

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 友阿股份（002277.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.10.11

赵雅君 商业贸易行业分析师

执业编号：S1500512070004

联系电话：+86 10 63081095

邮箱：zhaoyajun@cindasc.com

#### 相关研究

《看好公司积极转型，探索 O2O 新渠道》2013.10

《收入平稳增长，费用控制良好》2013.8

《再添一稀缺商业资源项目》2013.5

《2013 年一季报点评——毛利率下降明显，致使业绩低于预期》2013.4

《2012 年报点评——拥有难能可贵的费用控制能力》2013.3

《天津奥特莱斯项目方案最终敲定》2012.11

《业绩符合预期，保持稳健增长》2012.10

《享受区域经济活跃的高端百货龙头》2012.9

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 收入下滑明显，未来两年进入门店快速扩张期

### 2013 年年报点评

2014 年 3 月 28 日

**事件：**公司发布 2013 年年报，报告期内实现营业总收入 60.75 亿元，同比增长 4.85%；利润总额 5.46 亿元，同比增长 5.46%；实现归属于母公司所有者的净利润 4.11 亿元，同比增长 9.42%，扣非净利润 4.07 亿元，同比增长 9.93%，摊薄每股收益 0.73 元，每股经营性现金流 0.69 元。业绩低于我们的预期。分配方案：拟每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

#### 点评：

- **收入增速下滑明显，在外延扩张、O2O/彩票、金融板块积极拓展。**受到宏观经济增速下滑及三公消费下降的影响，公司 2013 年整体销售收入没能保持前些年的快速增长，增速仅为 4.85%。在过去的 2013 年，公司在零售业务的外延扩张、O2O 创新、金融板块这三大领域积极拓展。在零售业务方面，公司竞得了五一广场地下空间的经营权，在长沙核心商圈加密布局。公司推进了友谊商店 AB 馆旁边的旧城改造以便于扩建。公司深耕细作湖南地州市，郴州城市综合体和邵阳购物中心项目都在向前推进。公司向全国发展奥莱业态，除天津奥莱外，又在石家庄签署了奥莱项目；在 O2O 创新方面，公司较早地进行了平台搭建，“微购友阿”、“玩购友阿”已经在 2013 年年底上线。公司还积极拓展彩票业务；在金融板块方面，公司对担保公司进行增资至 2 亿元，并且积极申报民营银行。2013 年公司分别收到长沙银行分红、小额贷款、担保贡献净利润 2348 万元、3818 万元、1928 万元，总计超过 8000 万元。
- **盈利预测及评级：**公司目前处于较快的外延扩张阶段，除了长沙奥莱的扩建，公司在建及即将开工的项目包括郴州城市综合体、邵阳购物中心、天津奥莱、五一广场地下空间项目、友谊商店 AB 馆扩建、国货陈列馆、石家庄奥莱等，我们预计公司近两年资本开支及培育压力加大，但天津和郴州的房产项目结算能给公司带来一定程度的缓解。暂不考虑地产结算的影响，我们预计公司 2014~2016 年净利润同比增长 8.91%、8.54%、11.21%，对应 EPS 为 0.80 元/0.87 元/0.96 元（此前的预测为 14/15 年 1.04 元、1.29 元）。公司目前 11.12 元的股价对应 2014 年 PE 为 14 倍，若剔除公司所持有的长沙银行的权益（对应公司合理价值约 8.32 亿元，对应每股价值 1.5 元），当前股价对应动态 PE 为 12 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**1、宏观经济增速持续下滑； 2、新开门店经营效率不达预期； 3、竞争加剧。

### 公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,794.23	6,075.21	6,778.65	7,800.61	8,680.68
增长率 YoY %	21.17%	4.85%	11.58%	15.08%	11.28%
净利润(百万元)	376.01	411.43	448.11	486.37	540.89
增长率 YoY%	29.44%	9.42%	8.91%	8.54%	11.21%
毛利率%	18.49%	18.48%	17.93%	17.46%	17.42%
净资产收益率 ROE%	18.04%	16.69%	15.49%	14.47%	13.96%
每股收益 EPS(元)	0.83	0.73	0.80	0.87	0.96
市盈率 P/E(倍)	17	15	14	13	12
市净率 P/B(倍)	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2014年3月27日收盘价

