

## 毛利率下滑，净利润同比增长 9.60%

友阿股份 (002277.SZ)

**谨慎推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司公布季报，2013年一季度实现营业收入 18.74 亿元，同比增长 20.07%，利润总额 2.65 亿元，同比增长 9.55%，归属上市公司净利润 1.96 亿元，同比增长 9.37%，扣非后净利润 1.94 亿元，同比增长 9.60%，EPS 为 0.35 元，同比增长 9.37%，低于市场预期。公司预计 2013 年 1-6 月份归属上市净利润增长 0%~30%，即净利润为 2.71 亿元~3.52 亿元，对应 EPS 为 0.48 元~0.63 元。

同时，公司公告拟与长沙市城东棚户区改造投资有限公司合作实施友谊商店东边约 33 亩地块旧城改造项目，该土地用于扩建友谊商店，打造一个以高端百货零售为主的长沙顶级商业城市综合体。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 毛利率下滑，费用率上升

公司净利润率下降 1 个百分点，主要受毛利率下滑以及费用率上升影响。公司一季度收入增长 20.07%，友谊 AB 馆、友谊商城以及阿波罗广场三大主力门店内生增长稳健，收入增速约为 15%-20%，奥特莱斯仍处于高速成长期，预计收入增速超过 50%，而改造扩建后的春天百货也开始贡献收入。公司毛利率同比下降 1.63 个百分点，与黄金珠宝销售提速、奥特莱斯收入占比提升等因素有关。公司管理费用率和销售费用率小幅上升 0.05、0.11 个百分点，财务费用较上年同期减少 781.40 万元，系去年同期公司计提短期融资券利息。

##### (二) 内生增长强劲，金融业务助力业绩

公司所处的湖南市场消费力旺盛，市场竞争环境并不激烈，预计公司 2013 年主力门店仍将保持 15%-20% 的较高增长，奥特莱斯有望实现 60% 的销售增速。而金融业务每年也为公司贡献稳定的利润，公司持有的长沙银行股权及小额贷款、担保业务预计将带来近 8 千万-1 亿元的业绩。外延发展方面，公司积极推进天津奥特莱斯、春天百货、郴州城市综合体以及邵阳城市综合体的建设，预计在 2014-2015 年相继开业。

#### 3. 投资建议

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.80 元、0.92 元、1.02 元。对应当前股价 PE 分别为 11X、10X、9X，维持对公司“推荐”评级。

卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060003

#### 市场数据

时间 2013.4.23

A 股收盘价 (元)	8.92
A 股一年内最高价 (元) *	11.15
A 股一年内最低价 (元) *	7.37
上证指数	2184.54
市净率	1.9
总股本 (万股)	55872
实际流通 A 股 (万股)	55872
限售 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	49.84

注: \*价格未复权

#### 相关研究

- 1、友阿股份 (002277): 外延扩张起航，内生高速增长 (20111109)
- 2、友阿股份 (002277): 同店增长保持高速，奥特莱斯渐入佳境 (20111027)
- 3、友阿股份 (002277): 品牌调整到位，同店保持高速增长 (20110817)
- 4、友阿股份 (002277): 股权激励为管理层注入动力 (20110704)
- 5、友阿股份 (002277): 内涵式增长大幅推升公司业绩 (20110329)

**表 1:友阿股份 (002277) 财务报表预测**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1753	2194	2916	3904	营业收入	5794	6955	8506	10742
应收款项	62	74	91	114	营业成本	4723	5700	7012	8937
存货净额	608	735	905	1154	营业税金及附加	65	78	95	120
其他流动资产	336	403	493	623	销售费用	217	264	323	408
流动资产合计	2758	3407	4404	5796	管理费用	293	359	435	566
固定资产	990	1218	1430	1628	财务费用	(4)	(56)	(59)	(67)
无形资产及其他	354	337	319	301	投资收益	32	0	0	0
投资性房地产	850	850	850	850	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	228	228	228	228	其他收入	(10)	0	0	0
资产总计	5180	6039	7231	8803	营业利润	520	608	698	776
短期借款及交易性金融负债	100	0	0	0	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	821	993	1222	1559	利润总额	517	605	695	773
其他流动负债	1595	1929	2372	3030	所得税费用	136	151	174	193
流动负债合计	2516	2922	3594	4589	少数股东损益	5	6	7	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	376	448	514	572
其他长期负债	57	57	57	57					
长期负债合计	57	57	57	57	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2574	2980	3652	4646	净利润	376	448	514	572
少数股东权益	346	351	356	362	资产减值准备	3	(0)	1	1
股东权益	2260	2708	3223	3795	折旧摊销	78	88	102	116
负债和股东权益总计	5180	6039	7231	8803	公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	(4)	(56)	(59)	(67)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(743)	299	397	593
	2012	2013E	2014E	2015E	其它	1	5	4	5
每股收益	0.67	0.80	0.92	1.02	经营活动现金流	(283)	841	1021	1289
每股红利	0.17	0.00	0.00	0.00	资本开支	(84)	(300)	(300)	(300)
每股净资产	4.05	4.84	5.76	6.79	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	17%	18%	22%	28%	投资活动现金流	(112)	(300)	(300)	(300)
ROE	17%	17%	16%	15%	权益性融资	60	0	0	0
毛利率	18%	18%	18%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	8%	7%	支付股利、利息	(95)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	9%	8%	其它融资现金流	403	(100)	0	0
收入增长	21%	20%	22%	26%	融资活动现金流	273	(100)	0	0
净利润增长率	29%	19%	15%	11%	现金净变动	(122)	441	721	989
资产负债率	56%	55%	55%	57%	货币资金的期初余额	1875	1753	2194	2916
息率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	1753	2194	2916	3904
P/E	13.6	11.4	9.9	8.9	企业自由现金流	(383)	503	680	942
P/B	2.3	1.9	1.6	1.3	权益自由现金流	21	445	732	992
EV/EBITDA	13.4	12.6	11.8	11.8					

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**卞晓宁，商贸行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn