

友阿股份(002277)

强劲内生增长，2013扩张重启

推荐 (维持)

现价: 10.19 元

主要数据

行业	平安批发和零售贸易
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)	56.93
流通A股市值(亿元)	56.93
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	49.7

行情走势图



相关研究报告

20121015-三季报点评-收入稳健增长，业绩符合预期

20120822-中报点评-零售业务稳健，金融业务放量

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

投资要点

事项: 公司今日发布年报，2012年实现收入57.9亿元，同比增长21.2%；归属母公司净利润3.76亿元或EPS=0.673元，同比增长29.4%；净利率6.49%，同比提升0.42个百分点；加权净资产收益率18.11%，同比提升1.77个百分点。

■ 老店强劲内生增长，奥特莱斯超预期发展

零售主业实现收入56亿元，同比增长20.2%（百货52.7亿元，同比增长22%；家电3.3亿元，同比下降2%），主要得益于成熟门店22.6%的强劲内生增长以及长沙友阿奥特莱斯的超预期发展。我们预计AB馆及友谊商城收入约18亿和10亿元，分别增长20%和25%左右；长沙奥特莱斯全年实现收入5亿元，同比增长200%，开业第二年即盈利1233万元。

由于打折促销及奥特莱斯收入占比提升，零售毛利率略下降0.45个百分点至15.72%，但强劲的内生增长下销售+管理费用率亦下降0.62个百分点，促使零售业务净利润同比增长27.1%（剔除长沙银行分红2000万、理财产品1100万以及小贷、担保收益4600万）。客观来讲，公司主力门店常年保持20%以上的内生增长，与公司在当地的认可度及长沙地区的旺盛消费需求是密不可分的。

■ 多元化金融业务快速发展

2012年公司金融业务保持快速发展态势，小额贷款业务开业第三年实现收入7122万元，同比增长75%，盈利3937万元；担保业务开业第一年即实现收入1591万元，盈利685万元。此外，公司持有长沙银行7.87%股权，全年获得分红2053万元；投资理财产品获得利息收入1137万元。上述金融业务合计贡献税后净利润约7000万元或EPS=0.125元，占公司总利润的18.6%。我们预计小贷、担保及银行分红收益在未来两年仍能保持稳定增长。

■ 2013年外延扩张重启

相比同处湖南地区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，而过去多年持续强劲的同店增长已超出行业平均太多，这也是我们始终担心不可持续的主要原因。而2013年公司将重启扩张步伐，长期来看有利于公司的可持续发展。其中：春天百货已完成一期改造，面积扩大至3万平方米，并已于1月30日开业；国货陈列馆计划于年内开业；郴州、邵阳、天津奥特莱斯等项目计划于2014年开业。同时公司还将在经济总量排名靠前的地级市积极储备购物中心或城市综合体项目。

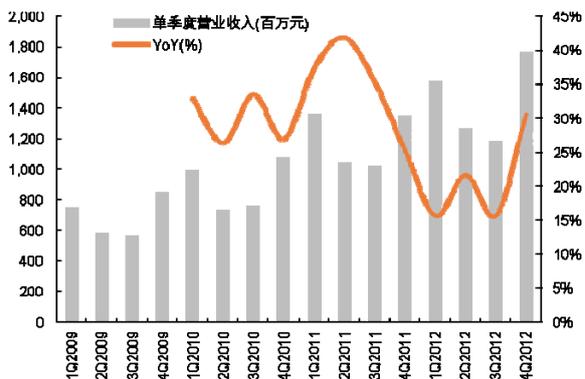
	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	5794.2	6866.2	8091.8	9677.8
YoY(%)	21.2%	18.5%	17.9%	19.6%
净利润(百万元)	376	431.1	481.4	556.3
YoY(%)	29.4%	14.6%	11.7%	15.6%
毛利率(%)	18.5%	18.5%	18.4%	18.4%
净利率(%)	6.5%	6.3%	5.9%	5.7%
ROE(%)	16.6%	16.0%	15.2%	14.9%
EPS(摊薄/元)	0.67	0.77	0.86	1.00
P/E(倍)	15.1	13.2	11.8	10.2
P/B(倍)	2.52	2.12	1.79	1.53

■ 计 13-14 年 EPS 为 0.77、0.86 元，维持推荐评级

展望 2013 年，我们预计公司零售主业稳健增长，利润增量来源于：1、主力门店保持两位数内生增长；2、春天百货重新开业；3、奥特莱斯开业第三年保持快速增长；4、根据 BS 模型，公司 13 年股权激励费用约 490 万元，较 12 年减少 1500 万元。不过考虑到短期资本开支的增加可能导致经营杠杆下降，因此我们对明年业绩预测较为保守，预计 13-14 年 EPS 为 0.77、0.86 元（其中零售主业 EPS 为 0.62 和 0.71 元），维持推荐评级。

