

友阿股份 (002277)

内生增长压力显现，下半年将确认房地产收入

推荐 (维持)

现价：10.22 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

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

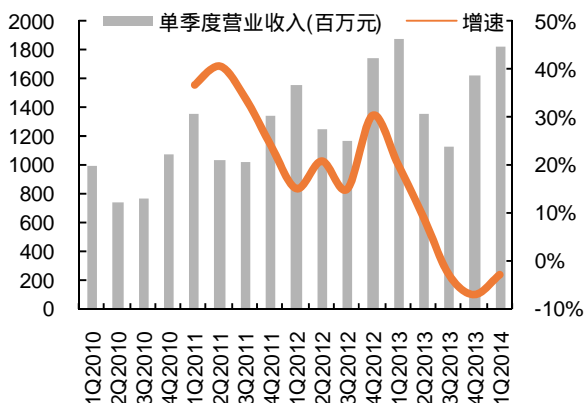
事项：友阿股份 4 月 28 日晚发布 2014 年一季报，实现营业收入 18.2 亿元，同比下滑 2.93%；扣非后净利润 1.81 亿元或 EPS=0.32 元，同比降 7.28%，略低于市场预期。

平安观点：

- **高端消费受压，主力店同店小幅下滑。**公司 1Q 实现营业收入 18.2 亿元，同比下滑 2.93%，三大主力门店均呈现不同幅度的同店下滑（我们预计在 1-5%之间）。高端公务消费受到抑制，尤其是春节期间购物卡等消费同比下降是主要因素。定位于中端自用消费的奥特莱斯店继续保持 20%左右的强劲增长。金融业务部分实现收入 2200 万元。
- **毛利率小幅下滑，费用率呈上升趋势。**1Q 综合毛利率 17.8%，较去年同期下滑 0.55 个百分点，除了奥特莱斯收入占比上升，百货主力门店的毛利率也小幅下滑。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。同期销售费用率和管理费用率分别增加了 0.18、0.73 个百分点，单季营业利润率小幅下滑 0.5 个百分点。
- **下半年将结算部分地产收入，储备项目稳步推进。**公司天津滨海住宅项目去年下半年开售，柳州地产项目将于今年下半年开售，今明两年将确认部分收入。目前在建或储备项目包括五一广场地下购物中心、友谊 AB 馆扩建项目、邵阳购物中心、天津滨海奥特莱斯、柳州店、国货陈列馆、长沙奥特莱斯扩建、石家庄奥特莱斯项目等，外延扩张是最大看点。
- **下调 14-15EPS 至 0.78、0.86 元，维持“推荐”评级。**区域百货业竞争日趋激烈，高端消费受压等因素使公司内生增长遇到瓶颈，外延扩张项目短期内还很难创造效益，全年零售主业业绩或难实现正增长。今明两年将结算部分天津、柳州地产项目收入，给公司现金流和净利润带来重要补充。我们将公司 14-15 年 EPS 分别为由 0.86/0.95 元下调至 0.78/0.86 元，PE=13X/12X，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。

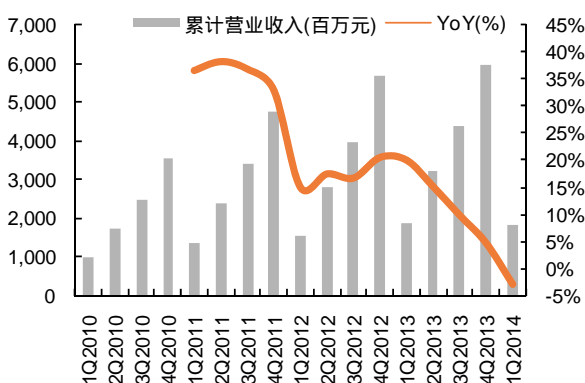
	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5794	6075	7252	8282
YoY(%)	21.2	4.8	19.4	14.2
净利润(百万元)	376	411	440	481
YoY(%)	29.4	9.4	7.0	9.2
毛利率(%)	18.5	18.5	18.9	18.2
净利率(%)	6.5	6.8	6.1	5.8
ROE(%)	16.6	15.4	14.2	13.4
EPS(摊薄/元)	0.67	0.73	0.78	0.86
P/E(倍)	15.2	13.9	13.1	11.9
P/B(倍)	2.2	1.8	1.6	1.4

