

友阿股份 (002277)

主力店改造完成，全年销售增长无忧

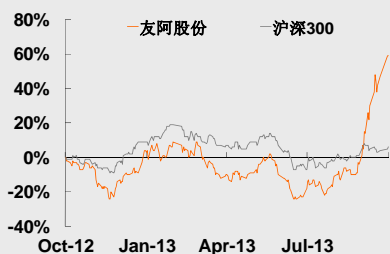
推荐 (维持)

现价: 16.38 元

主要数据

| | |
|---------------|------------------------|
| 行业 | 平安商贸 |
| 公司网址 | www.your-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 | 胡子敬/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) | 91.52 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 91.52 |
| 每股净资产(元) | 4.49 |
| 资产负债率(%) | 50.7 |

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

徐 问

投资咨询资格编号
S1060513050003
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 10 月 10 日晚发布 2013 年 3 季报, 前 3 季度共实现营业收入 43.7 亿元, 同比增 9.87%, 单季度营收 11.34 亿元, 同比降 2.92%。前 3 季实现扣非后净利润 3.63 亿或 EPS=0.65 元, 同比增 11.71%, 符合市场预期。公司预计全年净利润增速在 0-30%之间。

平安观点:

■ 主力店改造拉低单季收入，全年销售增长无忧

前 3Q 零售、小贷、担保业务分别实现收入 43.7 亿/5300 万/1100 万元, 同比增 9.9%/2.3%/148%。3Q 单季营收降 2.92%, 主要因公司于 5 月 19 日-9 月 12 日对三大主力店之一的友谊商城 (去年全年收入 10 亿, 占总收入比 18%) 进行歇业改造。除友谊商城外, 主力门店均实现了 10% 以上的同店增长, 奥特莱斯店销售增长 50%, 全年营收有望突破 7 亿元。友谊商城店已于中秋、国庆旺季前重装开业, 客流量基本恢复装修前水平, 为 4Q 营收的稳定增长提供保证, 我们预计公司全年收入增速在 10-15% 之间。

■ 毛利、费用管控到位，单季净利率升 1%

虽然主力店改造负面影响收入, 但公司严格毛利、费用管控, 3Q 单季实现净利润 6639 万, 增速 17.1%, 净利率同比提升 1 个百分点。单季零售业务毛利率为 18.25%, 同比和环比分别升 0.9/1 个百分点, 前 3Q 累计毛利率 18%, 较去年同期略降 0.5 个百分点。毛利率变动影响因素: 1) 奥特莱斯店 (11-12% 毛利率) 收入占比提升; 2) 3Q 打折促销活动力度较小; 3) 今年公司将各门店的招商资源集中到总部统一管理, 提高了品牌的整体议价能力。3Q 单季期间用率 11.8%, 同比升 0.8 个百分点, 累计期间费用率 8.02%, 与去年同期持平, 财务费用率较去年同期降 0.3 个百分点至 0.31%。

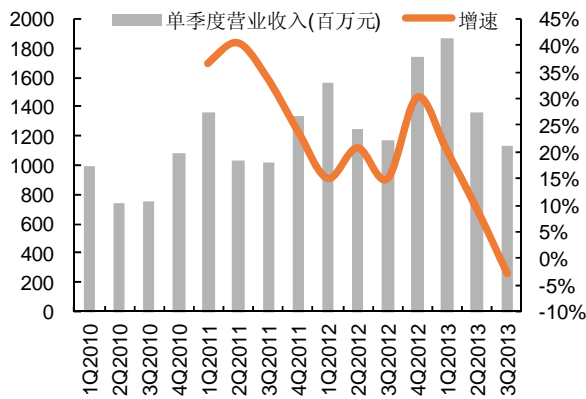
■ 预计 13-15 年 EPS=0.73、0.86、0.95 元，维持“推荐”评级

公司同日发布公告, 拟与腾讯旗下网站合作开发微信公众平台, 将持续探索通过 O2O 模式引流线上需求, 优化会员服务。湖南区域商业竞争环境愈趋激烈, 公司目前已进入快速扩张期, 新增多个重资产项目可能对短期业绩形成压力。考虑到小贷、担保等金融业务规模受制于资本金利润贡献有限, 电商、O2O 等新业务模式尚无成熟模式, 短期内难给业绩带来增量, 我们维持未来几年公司业绩将步入平淡期的判断。预计公司 13-15 年的营业收入预测为 64.5、79.8、94 亿元, 同比增速分别为 11.3%、23.6%、17.9%, EPS=0.73、0.86 和 0.95 元, 对应 PE 分别为 22.4X/19.2X/17.4X, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 同店增速显著放缓; 新店培育情况低于预期。