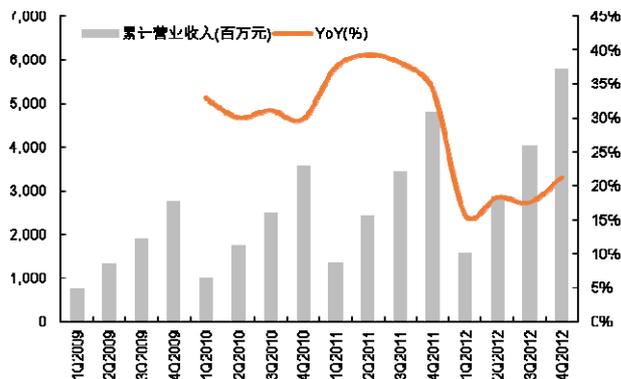
■ **风险提示：**新开门店经营低于预期导致经营杠杆下降，外来竞争对手（九龙仓、王府井、万达）进入区域导致竞争加剧，CPI 上行压制消费者实际购买力等。

图表 1 公司季度收入增速



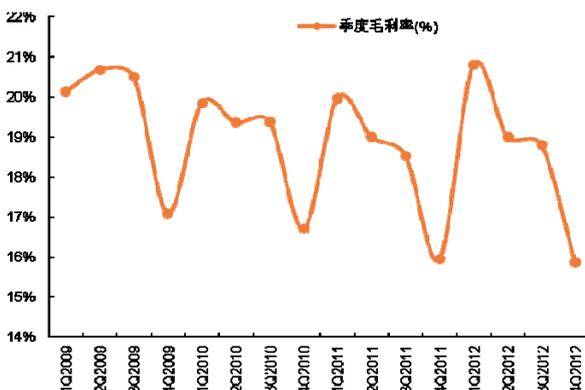
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



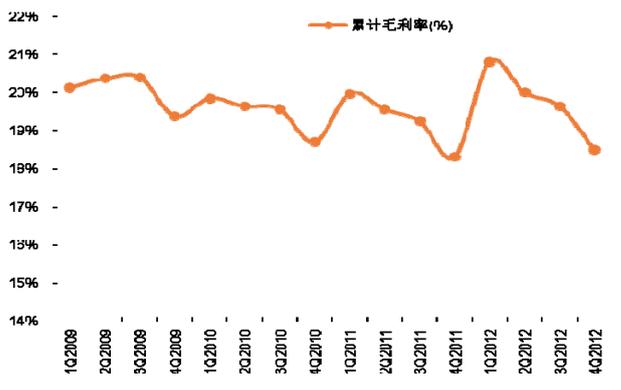
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



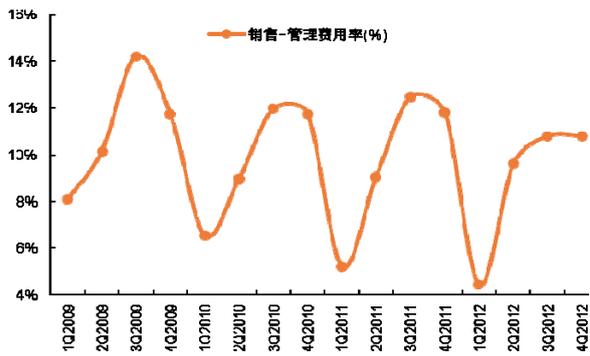
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 公司季度累积毛利率



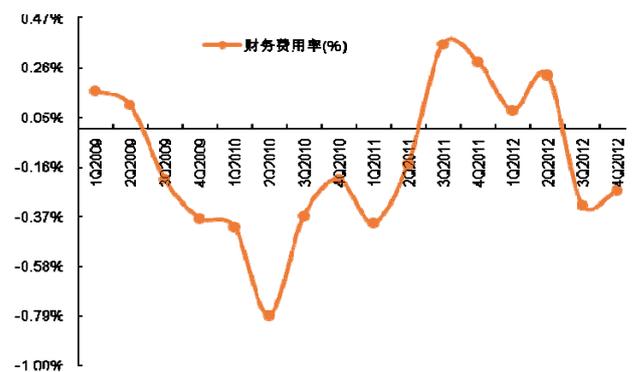
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 公司季度销售+管理费用率



