

友阿股份 (002277.SZ)

黄金及奥莱快速增长导致综合毛利率结构性下降

核心观点:

● 一季度收入增速快于利润增速

友阿股份公布 2013 年一季报, 报告期内实现营业收入 18.92 亿, 同比增速为 20.00%, 单季度实现净利润 1.96 亿, 同比增长 9.38%。公司利润增速低于收入增速, 主要因为综合毛利率较去年同期下降 1.66 个百分点至 19.14%, 同时三项期间费用率合计下降约 0.3 个百分点, 以上因素导致一季度公司净利率 10.35%, 较去年同期下降 1 个百分点。

● 黄金及奥莱快速增长导致综合毛利率结构性下降

一季度综合毛利率下降的主要原因有: 公司黄金销售增速达到 60%, 同时奥莱销售同比增长 80%, 我们剔除奥莱及黄金因素后, 公司成熟门店百货类销售增长达到 9-10% 之间, 仍处于行业较高水平。报告期内公司按月计提了期权费用, 而去年公司集中在四季度体现, 我们估算该因素也影响净利润在 400-500 万。一季度新春天门店由于地铁施工原因, 销售低于预期, 公司下半年也会根据业绩情况适当调节门店改造节奏和房地产结算进程。

● 盈利预测及投资评级

公司作为区域龙头主业门店店龄结构合理、多元业务配合发展拓展盈利, 由于 2013 年门店改造及宏观经济形势较弱对公司高速增长构成一定压力, 我们略调低 2013-2015 年每股收益预测至 0.80 元、1.05 元、1.32 元 (14、15 年含房地产 0.1 元和 0.18 元)。我们看好公司中长期发展, 参照可比公司估值, 给予 2013 年 15 倍 PE, 维持买入评级, 合理价值 12.0 元。

● 风险提示

长沙地区新开商业物业增多导致竞争激烈; 郴州等店筹备进度较慢。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,781.80	5,787.81	6,860.60	8,143.83	9,960.04
增长率(%)	34.17%	21.04%	18.54%	18.70%	22.30%
EBITDA(百万元)	483.79	608.84	700.37	918.09	1,159.34
净利润(百万元)	290.48	373.38	449.53	588.08	739.31
增长率(%)	34.39%	28.54%	20.40%	30.82%	25.72%
EPS(元/股)	0.832	0.668	0.805	1.053	1.323
市盈率(P/E)	18.63	13.53	12.67	9.23	7.35
市净率(P/B)	2.84	2.23	2.40	1.83	1.47
EV/EBITDA	7.42	5.58	3.79	2.15	1.07

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	9.14 元
合理价值	12.00 元
前次评级	买入
报告日期	2013-04-23

相对市场表现



分析师: 欧亚菲 S0260511020002
020-87555888-8641
oyf@gf.com.cn

相关研究:

- 友阿股份(002277.SZ): 费用控制能力优秀、净利率再攀高 2013-03-04
- 友阿股份(002277.SZ): 业绩略超预期, 13 年奥莱和新春天驱动公司稳步增长 2013-02-27
- 友阿股份(002277.SZ): 协同沃尔玛首次进入邵阳、省内下沉坚定执行 2012-11-23

联系人: 刘旭 020-87555888-8423
liuxu@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2588	2758	3812	4263	5019
货币资金	1875	1753	3039	3460	4189
应收及预付	207	209	165	164	165
存货	306	608	408	439	464
其他流动资产	200	188	200	200	200
非流动资产	2319	2422	2692	3009	3203
长期股权投资	200	228	228	228	228
固定资产	964	927	1130	1306	1360
在建工程	12	63	113	213	313
无形资产	864	837	946	988	1028
其他长期资产	280	367	275	275	275
资产总计	4907	5180	6505	7272	8222
流动负债	2852	2516	3384	3552	3747
短期借款	50	100	0	0	0
应付及预收	2185	2371	2764	2932	3127
其他流动负债	617	45	620	620	620
非流动负债	55	57	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	57	55	55	55
负债合计	2907	2574	3439	3607	3802
股本	349	559	559	559	559
资本公积	796	614	614	614	614
留存收益	764	1088	1202	1790	2529
归属母公司股东权	1909	2260	2375	2963	3702
少数股东权益	91	346	356	368	383
负债和股东权益	4907	5180	6169	6937	7886

现金流量表

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	594	595	1755	860	1068
净利润	296	381	459	600	754
折旧摊销	118	125	105	133	156
营运资金变动	203	98	1201	138	168
其它	-23	-9	-9	-12	-12
投资活动现金流	-649	-129	-343	-418	-318
资本支出	-159	-247	-375	-450	-350
投资变动	-165	4	32	32	32
其他	-326	114	0	0	0
筹资活动现金流	593	-585	-126	-21	-21
银行借款	50	185	-100	0	0
债券融资	0	-735	-2	0	0
股权融资	0	60	0	0	0
其他	543	-95	-24	-21	-21
现金净增加额	537	-119	1286	421	729
期初现金余额	1337	1875	1753	3039	3460
期末现金余额	1875	1755	3039	3460	4189

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	34.2	21.0	18.5	18.7	22.3
营业利润增长	27.4	35.8	20.3	30.8	25.7
归属母公司净利润增长	34.4	28.5	20.4	30.8	25.7
获利能力(%)					
毛利率	18.3	18.3	17.9	18.6	18.8
净利率	6.2	6.5	6.7	7.4	7.6
ROE	15.2	16.5	18.9	19.8	20.0
ROIC	-	-	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	59.2	49.7	55.7	52.0	48.2
净负债比率	-0.9	-0.6	-1.1	-1.0	-1.0
流动比率	0.91	1.10	1.13	1.20	1.34
速动比率	0.77	0.80	0.98	1.05	1.19
营运能力					
总资产周转率	1.17	1.15	1.17	1.18	1.29
应收账款周转率	292.21	262.19	280.77	304.17	365.00
存货周转率	13.64	10.35	14.60	15.87	18.25
每股指标(元)					
每股收益	0.83	0.67	0.80	1.05	1.32
每股经营现金流	1.70	1.06	3.14	1.54	1.91
每股净资产	5.47	4.05	4.25	5.30	6.63
估值比率					
P/E	18.6	13.5	12.7	9.2	7.3
P/B	2.8	2.2	2.4	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.4	5.6	3.8	2.1	1.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4782	5788	6861	8144	9960
营业成本	3907	4729	5632	6632	8091
营业税金及附加	56	65	79	94	115
销售费用	211	217	248	291	351
管理费用	242	293	306	342	401
财务费用	1	-4	5	2	11
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	32	32	32	32
营业利润	381	518	623	815	1025
营业外收入	19	1	4	4	4
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	400	515	623	815	1025
所得税	104	136	165	215	271
净利润	296	379	459	600	754
少数股东损益	5	5	9	12	15
归属母公司净利润	290	373	450	588	739
EBITDA	484	609	700	918	1159
EPS(元)	0.83	0.67	0.80	1.05	1.32

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲： 分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 訾 猛： 分析师，复旦大学经济学硕士，4年证券从业经历，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 旭： 研究助理，厦门大学管理学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。