

友阿股份 (002277)

增持 (维持)

毛利率下降导致净利率下滑

市场数据

报告日期	2013-04-23
收盘价(元)	9.15
总股本(百万股)	558.72
流通股本(百万股)	558.72
总市值(百万元)	5112.29
流通市值(百万元)	5112.29
净资产(百万元)	2456.16
总资产(百万元)	5922.62
每股净资产	4.40

相关报告

《零售主业内生旺盛,小贷等副业增长迅速》2013-03-04

《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

分析师:

姚永华

yaoyh@xyzq.com.cn

S0190512080007

研究助理:

张凤

zhangfeng-zf@xyzq.com.cn

021-38565543

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5717	6713	7818	9460
同比增长	20.6%	17.4%	16.5%	21.0%
净利润(百万元)	376	454	562	683
同比增长	29.4%	20.8%	23.8%	21.4%
毛利率	17.4%	18.3%	18.6%	18.3%
净利率	6.6%	6.8%	7.2%	7.2%
净资产收益率(%)	16.6%	16.7%	17.7%	18.2%
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	1.16	0.51

投资要点

事件:

公司公布2013年一季度,实现营业总收入18.92亿,增长20.00%;营业利润2.63亿,增长8.27%;利润总额2.65亿,增长9.55%;归属母公司的净利润1.96亿合每股0.35元,增长9.38%。

点评:毛利率的下降导致净利率的下降,利润增速低于收入增速。

1、毛利率的下滑是导致净利率下滑的主因。尽管一季度总收入有20%的增长但利润只有不到10%的增长,从报表层面可以看出毛利率的下滑是导致利润率下降的主因。

表1、主要利润表数据增速

	2012-1Q	2012A	2013-1Q
营业总收入	15.66	21.17	20.00
毛利额	20.47	22.38	10.40
营业利润	26.74	36.48	8.27
利润总额	26.46	29.42	9.55
净利润	25.00	29.00	9.35
归属母公司的净利润	25.25	29.44	9.38

来源:公司公告,兴业证券研究所

毛利率由去年同期的20.80%下滑到19.14%,我们认为毛利率同比下滑有两方面的原因:高毛利率的利息收入占比下降、经济环境影响毛利率水平。

表 2、2009-2013 年一季度收入拆分及毛利率对比

	2009-1Q	2010-1Q	2011-1Q	2012-1Q	2013-1Q
零售收入-%	100.00	100.00	99.51	98.98	99.05
利息收入-%			0.49	1.00	0.88
已赚保费-%				0.01	0.07
综合毛利率-%	20.11	19.84	19.97	20.80	19.14

来源：公司公告，兴业证券研究所

2、各项费用率此增彼涨。一季度销售费用同比增长 28.94%，费用率 1.35%，同比提升 0.09 个百分点；管理费用同比增长 22.41%，费用率 3.25%，同比提升 0.07 个百分点。但财务费用由去年同期的 127 万降到-654 万，费用率下降了 0.43 个百分点。

3、维持增持评级。维持 2013-15 年的 EPS 预测为：0.81 元、1.01 元、1.22 元，对应的 PE 分别为 11.3X、9.1X、7.5X。

4、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	3585	4048	4166
货币资金	1753	2521	2812	2711
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	27	32	37	44
其他应收款	35	75	101	95
存货	608	706	819	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	5792	6714	7007
流动负债	2516	2676	3115	2830
短期借款	100	100	100	100
应付票据	94	152	170	200
应付账款	727	829	933	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	2725	3169	2884
股本	559	559	559	559
资本公积	614	614	614	614
未分配利润	942	1351	1766	2268
少数股东权益	346	352	359	366
股东权益合计	2607	3067	3546	4123
负债及权益合计	5180	5792	6714	7007

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	381	454	562	683
折旧和摊销	69	130	143	154
资产减值准备	6	6	4	0
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	-160	537
经营活动产生现金流量	595	930	650	287
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	-120
现金净变动	-119	768	291	-101
现金的期初余额	1862	1753	2521	2812
现金的期末余额	1743	2521	2812	2711

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5717	6713	7818	9460
营业成本	4723	5484	6364	7726
营业税金及附加	65	77	90	109
销售费用	217	251	284	328
管理费用	293	311	346	403
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	622	769	932
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	517	622	769	932
所得税	136	162	200	242
净利润	381	460	569	690
少数股东损益	5	6	7	7
归属母公司净利润	376	454	562	683
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%	17.4%	16.5%	21.0%
营业利润增长率	36.5%	19.6%	23.7%	21.1%
净利润增长率	29.4%	20.8%	23.8%	21.4%
盈利能力				
毛利率	17.4%	18.3%	18.6%	18.3%
净利率	6.6%	6.8%	7.2%	7.2%
ROE	16.6%	16.7%	17.7%	18.2%
偿债能力				
资产负债率	49.7%	47.0%	47.2%	41.2%
流动比率	1.10	1.34	1.30	1.47
速动比率	0.85	1.07	1.04	1.12
营运能力				
资产周转率	1.13	1.22	1.25	1.38
应收帐款周转率	258.97	230.05	229.16	233.22
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	1.16	0.51
每股净资产	4.05	4.86	5.70	6.72
估值比率(倍)				
PE	13.67	11.31	9.14	7.53
PB	2.27	1.89	1.61	1.37

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。