

友阿股份 (002277.SZ)

百货主业恢复增长，地产结算增利

核心观点:

- **地产结算增利，半年净利润同比增长 28.7%**

友阿股份发布 2017 半年报，1H17 营收同比增长 17.9% 至 37.36 亿，归属净利润同比增长 28.7% 至 2.69 亿，其中 2Q17 单季营收同比增长 15.7% 至 16.3 亿，归属净利润同比增长 28.8% 至 1.04 亿。业绩大幅增长主要由于天津、常德及郴州项目地产结算，公司房地产销售收入同比大幅增长 250% 至 5.65 亿，毛利率同比上升 10.83pp 至 37.85%。期末公司预收房款 4.59 亿，考虑公司郴州、常德、邵阳综合体项目可售/租面积约 25 万方，加上天津奥莱和长沙五一广场项目商铺经营权待确认收入，2017 全年业绩弹性较大（16 年地产收入确认仅 3.5 亿）。公司预告 1-3Q17 归属净利润同比增长 0-30%。

- **百货主业恢复增长，控股亿奢汇拓展奢侈品供应链资源**

1H2017 公司零售主业收入同比增长 4.6% 至 30.6 亿，其中百货业态收入同比增长 4.5% 至 29.5 亿，除天津奥莱等地项目贡献外，长沙本地市场营收同比增长 2.75% 至 26.8 亿，百货主业恢复增长；但百货毛利率同比下滑 1.85pp 至 14.75%（长沙市场毛利率同比下滑 1.56pp），判断主要由于奥莱业务占比上升影响。1H17 销售+管理费用率同比下降 1.24pp 至 9.55%，主要由于地产项目影响。上半年公司出资 1.65 亿元收购宁波欧派亿奢汇 51% 股权，一方面享受奢侈品行业成长红利，另一方面拓展上游奢侈品供应链资源，对接公司百货及奥莱主业。

- **区域龙头+高业绩弹性，“买入”评级**

公司作为湖南区域性龙头零售公司，资产价值丰厚，且各地综合体项目地产部分陆续达到收入确认条件，全年业绩弹性较大。预计 2017-2019 年归属净利润分别为 3.8/4.7/5.8 亿。维持“买入”评级，建议积极关注！

- **风险提示：**新店培育压力；地产收入确认不达预期；终端消费疲软

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,237.84	6,265.34	7,203.24	8,210.03	9,194.32
增长率(%)	3.50%	0.44%	14.97%	13.98%	11.99%
EBITDA(百万元)	611.42	527.25	760.54	916.36	1,115.99
净利润(百万元)	310.18	299.17	375.07	468.74	582.69
增长率(%)	-10.20%	-3.55%	25.37%	24.97%	24.31%
EPS(元/股)	0.548	0.422	0.265	0.331	0.411
市盈率(P/E)	23.85	32.70	24.44	19.55	15.73
市净率(P/B)	2.44	2.07	1.78	1.72	1.62
EV/EBITDA	15.64	21.30	13.04	10.24	8.29

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	6.28 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-21

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

- 友阿股份(002277.SZ): 收入稳定增长, 加快转型升级 2016-10-18
- 友阿股份(002277.SZ): 员工持股落地, 新项目稳步推进 2016-08-26
- 【广发商贸-友阿股份】定增补充项目资金, 员工增持提供安全边际 2016-06-20

联系人：林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

图 1: 友阿股份季度收入及增长

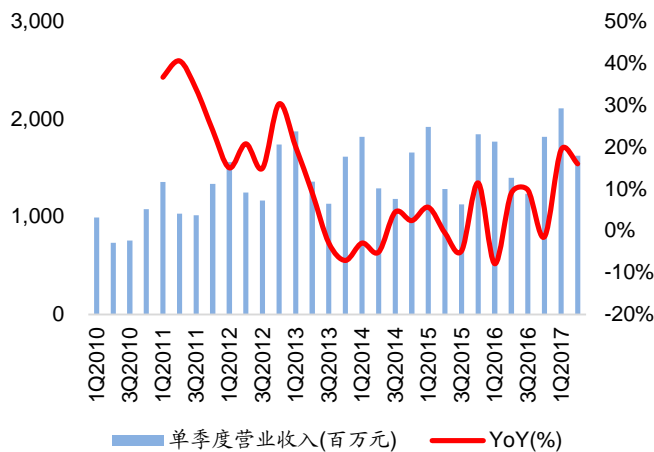
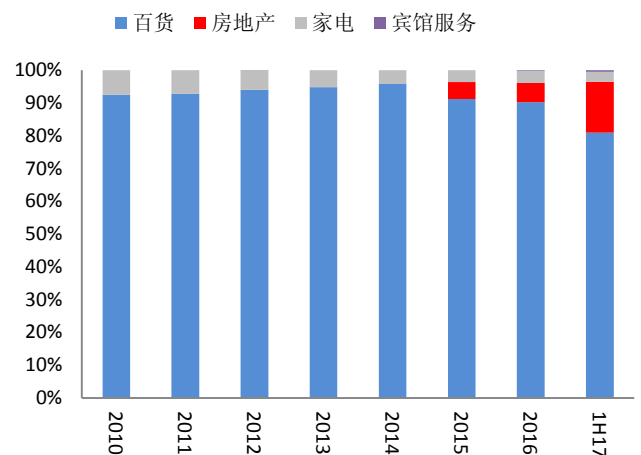