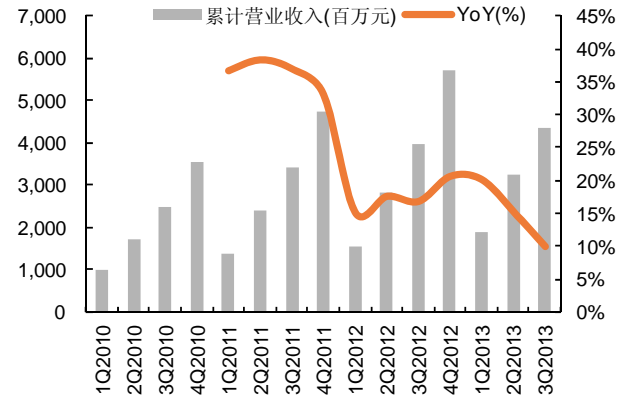
| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,717 | 6451 | 7976 | 9404 |
| YoY(%) | 20.6 | 11.3 | 23.6 | 17.9 |
| 净利润(百万元) | 376 | 409 | 478 | 527 |
| YoY(%) | 29.4 | 8.7 | 16.9 | 10.4 |
| 毛利率(%) | 17.4 | 18.5 | 19.6 | 18.6 |
| 净利率(%) | 6.6 | 6.3 | 6.0 | 5.6 |
| ROE(%) | 16.6 | 15.3 | 15.2 | 14.4 |
| EPS(摊薄/元) | 0.67 | 0.73 | 0.86 | 0.95 |
| P/E(倍) | 24 | 22.4 | 19.2 | 17.4 |
| P/B(倍) | 3.5 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |

图表1 公司季度营业收入及增速



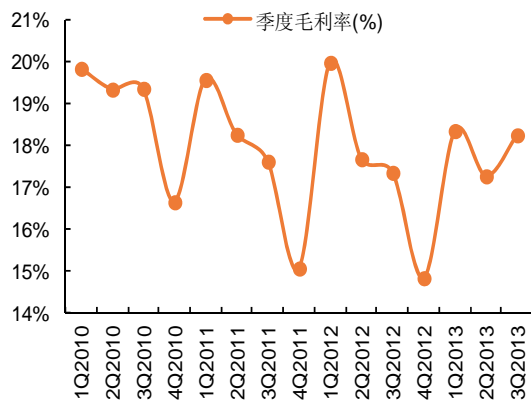
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



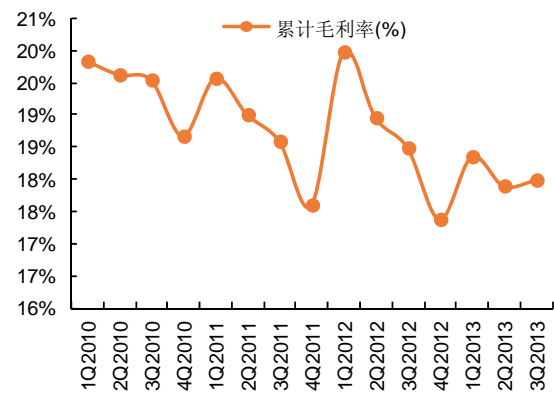
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



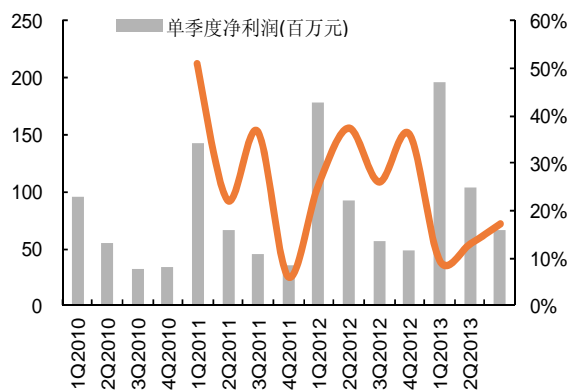
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



