

商业贸易

2017年08月21日

友阿股份 (002277)

——二季度经营效率提升，地产项目增厚利润

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月18日

收盘价(元)	6.47
一年内最高/最低(元)	17.38/5.96
市净率	1.8
息率(分红/股价)	1.55
流通A股市值(百万元)	9165
上证指数/深证成指	3268.72 / 10614.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	3.62
资产负债率%	53.62
总股本/流通A股(百万)	1417/1417
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《友阿股份(002277)点评：一季度利润增长超预期，维持“增持”评级》2017/04/26
 《友阿股份(002277)深度：员工持股提供安全边际，未来业绩有望多点开花》2017/03/21

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
 wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
 (8621)23297818×7480
 wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

公司发布 2017 年半年报。

- **2017 年上半年营收增长 17.85%，归母净利润增长 28.68%，业绩增速略低于预期。**2017 年上半年公司实现营业收入 37.36 亿，同比增长 17.85%，较去年同期增速提高 19.99%，主要系商业地产项目提升了业绩表现，剔除地产、餐饮等项目收入的影响，零售业务营收同比增长 4.64%。公司实现归母净利润 2.69 亿，同比增加 28.68%，由于郴州友阿项目尚处于培育期，培育成本较高出现亏损，导致业绩增速略低于我们 35% 的增速预期。上半年毛利率 20.17%，较去年同期提升 0.96%，其中零售业务销售毛利率 14.53%，较去年同期降低 1.82%。上半年管理费用同比上升 7.53%，销售费用下降 0.07%，财务费用下降 17.71%，其中二季度销售+管理费用率同比下降 1.55%，经营管理效率有所提高。
- **积极探索和深化转型，促进线上线下融合。**公司近年来对主营业务进行转型升级，丰富商品内容，拓展直邮通道，积极推进线上线下融合，促进平台资源最大化。2013 年 10 月开始探索 O2O 商业模式的转型，于 2014 年战略思路逐步清晰，2015 年与德国 SAP 公司正式达成战略合作关系，全面启动全渠道零售平台的建设，为公司完成线上线下布局打下基础。目前已实现“友阿特品汇”、“友阿农博汇”、“友阿果园”等购物子平台的上线；2015 年上线了“友阿海外购”平台，近期又收购了跨境贸易商“欧派亿奢汇”，有望借助其渠道优势和供应商资源实现进口奢侈品 O2O 的落地，扩大海外购的国际奢侈品类和品牌，完善“友阿海外购”的供应链和购物体验；在进一步发展与微信的“友阿微店”线上规模的基础上，公司开始以社区店的模式布局线下，并于 2017 年 7 月 17 日开设了首家小区店。公司主营业务转型升级，线上线下 O2O 全渠道运营体系的建立给予公司未来发展空间。
- **把握新业务投资机会，多元化发展增加盈利点。**上半年公司投资收益（主要为长沙银行分红）同比增长 35.45%。公司 6 月 2 日发布公告，收到长沙银行利润分红款 3429.54 万元。长沙银行良好的成长性与经营业绩也拓展了公司未来投资收益空间，连续多年送股分红，投资回报良好。长沙银行向证监会已提交首次公开发行股票申请材料，上市进程加快，公司持股溢价有望提升；上半年公司通过投资佛山隆深机器人有限公司，布局工业机器人行业，增加新的盈利点，从而提升公司整体盈利水平和竞争力。
- **维持盈利预测，维持“增持”评级。**我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 3.27/4.23/5.34 亿元，对应 PE 分别为 28/22/17 倍；由于公司通过参股长沙银行定期获得大额分红，剔除长沙银行股权价值的估值 29.05 亿元（按照城商行平均 1.44 倍 PB 估算），对应当前股价调整后的 PE 分别为 21/15/11 倍。维持盈利预测，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,228	3,736	6,909	7,801	9,158
同比增长率(%)	0.78	17.85	10.94	12.91	17.40
净利润(百万元)	299	269	327	423	534
同比增长率(%)	-3.55	28.68	9.30	29.36	26.24
每股收益(元/股)	0.42	0.19	0.23	0.30	0.38
毛利率(%)	18.8	20.2	20.2	21.0	21.5
ROE(%)	6.1	5.2	6.2	7.4	8.6
市盈率	15		28	22	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,952	6,180	6,228	6,909	7,801	9,158
营业收入同比增长率 (yoy)	-0.57%	3.83%	0.78%	1030.00%	1290.00%	1740.00%
减: 营业成本	4,955	5,087	5,058	5,514	6,163	7,189
毛利率 (%)	16.74%	17.67%	18.78%	20.20%	21.00%	21.50%
减: 营业税金及附加	58	72	87	96	108	127
主营业务利润	938	1,020	1,083	1,299	1,530	1,842
主营业务利润率 (%)	15.76%	16.50%	17.39%	18.80%	19.61%	20.11%
减: 销售费用	257	300	397	438	494	580
减: 管理费用	306	321	409	451	509	597
减: 财务费用	-6	34	-16	76	69	68
经营性利润	380	364	293	334	458	597
经营性利润同比增长率 (yoy)	-15.04%	-4.18%	-19.40%	-	-	-
经营性利润率 (%)	6.38%	5.89%	4.71%	4.83%	5.87%	6.52%
减: 资产减值损失	18	22	10	-2	0	0
加: 投资收益及其他	44	49	30	42	40	37
营业利润	482	430	338	380	498	633
加: 营业外净收入	-10	-11	17	-1	1	6
利润总额	472	418	355	378	499	639
减: 所得税	137	118	133	132	181	237
净利润	335	301	222	246	318	402
少数股东损益	-17	-9	-77	-81	-105	-132
归属于母公司所有者的净利润	352	310	299	327	423	534
净利润同比增长率 (yoy)	-14.35%	-11.98%	-3.55%	-	-	-
全面摊薄总股本	566	566	708	1,417	1,417	1,417
每股收益 (元)	0.63	0.55	0.47	0.23	0.30	0.38
归属母公司所有者净利润率 (%)	5.92%	5.02%	4.80%	-	-	-
ROE	11.88%	9.59%	6.08%	6.20%	7.40%	8.60%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。