图 2: 友阿股份分业态收入构成



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 友阿股份季度毛利率

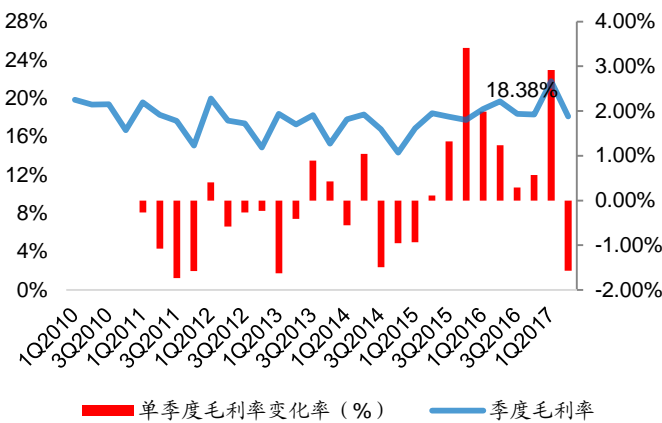
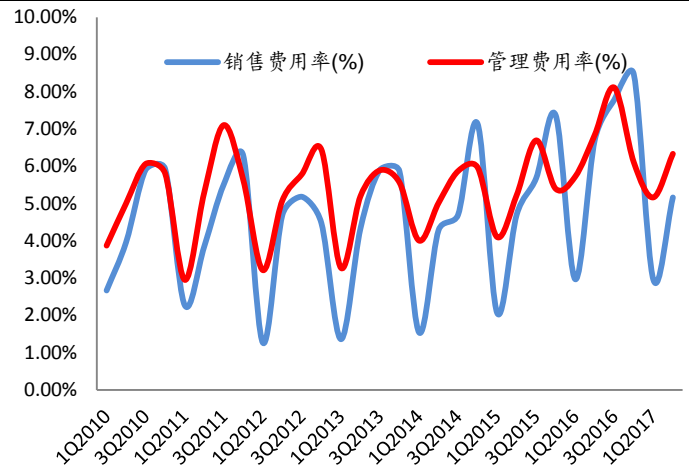


图 4: 友阿股份季度销售+管理费用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 友阿股份季度净利润及现金流

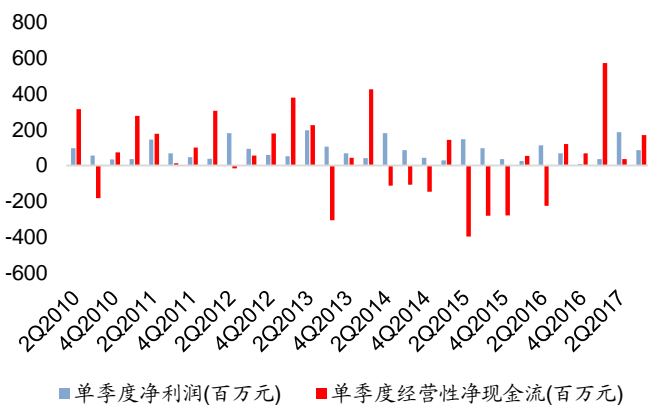
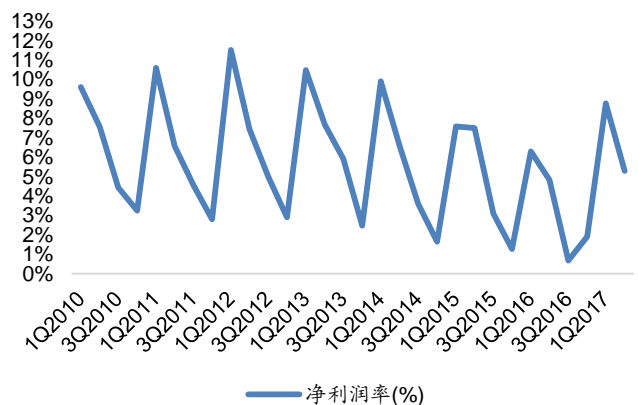


