

友阿股份 (002277)

公司研究/调研报告

主营稳健，金融护航，估值便宜是最大优势

—友阿股份 (002277) 调研简报

民生精品—简评报告/商贸零售行业

2013年7月1日

一、事件概述

近期我们对公司进行了现场调研，就公司的经营情况、发展战略和 2013 年开店计划等事项与公司领导进行了交流。

二、分析与判断

➤ 1-5月同店增长在15%左右，全年预计在10%-15%

2013年1-5月，公司整体同店增长约在15%左右。其中，奥特莱斯在50%以上；友谊A/B馆在15%左右；阿波罗商业广场10%+；友阿百货朝阳店10%+；友谊商城已于5月19日停业装修。外区两个门店（春天百货常德店和家润多郴州店）的同店增长预计10%左右。全年来看，预计可比同店增长在10%-15%。

➤ 2013和2014年将分别新增外延扩张3万m²和27.25万m²，14年费用压力较大

2013年1月30日，扩建后的春天百货长沙店开业，新增建筑面积3万m²，今年之内将不会再有其他门店开出。2014年，将先后开出中山路百货大楼店（国货陈列馆，建面1万m²）、天津奥特莱斯（商业建面10万m²）、邵阳友阿购物中心（建面3.25万m²）和郴州友阿城市综合体项目（商业建面13万m²），合计新增建面27.25万m²。由于14年新开门店较多，由此带来的折旧、水电、人工等费用较大，预计总体费用压力较大。

➤ 金融业务预计增厚全年EPS0.17-0.18元

小额贷款公司全年业绩增长预计能达到20%-30%，净利润总额达到4700万—5100万元；友阿投资担保有限公司今年的净利润增长预计能超过3倍，净利润总额超过2000万元；长沙银行20%的分红比例预计带来税后投资收益2800万元。金融业务合计增厚2013年EPS0.17-0.18元。

➤ 13-15年将有部分配套地产结算，增厚部分业绩

2013年7月天津奥特莱斯配套7.7万m²住宅项目进入预售期，均价在1万元/m²以上，计划两年内销售完毕；郴州城市综合体配套10万m²住宅预计也将在2015年进入销售期，均价预计在4000元/m²以上。随着地产项目的逐步结算，也会对当期的业绩起到一定的提升作用。

三、盈利预测与投资建议

暂不考虑地产结算带来的利润增加，预计公司2013-2014年的净利润分别为4.43和5.19亿元，同比增长17.89%和16.98%，暂不考虑股权激励行权对股本的摊薄影响，折合EPS为0.79和0.93元。公司目前股价（6月30日收盘价）7.44元对应2013-2014年的PE分别为9X和8X，估值优势非常明显，我们维持公司强烈推荐评级，合理估值约为10.32元/股

四、风险提示

长沙奥特莱斯项目经营情况低于预期；春天百货改造后盈利增长低于预期；公司其他项目进展低于预期；经济继续下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入（百万元）	6,958	8,591	10,994	13,136
增长率（%）	33.1%	23.5%	28.0%	19.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	162	202	259	318
增长率（%）	22.6%	24.8%	28.3%	22.9%
每股收益（元）	1.02	1.27	1.63	2.00
PE	20.2	16.2	12.6	10.3
PB	3.3	2.7	2.3	1.8

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

维持评级

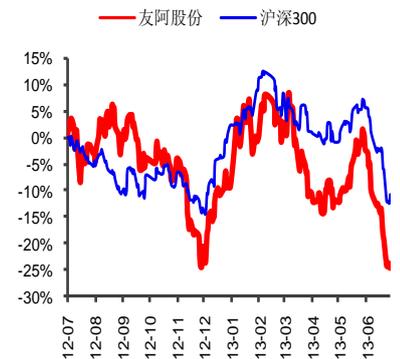
合理估值：

10.32元

交易数据 (2013-6-30)

收盘价（元）	7.44
近12个月最高/最低	17.10/6.97
总股本（百万股）	559.00
流通股本（百万股）	559.00
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	41.57
流通市值（亿元）	41.57

