

友阿股份(002277) 业绩报告点评:

12年业绩超预期, 13年进入扩张期

推荐 (维持)

现价: 9.9 元

主要数据

| | |
|---------------|------------------------|
| 行业 | 批发和零售贸易 |
| 公司网址 | r-mart.cn |
| 大股东/持股 | 湖南友谊阿波罗控股股份有限公司/41.25% |
| 实际控制人/持股 | 68 位自然人股东 /19.35% |
| 总股本(百万股) | 559 |
| 流通 A 股(百万股) | 559 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 54.31 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 54.31 |
| 每股净资产(元) | 3.91 |
| 资产负债率(%) | 49.2 |

相关研究报告

20120822-友阿股份三季报点评

证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

洪涛 投资咨询资格编号
S1060512070006
0755-22627541
hongtao908@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 公司今日发布 2012 年度业绩快报, 全年实现收入 57.94 亿元, 同比增长 21.17%; 归属母公司净利润 3.76 亿元或 EPS=0.673 元 (按新股本摊薄), 同比增长 29.42%, 净利率为 6.49%。

■ 收入加速增长, 股权激励费用计提影响单季利润

四季度单季实现收入 17.62 亿元, 同比增长 30.56%, 增速较前三季度明显提升 (1-3Q 分别为 15%、20.8%、14.94%); 单季实现归属母公司净利润 4528 万元, 同比增长 21%, 2.57% 的净利率较去年同期下降 0.2 个百分点, 我们预计与四季度计提股权激励费用 (预计约 4000 万元) 有关。

■ 同店收入远超行业平均及奥莱扭亏导致业绩超预期

应该说公司的业绩超我们预期, 其中主要在于收入增速超预期。公司不少主力门店多年保持 20% 以上的内生增长, 远超行业水平, 公司在当地的认可度及长沙的需求令人惊叹。我们预计两大主力门店 AB 馆及友谊商城收入约 18 亿、10 亿元, 增长 20% 和 25% 左右, 是收入增量和利润增长贡献大户。此外长沙奥特莱斯渡过培育期, 预计全年收入增速超过 100%, 实现扭亏为盈。

■ 小贷公司及股权分红贡献利润约 6000 万元

公司 10 年初成立的小额贷款担保公司及长沙银行股权投资 (约持有 7.87% 股或 1.56 亿股) 分红合计贡献利润超过 6000 万元或 EPS=0.11 元。我们预计小贷业务及银行分红收益在未来两年能保持稳定的增长。

■ 13 年正式启动外延扩张, 长期有利于公司发展, 短期可能导致经营杠杆下降, 预计 13-14 年 EPS 分别为 0.77、0.86 元, 维持“推荐”评级。

相较区域内的另一家公司步步高, 友阿在过去几年除长沙奥特莱斯外基本没有外延扩张, 这一直是 we 比较担心的一点, 不过 2013 年正式进入扩张期; 其中春天百货扩建年初完工、国货陈列馆计划于年底开业, 公告的郴州项目计划于 2014 年开业等。

| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元) | 4,781 | 5,794 | 6,990 | 8,237 |
| YoY(%) | 34.2 | 21.2 | 20.6 | 17.9 |
| 净利润 (百万元) | 290.5 | 376.1 | 427.4 | 480.8 |
| YoY(%) | 34.4 | 29.5 | 13.6 | 12.5 |
| 毛利率(%) | 18.3 | 18.5 | 18.5 | 18.4 |
| 净利率(%) | 6.1 | 6.5 | 6.1 | 5.8 |
| ROE(%) | 15.2 | 16.5 | 15.8 | 15.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.52 | 0.67 | 0.77 | 0.86 |
| P/E(倍) | 19.0 | 14.7 | 12.9 | 11.5 |
| P/B(倍) | 2.9 | 2.4 | 2.0 | 1.7 |

外延扩张的启动从长期来看有利于公司可持续发展, 毕竟公司过去多年持续高速同店增长已超出行业平均太多, 我们始终有不可持续的担心。不过考虑到短期资本开支的增加可能导致经营杠杆下降, 因此我们对今年业绩预测较为保守, 预计 13-14 年 EPS=0.77、0.86 元, 这也是我们维持公司推荐评级的原因。