图 6: 友阿股份季度净利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4182	5163	4809	5741	6292
货币资金	1118	1370	1327	1862	1990
应收及预付	503	312	409	428	498
存货	2281	3222	2819	3199	3551
其他流动资产	281	260	255	253	254
非流动资产	6345	6646	7064	7997	9136
长期股权投资	0	0	100	300	600
固定资产	1271	2096	2287	2645	3126
在建工程	891	1251	1351	1651	1951
无形资产	1179	1082	1101	1180	1236
其他长期资产	3004	2218	2225	2221	2223
资产总计	10519	11809	11873	13738	15428
流动负债	4605	4076	3801	4499	4838
短期借款	1010	180	180	180	180
应付及预收	2305	3064	3140	3838	4177
其他流动负债	1290	832	481	481	481
非流动负债	2145	2071	2157	2114	2135
长期借款	1079	702	702	702	702
应付债券	698	1198	1198	1198	1198
其他非流动负债	368	171	257	214	236
负债合计	6750	6147	5958	6612	6973
股本	566	708	1417	1417	1417
资本公积	667	1980	1980	1980	1980
留存收益	1993	2236	1761	1946	2245
归属母公司股东权	3226	4924	5157	5342	5642
少数股东权益	544	738	758	782	813
负债和股东权益	10519	11809	11873	13738	15428

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-908	533	850	918	858
净利润	301	222	395	493	613
折旧摊销	155	212	229	279	345
营运资金变动	-1403	107	217	155	-53
其它	40	-9	9	-10	-47
投资活动现金流	-1448	-139	-594	-1166	-1435
资本支出	-1626	-668	-507	-996	-1159
投资变动	48	28	-87	-170	-276
其他	130	501	0	0	0
筹资活动现金流	2270	-140	-299	782	705
银行借款	2416	1387	0	1000	1000
债券融资	129	-1856	-266	-43	21
股权融资	8	1487	0	0	0
其他	-283	-1158	-33	-175	-317
现金净增加额	-85	254	-42	534	128
期初现金余额	1200	1118	1370	1327	1862
期末现金余额	1115	1371	1327	1862	1990

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.5	0.4	15.0	14.0	12.0
营业利润增长	-5.4	-22.2	40.1	30.7	24.0
归属母公司净利润增长	-10.2	-3.5	25.4	25.0	24.3
获利能力(%)					
毛利率	18.4	19.3	20.7	21.0	21.7
净利率	4.8	3.5	5.5	6.0	6.7
ROE	9.6	6.1	7.3	8.8	10.3
ROIC	6.7	3.2	6.5	8.5	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	64.2	52.1	50.2	51.9	51.9
净负债比率	0.5	0.2	0.1	-	-
流动比率	0.91	1.27	1.27	1.28	1.30
速动比率	0.36	0.46	0.48	0.54	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.56	0.61	0.64	0.63
应收账款周转率	1,294.0	799.67	988.48	884.10	933.38
存货周转率	2.63	1.84	2.03	2.03	2.03
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.42	0.26	0.33	0.41
每股经营现金流	-1.60	0.75	0.60	0.65	0.61
每股净资产	5.70	6.95	3.64	3.77	3.98
估值比率					
P/E	25.4	34.0	24.4	19.6	15.7
P/B	2.4	2.1	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.6	21.3	13.0	10.2	8.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6238	6265	7203	8210	9194
营业成本	5087	5058	5715	6487	7201
营业税金及附加	72	87	92	109	119
销售费用	300	397	403	460	506
管理费用	321	409	461	517	598
财务费用	34	-16	27	23	33
资产减值损失	22	10	28	4	-32
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	49	30	13	30	24
营业利润	449	350	490	640	794
营业外收入	3	22	41	22	28
营业外支出	15	5	4	5	4
利润总额	438	367	526	658	818
所得税	118	133	132	164	204
净利润	301	222	395	493	613
少数股东损益	-9	-77	20	25	31
归属母公司净利润	310	299	375	469	583
EBITDA	611	527	761	916	1116
EPS(元)	0.55	0.42	0.26	0.33	0.41

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 黄靖凯:** 研究助理, 上海复旦大学经济学硕士, 2015年进入证券行业, 2017年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于中银国际证券。

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	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)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,只有接收客户才可以使 用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。