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

分析师：王羽

执业证书编号：S0100512070005

电话：(86755)22662070

Email: wangyu@mszq.com

相关研究

调研纪要

Q1、2013年1-5月，公司总的同店增长？

A: 总体趋于平稳，同店增长预计在10%-15%。

Q2、2013年1-5月，各个门店的同店增长？

A: 友阿奥特莱斯在50%以上；友谊A/B馆在15%左右；阿波罗商业广场10%+；友阿百货朝阳店10%+；友谊商城已于5月19日停业装修。外区两个门店（春天百货常德店和家润多郴州店）的同店增长要低一些。扩建后的春天百货长沙店（总建筑面积扩至3万m²）经营环境和品牌档次都有大幅的提升，但由于周边地铁还是在围着，对销售还是会有影响，重新开业至今销售情况仍不理想，目前在逐步好转。今年十月份全线开通，销售预计要到四季度会出现较大幅度的起色。

Q3、家电的销售增速有多少？

A: 家电的销售是下降的，但本身占比并不高。主要还是受电商冲击。

Q4、毛利率一季度同比下滑1.66个百分点，二季度有没有好转？

A: 一季度毛利率下滑，一方面是由于毛利率较低的黄金销售（占主营销销售的20%）增长比较多，达到60%，另一方面是由于毛利率较低（约为百货店毛利率水平的50%）的奥特莱斯增长比较多（达到70%-80%），两方面共同因素导致的。二季度来看，黄金销售增速下降，再加上一些品类的调整，毛利率基本维持稳定，略有轻微的上升。

Q5、友谊商城4个多月的停业装修，会使得该门店销售下滑多少？

A: 闭店之前进行了促销，重新开业之后经营环境和品牌都有很大的提升，再加上四季度是销售旺季，两方面综合考虑预计会对业绩起到一定的平滑作用。但毕竟友谊商城是三大主力门店之一，所以对整体的业绩还是会有一定影响的。

Q6、奥特莱斯去年的销售收入有多少？其中有多少是来自于租金收入？

A: 去年的销售收入有5-5.1亿元，这基本全是商业收入，租金收入很少。奥特莱斯开业之后吸引了其他社会餐饮企业来做，而且做得非常火爆，所以就把奥特莱斯原规划的2.7万m²的餐饮配套改作商业来扣点了。

Q7、奥特莱斯基本没有培育期就直接赢利了，主要原因是什么？

A: 一是位置非常好，开车前往十分便利，而且未来会有地铁直通；二是品牌定位上没有沿用市场常用的国际一、二线品牌折扣，而是采用国内一、二线品牌折扣，这样覆盖面更广，消费者培育起来更容易。

Q8、2013年的开店计划？

A: 扩建后的春天百货于2013年1月30日开业之后，今年不会再有其他新开店面了。

Q9、2014年的开店计划？

A: 2014年将开出国货陈列馆（总建筑面积1万m²）、天津奥特莱斯（商业总建筑面积10万m²，2013年四季度开出）、邵阳友阿购物中心（总建筑面积32490m²，2013年四季度开出）、和郴州城市综合体（商业总建筑面积13万m²，2013年四季度开出）。

Q10、天津奥特莱斯配套的7.7万m²住宅预售情况怎么样？

A: 配套住宅将于2013年7月预售，均价在1万以上，预计在两年之内销售完。

Q11、郴州综合体配套的10万m²住宅什么时候预售？

A: 预售会在商业开业之后，因为底层是商业，以上才是住宅。均价预计在4000元左右。

Q12、长沙五一广场的详细规划？

A: 长沙五一广场会按照公司投标的规划来做。其中：地上商业街2000m²；地下一二层购

物和地铁旁商业区 31000 m²; 影院、美食、溜冰场 9000 m²; 中庭通廊 10000 m²; 合计 52000 m²。总投资 68600 万元。主体购物会进驻友阿的主力百货店。地铁旁物业会出租。这个项目未来是长沙一、二号线的交汇处, 发展前景非常好。

Q13、北京朝玉春澜国际投资咨询有限公司是什么背景的公司? 基于什么考虑要跟它合作?

A: 之前也是五一广场的竞争者, 为了避免竞争, 所以选择合作。公司本身是一个投资咨询类公司, 旗下拥有一定的资源。

Q14、国货陈列馆未来的门店规划?

A、营业模式是还是采取联营扣点。所售品类上主要是珠宝玉石、名人字画之类的。

Q15、友谊 A/B 馆的扩建计划?