图表1 公司季度营业收入及增速



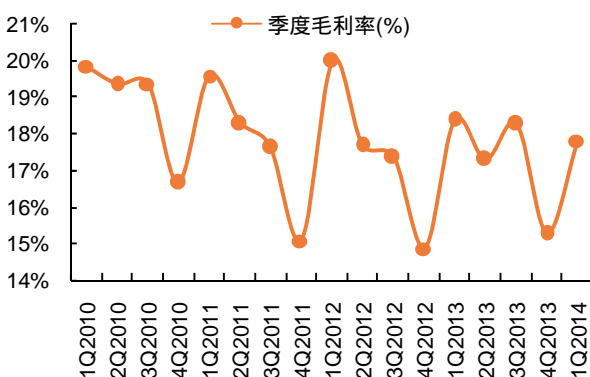
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



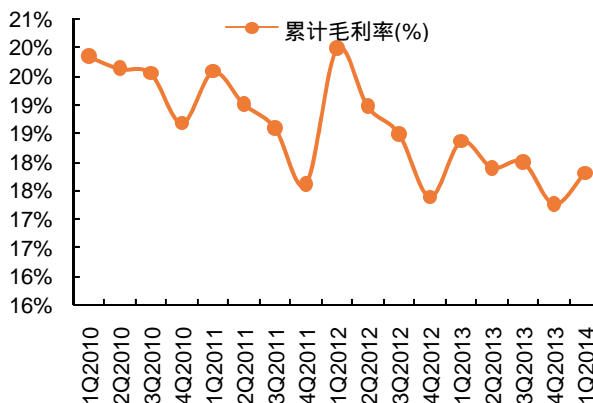
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



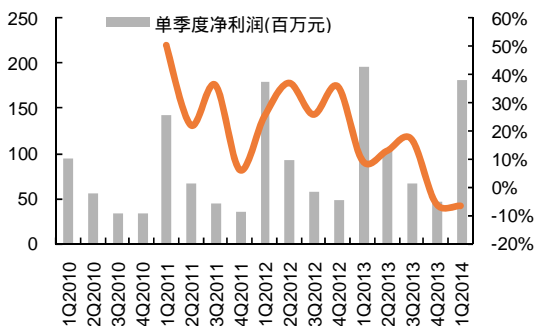
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



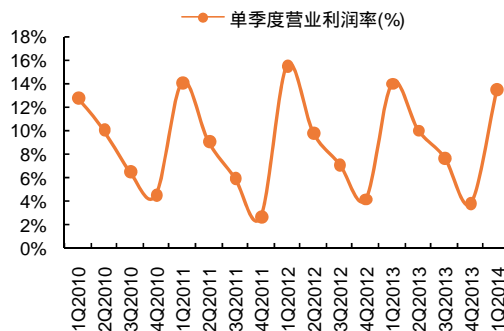
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度净利润



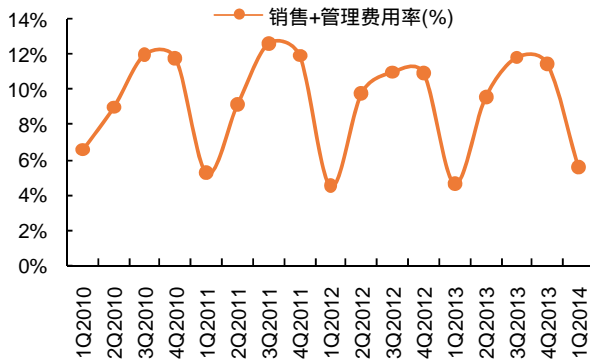
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度营业利润率



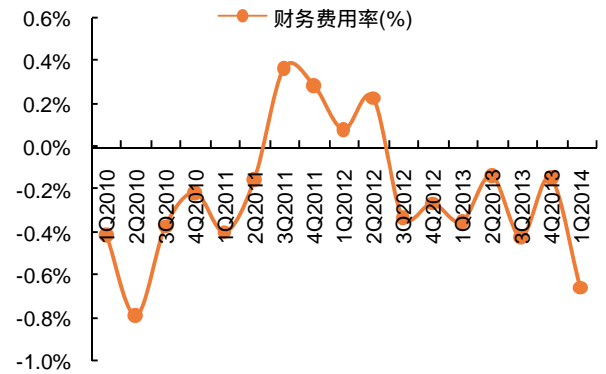
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度销售+管理费用率



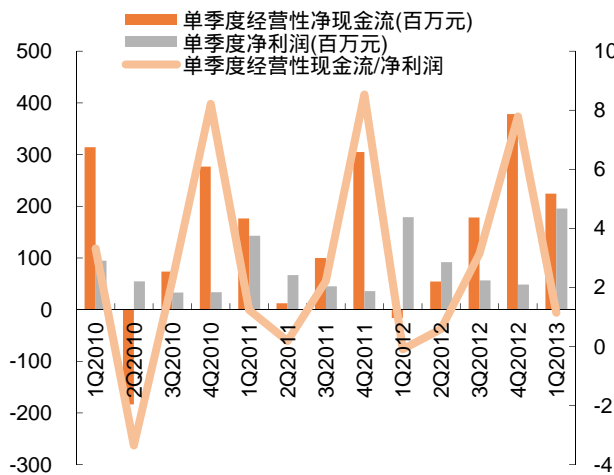
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度财务费用率



