

友阿股份 (002277)

业绩略低于预期，内生增长或面临压力

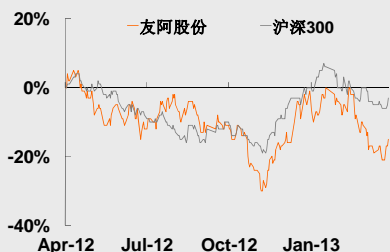
推荐 (维持)

现价: 9.15 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 /2.78%
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)	51.12
流通 A 股市值(亿元)	51.12
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	49.7

行情走势图



证券分析师

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

研究助理

徐 问 一般证券从业资格编号
S1060112070108
0755-22622625
xuwen007@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

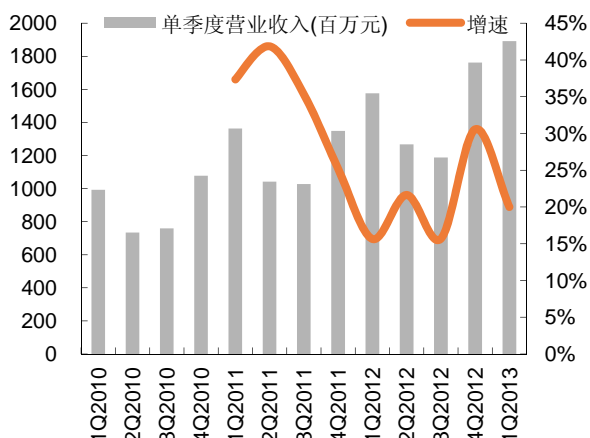
事项: 友阿股份 4 月 22 日发布 2013 年一季报, 实现营业收入 18.9 亿元, 同比增 20%; 净利润 1.96 亿元或 EPS=0.35 元, 同比增 9.37%, 略低于市场预期。

平安观点:

- **零售主业收入增 20%，毛利率下滑 1.65%。** 公司 1Q 实现营业收入 18.9 亿元, 同比增长 20%, 较去年同期 15.7% 的增速提升逾 4.3 个百分点。其中零售主业收入 18.74 亿元, 较去年 1Q 增长 20%, 小额贷款和担保业务收入 1807 万元, 较去年同期增长 12%。1Q 零售业务毛利率为 18.35%, 较去年 1Q 降低 1.65 个百分点, 显示出公司较高的内生增长部分依靠加大促销力度来实现。由于零售毛利率略降且小贷业务增速低于零售业务, 公司 1Q 综合毛利率为 19.14%, 较去年 1Q 降低 2.1 个百分点, 但略高于去年全年 0.65 个百分点。随着小贷业务收入的持续增长, 我们预计公司全年的综合毛利水平将保持提升趋势。
- **销售+管理费用率略增, 净利率下滑 1%。** 1Q 公司综合费用率为 4.25%, 同比下降 0.27 个百分点, 但主要得益于财务费用率的显著下降, 同期销售费用率和管理费用率分别增加了 0.09、0.06 个百分点。公司期间费用管控一直处于同业较优水平, 但随着经营压力的加大, 费用水平也呈上升趋势。公司 1Q 实现净利润 1.96 亿元, 其中金融业务贡献了 1600 万左右。1Q 净利润较去年同比增 9.4%, 净利率同比下滑 1 个百分点。
- **预测 13-15EPS 分别为 0.77、0.86、1.00 元, 维持“推荐”评级。** 公司 1Q 业绩虽略低于市场预期, 但基本符合我们的预期。虽然湖南区域的消费需求强劲, 作为区域龙头百货, 公司过去多年来一直保持两位数以上的强劲内生增长, 但随着同店的持续增长和外来竞争者的不断涌入, 内生增长未来很可能遭遇瓶颈, 天津奥特莱斯、邵阳购物中心、郴州城市综合体等外延扩张项目仍在储备中, 短期内还很难创造效益。综合以上因素, 我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.77/0.86/1.00 元, PE 分别为 11.9X/10.6X/9.2X, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 新门店经营低于预期; 经营杠杆下降, 外来竞争对手进入等。