A、政府帮忙拆迁, 新增用地 33 亩, 未来还是会建成一个城市综合体。其中商业建筑面积约 6 万 m²。另外配套住宅, 主要是用于补偿被拆迁户, 除了面积补偿还会给一定的资金补偿。这样下来总投资会有十几个亿。拆迁工作预计下半年就会开始。

Q16、2013 年和 2014 年的股权激励费用有多少?

A、2013 年不到 2000 万, 2014 年预计还有几百万。

Q17、长沙银行分红什么时候到账?

A、2012 年分红是肯定的, 到账时间是二季度或者是三季度。分红比例稳定在 20%。

Q18、对长沙银行股权的长远打算?

A、长期还是看长沙银行的上市。其实长沙银行早就可以报会的, 但是之前是在捋清管理层的股权问题。上市之后应该会找个合适的时机卖掉。

Q19、友阿小额贷款公司今年的增长情况?

A、20%-30%。

Q20、友阿投资担保有限公司今年的增长情况?

A、预计净利润增长能超过 3 倍

Q21、人工、租金的增幅?

A、人工主要是销售人员的工资增长, 预计在 10%以上, 未来每年基本也得保持这个增幅。租金的增幅很小, 回来占营业收入的比重会越来越小。

利润表

项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业总收入	4,782	5,794	6,531	7,881
减: 营业成本	3,907	4,733	5,321	6,420
营业税金及附加	56	65	72	87
销售费用	211	217	258	320
管理费用	242	293	308	385
财务费用	1	-4	-6	-9
资产减值损失	3	2	3	4
加: 投资收益	20	32	36	40
二、营业利润	381	520	610	715
加: 营业外收支净额	19	-3	0	0
三、利润总额	400	517	610	715
减: 所得税费用	104	136	160	190
四、净利润	296	381	450	526
归属于母公司的利润	290	376	443	519
五、基本每股收益 (元)	0.83	0.67	0.79	0.93

主要财务指标

项目	2011A	2012A	2013E	2014E
EV/EBITDA	4.4	10.0	1.0	-0.2
成长能力:				
营业收入同比	34.2%	21.2%	12.7%	20.7%
营业利润同比	27.4%	36.5%	17.2%	17.3%
净利润同比	34.4%	29.4%	17.9%	17.0%
营运能力:				
应收账款周转率	276.3	215.9	203.6	199.6
存货周转率	12.8	7.8	23.1	18.3
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
盈利能力与收益质量:				
毛利率	18.3%	18.3%	18.5%	18.5%
净利率	6.2%	6.6%	6.9%	6.7%
总资产净利率 ROA	6.0%	7.4%	7.5%	7.5%
净资产收益率 ROE	15.2%	16.6%	16.4%	16.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.6
资产负债率	59.2%	49.7%	48.7%	48.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	0.67	0.79	0.93
每股经营现金流量	1.70	1.06	2.71	2.23
每股净资产	5.47	4.05	4.84	5.77

资产负债表

项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	1875	1753	3304	4596
应收票据	0	0	0	0
应收账款	17	27	32	39
预付账款	78	148	154	185
其他应收款	112	35	35	35
存货	306	608	230	350
其他流动资产	200	188	188	188
流动资产合计	2,588	2,758	3,943	5,393
长期股权投资	200	228	228	228
固定资产	964	927	653	380
在建工程	12	63	65	67
无形资产	864	837	705	573
其他非流动资产	280	367	367	367
非流动资产合计	2,319	2,422	2,018	1,615
资产总计	4,907	5,180	5,962	7,008
短期借款	50	100	96	96
应付票据	114	94	117	144
应付账款	527	727	792	951
预收账款	1044	1203	1538	1899
其他应付款	408	237	237	237
应交税费	10	26	-20	-30
其他流动负债	698	129	87	70
流动负债合计	2,852	2,516	2,848	3,368
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	57	57	57
非流动负债合计	55	57	57	57
负债合计	2,907	2,574	2,905	3,425
股本	349	559	559	559
资本公积	904	760	760	760
留存收益	656	942	1385	1904
少数股东权益	91	346	353	360
所有者权益合计	2,000	2,607	3,056	3,582
负债和股东权益合计	4,907	5,180	5,962	7,008

现金流量表

项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流量	594	595	1516	1244
投资活动现金流量	(649)	(129)	34	38
筹资活动现金流量	593	(585)	1	9
现金及等价物净增加	537	(119)	1551	1292

分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。