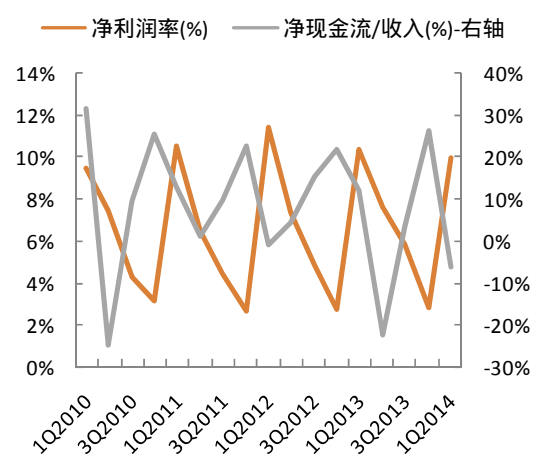
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	2758	3865	3951	4583	营业收入	5794	6075	7252	8282
现金	1753	2024	2354	3078	营业成本	4723	4953	5885	6777
应收账款	27	12	38	44	营业税金及附加	65	66	87	99
其他应收款	35	54	76	88	营业费用	217	246	300	338
预付账款	148	519	185	216	管理费用	293	289	397	448
存货	608	816	862	720	财务费用	-4	-15	19	14
其他	188	440	437	437	资产减值损失	2	10	0	0
非流动资产	2422	2677	3836	4100	公允价值变动收益	0	0	0	1
长期投资	228	228	228	228	投资净收益	32	34	34	41
固定资产	927	985	1613	2742	营业利润	530	560	599	647
无形资产	354	345	345	344	营业外收入	-3	-2	0	0
其他非流动资产	913	1119	1651	785	营业外支出	0	0	0	1
资产总计	5180	6542	7787	8683	利润总额	527	559	599	648
流动负债	2516	3392	3542	3899	所得税	136	137	150	162
短期借款	100	100	0	0	净利润	391	422	449	485
应付账款	727	779	862	936	少数股东损益	5	-3	9	5
其他流动负债	1689	2512	2680	2962	归属母公司净利润	376	411	440	481
非流动负债	57	63	663	663	EBITDA	530	560	599	647
长期借款	0	0	600	600	EPS (元)	0.67	0.73	0.78	0.86
其他非流动负债	1	1	1	2					
负债合计	2574	3454	4205	4561					
少数股东权益	346	417	427	433	主要财务比率				
股本	559	562	562	562	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
资本公积	614	665	665	665	成长能力				
留存收益	1088	1443	1929	2462	营业收入(%)	21.2	4.8	19.4	14.2
归属母公司股东权益	2607	3087	3583	4121	营业利润(%)	38.8	5.6	6.9	8.1
负债和股东权益	5180	6542	7787	8683	净利润(%)	29.4	9.4	7.0	9.2
					获利能力				
					毛利率(%)	18.5	18.5	18.9	18.2
					净利率(%)	6.5	6.8	6.4	6.1
					ROE(%)	16.6	15.4	14.2	13.4
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.7	52.8	53.6	52.1
					净负债比率(%)	-63.4	-62.3	-46.2	-56.1
					流动比率	1.10	1.14	1.11	1.16
					速动比率	0.85	0.90	0.87	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
					应收账款周转率	262.5	313.5	301.1	213.3
					应付账款周转率	9.2	8.1	9.0	9.7
					每股指标(元)				
					每股收益	0.67	0.73	0.78	0.86
					每股经营现金流	1.1	0.7	1.9	2.0
					每股净资产	4.7	5.5	6.3	7.2
					估值比率				
					P/E	15.2	13.9	13.1	11.9
					P/B	2.2	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	11.1	10.8	9.8	10.4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	595	386	1203	1243
净利润	376	411	486	534
折旧摊销	125	123	190	237
财务费用	-4	-15	18	10
投资损失	-32	-34	-34	-41
营运资金变动	-30	-660	494	449
其他经营现金流	160	560	50	55
投资活动现金流	-129	-766	-1316	-459
资本支出	-490	-650	-1350	-500
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	361	-116	34	41
筹资活动现金流	-585	654	442	-60
短期借款	100	100	0	0
长期借款	0	0	0	1
普通股增加	209.52	2.86	0	0
资本公积增加	-181	51	0	0
其他筹资现金流	-713	500	442	-61
现金净增加额	-119	274	330	724

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大
厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦
6 楼 601 室

邮编：100031