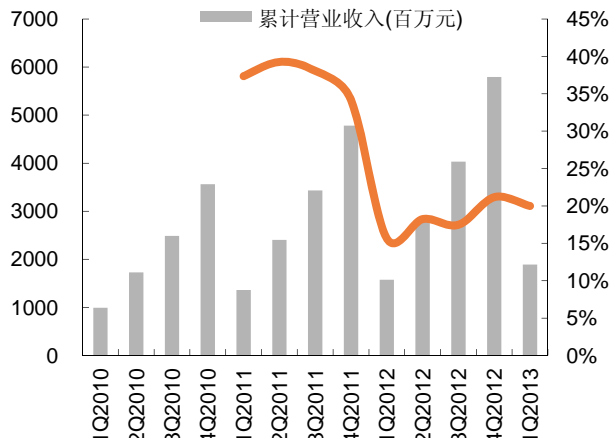
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,741	5,717	6866.2	8091.8	9677.8
YoY(%)	33.0	20.6	18.5	17.9	19.6
净利润(百万元)	290	376	431	481	556
YoY(%)	34.4	29.4	14.60	11.70	15.60
毛利率(%)	17.6	17.4	18.50	18.40	18.40
净利率(%)	6.1	6.6	6.30	5.90	5.70
ROE(%)	15.2	16.6	16.00	15.20	14.90
EPS(摊薄/元)	0.52	0.67	0.77	0.86	1.00
P/E(倍)	17.6	13.6	11.9	10.6	9.2
P/B(倍)	2.7	2.3	2.12	1.79	1.53

图表1 公司季度营业收入及增速



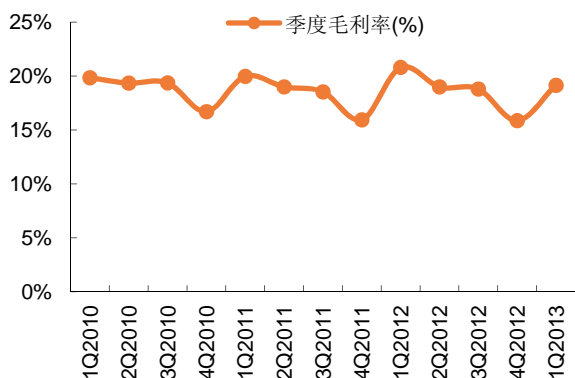
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



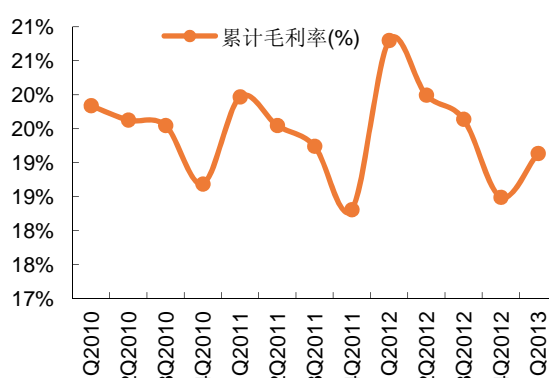
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



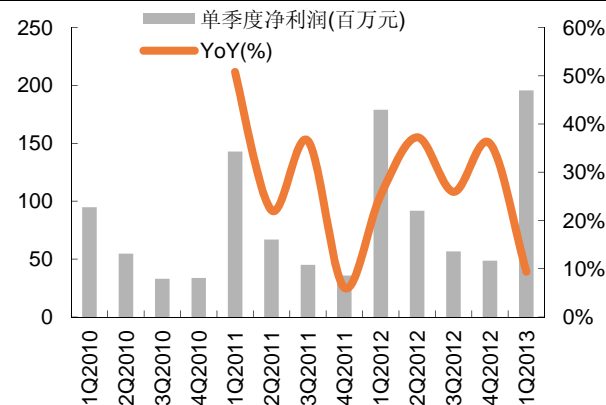
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



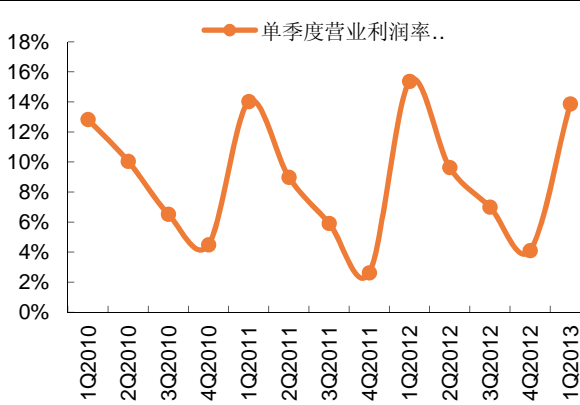
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度净利润