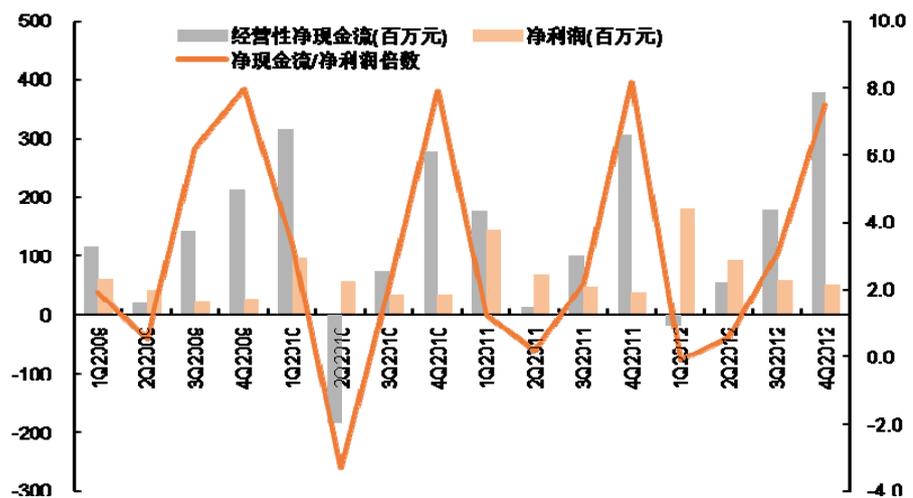
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 公司季度经营性现金流及净利润 (百万元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,758	3,952	4,830	5,041
现金	1,753	3,011	3,740	3,775
应收账款	10	14	16	19
其它应收款	0	124	146	174
预付账款	490	112	132	158
存货	608	504	608	727
其他	(103)	188	188	188
非流动资产	2,422	3,698	4,596	5,596
长期投资	228	228	228	228
固定资产	927	1,152	1,477	2,325
无形资产	354	320	285	250
其他	913	1,999	2,606	2,794
资产总计	5,180	7,651	9,425	10,637
流动负债	1,064	1,991	2,169	2,406
短期借款	100	0	0	0
应付账款	727	991	1,169	1,406
其他	238	1,000	1,000	1,000
非流动负债	57	581	1,371	1,371
长期借款	0	500	1,290	1,290
其他	57	81	81	81
负债合计	1,122	2,572	3,540	3,777
少数股东权益	346	353	360	368
股本	559	559	559	559
资本公积	614	614	614	614
留存收益	1,088	1,519	2,000	2,556
归属母公司股东权益	2,607	3,044	3,533	4,098
负债和股东权益	5,180	7,651	9,425	10,637

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	594	2,810	1,277	1,519
净利润	381	431	481	556
折旧摊销	381	431	481	556
财务费用	17	-3	17	35
投资损失	-32	-30	-30	-30
营运资金变动	483	1,984	347	470
其它	-637	-3	-20	-69
投资活动现金流	-649	-1,137	-1,322	-1,449
资本支出	0	-1,167	-1,352	-1,479
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-649	30	30	30
筹资活动现金流	593	403	773	-35
短期借款增加	0	-100	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	593	3	-17	-35
现金净增加额	537	2,076	729	34

数据来源:平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,794	6,866	8,092	9,678
营业成本	4,723	5,597	6,604	7,898
营业税金及附加	65	76	89	111
营业费用	217	299	354	431
管理费用	293	336	396	468
财务费用	-4	-3	17	35
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	32	30	30	30
营业利润	530	592	661	764
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	1	1	1
利润总额	527	591	660	763
所得税	136	154	172	198
净利润	391	437	489	565
少数股东损益	5	6	7	8
归属于母公司净利润	376	431	481	556
EBITDA	949	1,037	842	963
EPS (元)	0.67	0.77	0.86	1.00

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	21.2%	18.5%	17.9%	19.6%
营业利润	38.8%	11.6%	11.8%	15.5%
净利润	29.4%	14.6%	11.7%	15.6%
获利能力				
毛利率	18.5%	18.5%	18.4%	18.4%
净利率	6.5%	6.3%	5.9%	5.7%
ROE	16.6%	16.0%	15.2%	14.9%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	21.7%	33.6%	37.6%	35.5%
净负债比率				
流动比率	1.10	0.98	1.07	0.98
速动比率	2.02	1.73	1.95	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.27	0.24	0.24
应收账款周转率	290	145	135	136
应付账款周转率	1.88	1.63	1.53	1.53
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.77	0.86	1.00
每股经营现金流	1.06	5.03	2.29	2.72
每股净资产	4.05	4.82	5.68	6.67
估值比率				
P/E	15.1	13.2	11.8	10.2
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.2	7.4	9.7	9.2

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