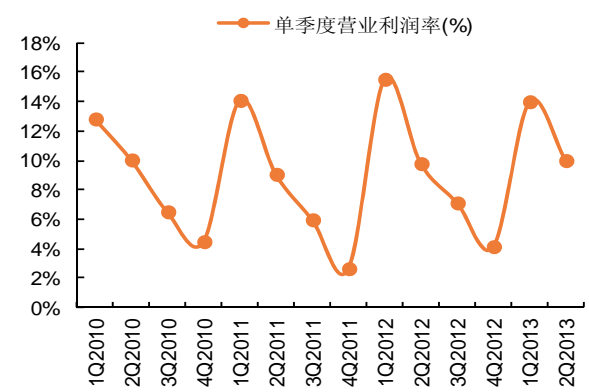
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度净利润及增速



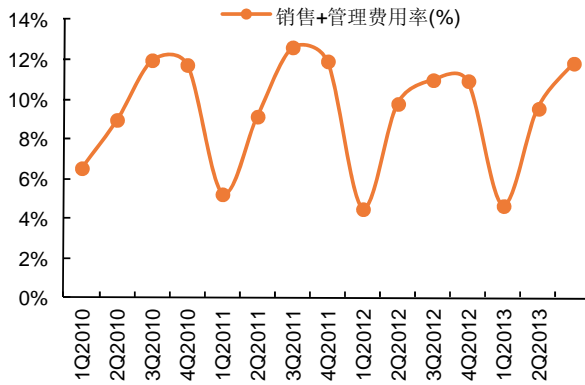
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度营业利润率



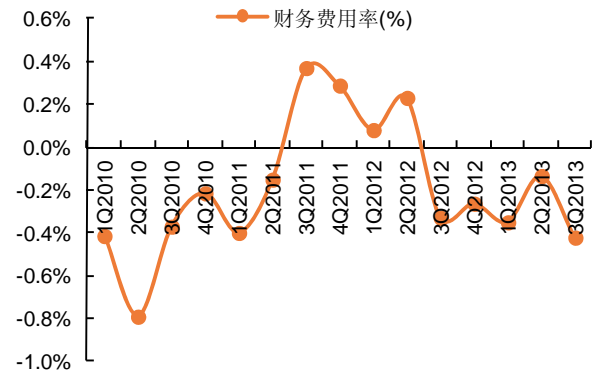
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度销售+管理费用率



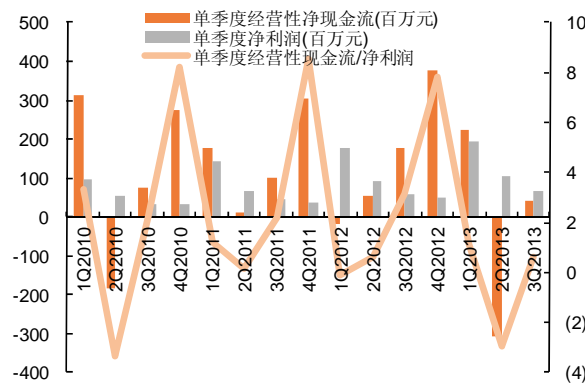
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度财务费用率



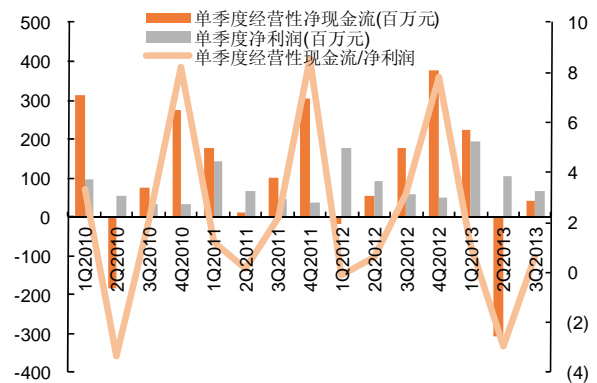
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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 | 2758 | 2702 | 2871 | 3598 |
| 现金 | 1753 | 1629 | 1601 | 2121 |
| 应收账款 | 27 | 32 | 40 | 47 |
| 其他应收款 | 35 | 65 | 80 | 94 |
| 预付账款 | 148 | 158 | 192 | 230 |
| 存货 | 608 | 631 | 769 | 918 |
| 其他 | 188 | 188 | 188 | 188 |
| 非流动资产 | 2422 | 3481 | 4340 | 4404 |
| 长期投资 | 228 | 228 | 228 | 228 |
| 固定资产 | 927 | 1034 | 1663 | 2792 |
| 无形资产 | 354 | 354 | 354 | 353 |
| 其他非流动资产 | 913 | 1865 | 2096 | 1031 |
| 资产总计 | 5180 | 6183 | 7211 | 8002 |
| 流动负债 | 2516 | 3100 | 3618 | 3854 |
| 短期借款 | 100 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 727 | 1145 | 1094 | 995 |
| 其他流动负债 | 1689 | 1955 | 2524 | 2859 |
| 非流动负债 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 负债合计 | 2574 | 3157 | 3676 | 3911 |
| 少数股东权益 | 346 | 355 | 385 | 413 |
| 股本 | 559 | 559 | 559 | 559 |
| 资本公积 | 614 | 614 | 614 | 614 |
| 留存收益 | 1088 | 1498 | 1977 | 2505 |
| 归属母公司股东权益 | 2607 | 3025 | 3535 | 4091 |
| 负债和股东权益 | 5180 | 6183 | 7211 | 8002 |