- **风险提示:** 新开门店经营低于预期导致经营杠杆下降, 外来竞争对手 (九龙仓、王府井、万达) 进入区域导致竞争加剧, CPI 上行压制消费者实际购买力等。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2,588 | 4,365 | 4,375 | 4,385 |
| 现金 | 1,875 | 3,530 | 3,397 | 3,267 |
| 应收账款 | 0 | 12 | 14 | 16 |
| 其它应收款 | 490 | 94 | 114 | 134 |
| 预付账款 | 0 | 104 | 126 | 148 |
| 存货 | 306 | 425 | 524 | 619 |
| 其他 | -83 | 200 | 200 | 200 |
| 非流动资产 | 2,319 | 2,951 | 3,848 | 4,849 |
| 长期投资 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 固定资产 | 964 | 1,189 | 1,514 | 2,362 |
| 无形资产 | 364 | 329 | 294 | 259 |
| 其他 | 780 | 634 | 572 | 490 |
| 资产总计 | 4,907 | 7,316 | 8,224 | 9,234 |
| 流动负债 | 2,852 | 4,357 | 4,042 | 4,564 |
| 短期借款 | 50 | 800 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 527 | 835 | 1,008 | 1,197 |
| 其他 | 1,857 | 1,518 | 1,802 | 2,107 |
| 非流动负债 | 55 | 579 | 1,369 | 1,369 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 500 | 1,290 |
| 其他 | 34 | 55 | 79 | 79 |
| 负债合计 | 2,907 | 4,936 | 5,411 | 5,933 |
| 少数股东权益 | 91 | 96 | 101 | 108 |
| 股本 | 349 | 559 | 559 | 559 |
| 资本公积 | 796 | 796 | 796 | 796 |
| 留存收益 | 764 | 931 | 1,358 | 1,839 |
| 归属母公司股东权益 | 2,000 | 2,381 | 2,813 | 3,301 |
| 负债和股东权益 | 4,907 | 7,316 | 8,224 | 9,234 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 594 | 2,406 | 1,263 | 1,389 |
| 净利润 | 295 | 376 | 427 | 480 |
| 折旧摊销 | 119 | 399 | 454 | 478 |
| 财务费用 | -0.7 | 18 | 36 | 39 |
| 投资损失 | -19.7 | -2 | -2 | 0 |
| 营运资金变动 | 650 | 1587 | 342 | 383 |
| 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -649.5 | -1,165 | -1,350 | -1,479 |
| 资本支出 | -649.5 | -1,167 | -1,352 | -1,479 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 2 | 2 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 592.8 | 1,232 | -47 | -39 |
| 短期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款增加 | 0 | 500 | 790 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 537 | 2,473 | -133 | -130 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 4,782 | 5,794 | 6,990 | 8,238 |
| 营业成本 | 3,906 | 4,720 | 5,698 | 6,723 |
| 营业税金及附加 | 56 | 52 | 63 | 74 |
| 营业费用 | 211 | 244 | 304 | 361 |
| 管理费用 | 242 | 267 | 328 | 399 |
| 财务费用 | 1 | 18 | 37 | 39 |
| 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 20 | 2 | 2 | 0 |
| 营业利润 | 382 | 495 | 563 | 642 |
| 营业外收入 | 19.5 | 15 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 0.96 | 2 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 296 | 381 | 433 | 488 |
| 所得税 | 104 | 127 | 144 | 163 |
| 净利润 | 296.42 | 380.68 | 432.62 | 488.13 |
| 少数股东损益 | 5 | 5 | 5 | 7 |
| 归属于母公司净利润 | 290 | 376 | 427 | 481 |
| EBITDA | 818 | 990 | 791 | 875 |
| EPS (元) | 0.52 | 0.67 | 0.77 | 0.86 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力% | | | | |
| 营业收入 | 34.2 | 21.2 | 20.6 | 17.9 |
| 营业利润 | 27.7 | 29.4 | 13.8 | 14.0 |
| 净利润 | 34.4 | 29.5 | 13.6 | 12.5 |
| 获利能力% | | | | |
| 毛利率 | 18.3 | 18.5 | 18.5 | 18.4 |
| 净利率 | 6.1 | 6.5 | 6.1 | 5.8 |
| ROE | 15.2 | 16.5 | 15.8 | 15.1 |
| ROIC | | | | |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率% | 59.3 | 67.5 | 65.8 | 64.3 |
| 净负债比率% | 29.4 | 26.6 | 24.3 | 22.4 |
| 流动比率 | 0.91 | 1.00 | 1.08 | 0.96 |
| 速动比率 | 0.47 | 0.54 | 0.47 | 0.41 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.24 | 0.22 | 0.24 |
| 应收账款周转率 | 134 | 137 | 135 | 133 |
| 应付账款周转率 | 1.95 | 1.73 | 1.54 | 1.52 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.52 | 0.67 | 0.77 | 0.86 |
| 每股经营现金流 | 1.70 | 4.31 | 2.26 | 2.49 |
| 每股净资产 | 3.43 | 4.09 | 4.85 | 5.72 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19.0 | 14. | 12. | 11. |
| P/B | 2.9 | 2.4 | 2.0 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 5.6 | 7.1 | 9.7 | 9.5 |

数据来源:平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257