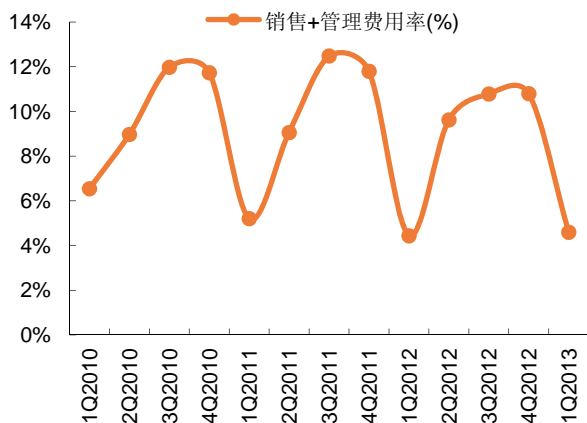
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度营业利润率



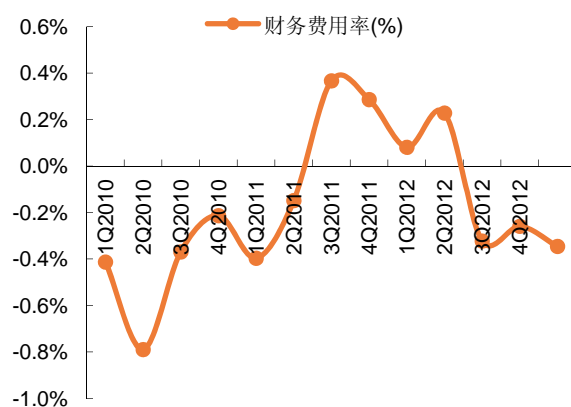
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度销售+管理费用率



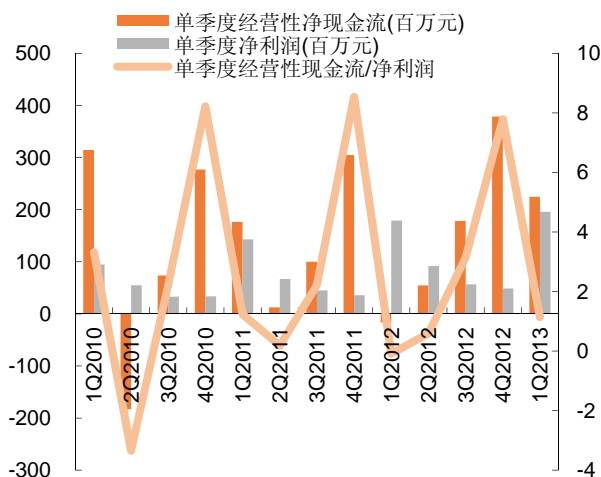
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度财务费用率



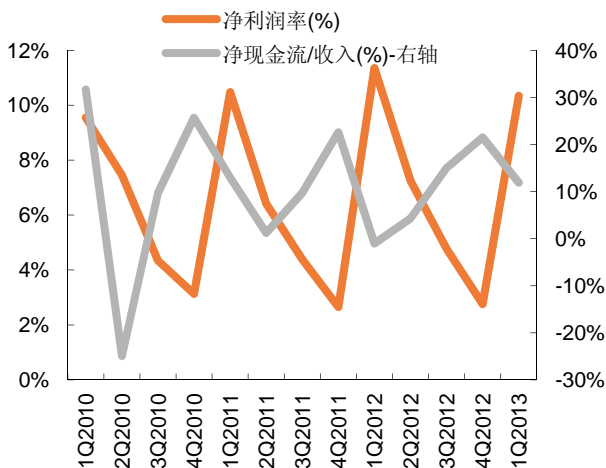
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司单季度经营性现金流与净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司净利润率、净现金/收入比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

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

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

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

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	11.9	10.6	9.2
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.2	7.4	9.7	9.2

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。



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