之后实现开业。

表 5、投资项目进展表-万元

项目名称	投资总额	2012 年投入金额	2012 年末累计投入金额	股权比例	目前进展
天津“奥特莱斯”	96,000	4,908	39,788	51%	预计住宅在 2013.8 达到预售条件，奥莱项目 2013.3 开工，2014.8 前后试营业
郴州城市综合体	96,000	27,126	27,126	51%	2012.12.27 开工奠基
邵阳友阿购物中心	31,900	6,380	6,380	母公司 100%	2012.11.21 签订在建商业房产购买协议，总金额 31900 万，2014.9.30 交付
合计	223,900	38,414	73,294		

来源：公司公告，兴业证券研究所

5、资产负债表及现金流量表分析

2012 年末在建工程为 6272.35 万元，相比年初增长了 433.28%，占总资产的比例从 0.24% 提升到 1.21%，主要因为春天百货门店停业装修改造的 4373.58 万元支出所致。

2012 年度购建固定资产等长期资产支出 2.47 亿元，同比 2011 年度增长 55.09%。

6、维持增持评级

公司所处区域消费旺盛，物业条件好，内生增长可观，且新开项目集中在 2014 年后，短期费用压力小，微调 2013-15 年的 EPS 预测为：0.81 元、1.01 元、1.22 元，对应的 PE 分别为 12.5X、10.0X、8.3X。

7、风险提示

警惕宏观经济对消费的影响。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2758	3599	4109	4169
货币资金	1753	2521	2814	2713
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	27	32	39	45
其他应收款	35	76	106	95
存货	608	716	861	995
非流动资产	2422	2208	2667	2841
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	228	228	228	228
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	927	979	1012	1082
在建工程	63	33	121	170
油气资产	0	0	0	0
无形资产	354	395	436	476
资产总计	5180	5806	6776	7010
流动负债	2516	2689	3172	2830
短期借款	100	100	100	100
应付票据	94	155	179	200
应付账款	727	840	981	1163
其他	1595	1595	1911	1366
非流动负债	57	49	54	53
长期借款	0	0	0	0
其他	57	49	54	53
负债合计	2574	2738	3225	2884
股本	559	559	559	559
资本公积	614	614	614	614
未分配利润	942	1351	1771	2271
少数股东权益	346	352	359	366
股东权益合计	2607	3068	3551	4126
负债及权益合计	5180	5806	6776	7010

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	381	455	567	682
折旧和摊销	69	130	143	154
资产减值准备	6	6	5	-1
无形资产摊销	56	52	55	55
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	17	7	7	7
投资损失	-32	-40	-43	-45
少数股东损益	5	6	7	7
营运资金的变动	58	-36	-157	534
经营活动产生现金流量	595	930	653	288
投资活动产生现金流量	-129	-153	-261	-269
融资活动产生现金流量	-585	-9	-98	-121
现金净变动	-119	768	293	-101
现金的期初余额	1862	1753	2521	2814
现金的期末余额	1743	2521	2814	2713

利润表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5717	6825	8207	9494
营业成本	4723	5560	6691	7726
营业税金及附加	65	81	97	112
销售费用	217	250	289	324
管理费用	293	352	400	451
财务费用	-4	7	7	7
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	32	40	43	45
营业利润	520	614	765	919
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	517	614	765	919
所得税	136	154	191	230
净利润	381	461	574	689
少数股东损益	5	6	7	7
归属母公司净利润	376	455	567	682
EPS(元)	0.67	0.81	1.01	1.22

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长性(%)				
营业收入增长率	20.6%	19.4%	20.2%	15.7%
营业利润增长率	36.5%	18.1%	24.6%	20.0%
净利润增长率	29.4%	20.9%	24.7%	20.3%
盈利能力(%)				
毛利率	17.4%	18.5%	18.5%	18.6%
净利率	6.6%	6.7%	6.9%	7.2%
ROE	16.6%	16.7%	17.8%	18.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.7%	47.2%	47.6%	41.1%
流动比率	1.10	1.34	1.30	1.47
速动比率	0.85	1.07	1.02	1.12
营运能力(次)				
资产周转率	113.3%	124.2%	130.5%	137.7%
应收帐款周转率	25896.8%	23178.9%	23255.0%	22846.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.67	0.81	1.01	1.22
每股经营现金	1.06	1.66	1.17	0.52
每股净资产	4.05	4.86	5.71	6.73
估值比率(倍)				
PE	15.1	12.5	10.0	8.3
PB	2.5	2.1	1.8	1.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理:

邓亚萍:021-38565916,dengyp@xyzq.com.cn 盛英君:021-38565938,shengyj@xyzq.com.cn
罗龙飞:021-38565795,luolf@xyzq.com.cn 杨 忱:021-38565915,yangchen@xyzq.com.cn
郭红卫:021-38565839,guohw@xyzq.com.cn 王 政:021-38565966,wangz@xyzq.com.cn
地 址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)
传 真: 021-38565955

北京地区销售经理:

韩吟华:010-66290195,hanyh@xyzq.com.cn 朱圣诞:010-66290197,zhusd@xyzq.com.cn
李 丹:010-66290223,lidan@xyzq.com.cn 肖 霞:010-66290195,xiaoxia@xyzq.com.cn
郑小平:010-66290223,zhengxiaoping@xyzq.com.cn
地 址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033)
传 真: 010-66290200

深圳地区销售经理:

朱元彧:0755-82796036,zhuyy@xyzq.com.cn 李 昇:0755-82797217,lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑:0755-82790526,yangjian@xyzq.com.cn
地 址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048)
传 真: 0755-82562090

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。