| 会计年度 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 595 | 1185 | 1014 | 809 |
| 净利润 | 376 | 410 | 480 | 528 |
| 折旧摊销 | 125 | 162 | 190 | 237 |
| 财务费用 | -4 | 13 | 20 | 21 |
| 投资损失 | -32 | -36 | -36 | -41 |
| 营运资金变动 | -30 | 616 | 322 | 28 |
| 其他经营现金流 | 160 | 20 | 39 | 37 |
| 投资活动现金流 | -129 | -1186 | -1014 | -259 |
| 资本支出 | -490 | -1222 | -1050 | -300 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 361 | 35 | 36 | 41 |
| 筹资活动现金流 | -585 | -123 | -28 | -30 |
| 短期借款 | 100 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 普通股增加 | 209.52 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -181 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -713 | -123 | -28 | -31 |
| 现金净增加额 | -110 | 151 | 281 | 184 |

| 会计年度 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5794 | 6451 | 7976 | 9404 |
| 营业成本 | 4723 | 5256 | 6412 | 7652 |
| 营业税金及附加 | 65 | 77 | 96 | 113 |
| 营业费用 | 217 | 248 | 342 | 386 |
| 管理费用 | 293 | 328 | 454 | 533 |
| 财务费用 | -4 | 13 | 20 | 21 |
| 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资净收益 | 32 | 36 | 36 | 41 |
| 营业利润 | 530 | 564 | 688 | 741 |
| 营业外收入 | -3 | 1 | 1 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 利润总额 | 527 | 565 | 689 | 742 |
| 所得税 | 136 | 147 | 179 | 185 |
| 净利润 | 391 | 418 | 510 | 556 |
| 少数股东损益 | 5 | 8 | 31 | 28 |
| 归属母公司净利润 | 376 | 410 | 480 | 528 |
| EBITDA | 530 | 564 | 688 | 741 |
| EPS (元) | 0.67 | 0.73 | 0.86 | 0.95 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 21.2 | 11.3 | 23.6 | 17.9 |
| 营业利润(%) | 38.8 | 6.4 | 22.0 | 7.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 29.4 | 9.0 | 17.0 | 10.1 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 18.5 | 18.5 | 19.6 | 18.6 |
| 净利率(%) | 6.5 | 6.3 | 6.0 | 5.6 |
| ROE(%) | 16.6 | 15.4 | 15.2 | 14.4 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 49.7 | 51.1 | 51.0 | 48.9 |
| 净负债比率(%) | -63.4 | -53.8 | -45.2 | -51.8 |
| 流动比率 | 1.10 | 0.87 | 0.79 | 0.93 |
| 速动比率 | 0.85 | 0.67 | 0.58 | 0.70 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 应收账款周转率 | 262.5 | 218.3 | 221.1 | 216.4 |
| 应付账款周转率 | 9.2 | 6.9 | 7.1 | 9.0 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.67 | 0.73 | 0.86 | 0.95 |
| 每股经营现金流 | 1.1 | 2.1 | 1.8 | 1.4 |
| 每股净资产 | 4.7 | 5.4 | 6.3 | 7.3 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 24.3 | 22.4 | 19.2 | 17.4 |
| P/B | 3.5 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 15.7 | 15.1 | 12.8 | 13.5 |

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