



2013-4-22

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持


分析师: 童兰

 (8627)65799539

 tonglan@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490511040003

联系人: 李锦

 (8627)65799539

 Lijin3@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《内生增速强劲, 费用控制极为良好》2013/3/4

《成功受让长沙银行股权, 业绩确定性较好的低估值品种》2012/12/8

《积极布局地县城市, 打开外延扩张空间》2012/11/22

友阿股份 (002277)

毛利率下降使得盈利能力恶化, 业绩增速不达预期

报告要点

■ 事件描述

友阿股份今日公布 2013 年 1 季报, 报告期内公司实现营业收入 18.92 亿元, 同比增长 20.00%; 营业利润为 2.62 亿元, 同比增长 8.27%; 归属于上市公司股东的净利润为 1.95 亿元, 同比增长 9.37%, EPS 为 0.35 元, 低于市场预期。

■ 事件评论

- **湖南地区消费增长强劲, 高同店增速是收入维持高增长的主要原因。** 2013Q, 公司商业主营业务收入 18.74 亿元, 同比增长 20.07%, 高于行业平均水平; 此外公司的小贷业务与担保业务分别实现营业收入 1665.45 万与 141.27 万, 分别同比增长 5.08%和 488.65%。而与去年同期相比, 公司并无新增门店, 我们认为较高的同店增速是公司维持较高收入增长的主要原因。考虑到湖南地区消费力强劲, 且春天百货装修扩建后于 2013 年元旦前重新开业, 友阿奥特莱斯目前仍处于快速增长期中, 预计公司全年仍有望维持较高收入增长。
- **打折促销力度加大拉低公司毛利水平, 营业利润率恶化使得业绩增速不达预期。** 2013Q1, 公司的综合毛利率同比下降 1.66 个百分点至 19.05%, 其中商业主营业务的毛利率同比下降 1.63 个百分点至 18.36%; 此外, 公司销售费用及管理费用报告期内分别同比增长 28.94%和 22.41%, 而财务费用同比下降 781.40 万元, 三费合计同比增长 12.86%, 费用率同比略降 0.27 个百分点至 4.25%; 我们认为, 尽管公司的费用控制情况仍较为良好, 但报告期内低毛利 outlets 的快速增长及公司打折促销力度的加大拉低了公司的综合毛利率, 使得营业利润率同比下降 1.5 个百分点, 盈利能力的恶化使得公司利润增速大幅低于收入增速。
- **春天百货及友谊 AB 馆走出调整期, 盈利能力有望逐步恢复。** 2013 年下半年, 春天百货停业扩建升级改造, 同时友谊商店 AB 馆也进行了品牌调整。我们认为, 为帮助两店尽快走出消费者调整适应期, 公司加大了宣传和促销力度, 从而对公司综合毛利有一定影响。随着两店走出调整期, 预计公司的毛利率有望逐步回升, 盈利能力也有望逐渐恢复。
- **投资建议:** 得益于公司良好的物业条件和较为稳定的同店增长, 公司的经营水平一直趋于稳定。我们预计公司 2013-2014 年 EPS 分别是 0.84 元和 0.99 元, 对应目前股价, 公司 2013 年 PE 仅为 10 倍, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5794	7365	9115	10873	货币资金	1753	2197	2900	3871
营业成本	4723	6016	7456	8888	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1071	1348	1659	1985	应收账款	62	84	104	124
%营业收入	18.5%	18.3%	18.2%	18.3%	存货	608	780	967	1153
营业税金及附加	65	82	102	121	预付账款	148	188	233	278
%营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	188	247	313	365
销售费用	217	295	383	435	流动资产合计	2758	3497	4516	5790
%营业收入	3.7%	4.0%	4.2%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	293	376	465	555	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	长期股权投资	228	228	228	228
财务费用	-4	-8	-13	-17	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	990	1245	1455	1517
资产减值损失	6	2	2	2	无形资产	354	337	320	304
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	32	30	30	30	递延所得税资产	16	0	0	0
营业利润	527	632	751	920	其他非流动资产	834	834	834	834
%营业收入	9.1%	8.6%	8.2%	8.5%	资产总计	5180	6142	7354	8674
营业外收支	-3	0	0	0	短期贷款	100	0	0	0
利润总额	517	632	751	920	应付款项	821	1046	1296	1545
%营业收入	8.9%	8.6%	8.2%	8.5%	预收账款	1203	1530	1893	2258
所得税费用	136	158	188	230	应付职工薪酬	82	105	130	154
净利润	381	474	563	690	应交税费	26	31	37	45
归属于母公司所有者的净利润	376.0	467.5	555.8	680.6	其他流动负债	284	363	451	536
少数股东损益	5	6	8	9	流动负债合计	2516	3074	3806	4539
EPS (元/股)	0.67	0.84	0.99	1.22	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	57	57	57	57
					负债合计	2574	3131	3864	4596
					归属于母公司	2260	2658	3130	3709
					少数股东权益	346	353	360	369
					股东权益	2607	3011	3490	4078
					负债及股东权益	5180	6142	7354	8674
					基本指标				
						2012A	2013E	2014E	2015E
					EPS	0.673	0.837	0.995	1.218
					BVPS	4.05	4.76	5.60	6.64
					PE	13.60	10.94	9.20	7.51
					PEG	0.62	0.50	0.42	0.34
					PB	2.26	1.92	1.63	1.38
					EV/EBITDA	5.76	3.39	2.14	0.98
					ROE	16.6%	17.6%	17.8%	18.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%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%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。