**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2,758.30	3,864.84	4,223.84	4,745.19	5,209.37
货币资金	1,752.90	2,023.82	2,370.26	2,685.10	2,961.28
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	26.84	11.91	16.23	18.67	20.78
预付账款	147.61	519.22	495.08	573.01	637.96
存货	607.89	816.32	848.72	974.85	1,095.80
其他	223.06	493.56	493.56	493.56	493.56
<b>非流动资产</b>	2,422.08	2,676.70	3,017.05	3,357.39	3,753.08
长期投资	227.84	227.84	227.84	227.84	227.84
固定资产	927.11	984.53	1,297.65	1,495.08	1,731.38
无形资产	354.49	344.99	405.69	464.84	522.52
其他	912.64	1,119.34	1,085.87	1,169.63	1,271.34
<b>资产总计</b>	5,180.37	6,541.54	7,240.89	8,102.58	8,962.45
<b>流动负债</b>	2,516.10	3,391.78	3,642.95	4,018.20	4,337.10
短期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
应付账款	726.94	779.48	861.16	996.71	1,109.69
其他	1,689.16	2,512.30	2,681.79	2,921.49	3,127.41
<b>非流动负债</b>	57.43	62.66	62.66	62.66	62.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.43	62.66	62.66	62.66	62.66
<b>负债合计</b>	2,573.53	3,454.44	3,705.61	4,080.86	4,399.76
少数股东权益	346.41	417.38	417.45	417.52	417.60
归属母公司股东权益	2,260.43	2,669.72	3,117.83	3,604.20	4,145.09
<b>负债和股东权益</b>	5180.37	6541.54	7240.89	8102.58	8962.45

**重要财务指标**

单位: 百万元

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,794.23	6,075.21	6,778.65	7,800.61	8,680.68
同比(%)	21.17%	4.85%	11.58%	15.08%	11.28%
归属母公司净利润	376.01	411.43	448.11	486.37	540.89
同比(%)	29.44%	9.42%	8.91%	8.54%	11.21%
毛利率(%)	18.49%	18.48%	17.93%	17.46%	17.42%
ROE(%)	18.04%	16.69%	15.49%	14.47%	13.96%
每股收益(元)	0.83	0.73	0.80	0.87	0.96
P/E	17	15	14	13	12
P/B	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	0.16	0.15	0.14	0.12	0.11

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	5,794.23	6,075.21	6,778.65	7,800.61	8,680.68
营业成本	4,722.88	4,952.73	5,563.19	6,438.86	7,168.70
营业税金及附加	64.65	65.97	74.46	85.68	95.35
营业费用	216.82	246.36	275.13	316.60	352.32
管理费用	293.45	289.04	292.78	336.92	374.93
财务费用	-4.23	-15.45	-0.31	-6.23	-11.62
资产减值损失	2.12	10.06	0.98	1.28	1.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.90	33.80	20.49	20.49	20.49
<b>营业利润</b>	520.29	547.24	592.92	647.99	719.82
营业外收入	0.57	4.80	8.28	4.55	5.88
营业外支出	3.52	6.42	3.63	3.96	4.40
<b>利润总额</b>	517.35	545.61	597.57	648.58	721.30
所得税	136.05	137.04	149.39	162.15	180.33
<b>净利润</b>	381.30	408.58	448.18	486.44	540.98
少数股东损益	5.29	-2.86	0.07	0.07	0.08
<b>归属母公司净利润</b>	376.01	411.43	448.11	486.37	540.89
EBITDA	659.78	690.24	797.94	870.92	971.84
EPS (摊薄)	0.67	0.73	0.80	0.87	0.96

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	594.97	385.78	867.41	857.98	903.18
净利润	381.30	408.58	448.18	486.44	540.98
折旧摊销	125.18	123.10	166.07	188.04	216.24
财务费用	17.25	21.53	34.30	34.30	34.30
投资损失	-31.90	-33.80	-20.49	-20.49	-20.49
营运资金变动	57.96	-168.11	237.64	167.47	129.23
其它	45.18	34.49	1.71	2.23	2.92
<b>投资活动现金流</b>	-128.81	-765.76	-486.67	-508.84	-592.70
资本支出	-246.81	-463.31	-507.16	-529.33	-613.19
长期投资	31.90	31.55	20.49	20.49	20.49
其他	86.10	-334.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-585.30	653.51	-34.30	-34.30	-34.30
吸收投资	59.89	121.24	0.00	0.00	0.00
借款	-550.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	95.19	65.94	34.30	34.30	34.30
<b>现金净增加额</b>	-119.14	273.53	346.43	314.84	276.18

## 分析师简介

**赵雅君**，商业贸易行业研究员，美国田纳西大学管理科学硕士，2010年加入信达证券，期间秉持审慎独立态度，从行业内部多角度深入探索连锁零售业的盈利模式及发展趋势。

## 商业贸易行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华联综超	600361	华联股份	000882	首商股份	600723	银座股份	600858
步步高	002251	苏宁电器	002024	海印股份	000861	友阿股份	002277
合肥百货	000417	友好集团	600778				

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。