

友阿股份 (002277)

主力门店同店下滑，拟参股手机游戏制作公司

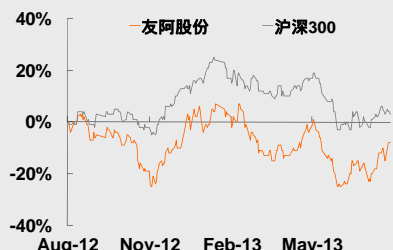
推荐 (维持)

现价：9.95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/12.16%
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)	50.17
流通A股市值(亿元)	50.17
每股净资产(元)	1.1
资产负债率(%)	16.5

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。

事项：友阿股份8月1日发布2014年半年报，1H实现营业收入30.3亿元，同比降3.8%；扣非后净利润2.66亿或EPS=0.48元，同比降10.3%，略低于市场预期。公司预计前三季度净利润增速在-10%-10%之间。

平安观点：

■ 主力门店同店下滑，奥特莱斯店增20%

公司1Q、2Q收入增速分别为-2.9%、-5.3%，已连续4个季度下滑。主力门店同店增速均有下滑，主要原因：1)上半年消费环境整体低迷，尤其是高端消费需求继续下滑，且万达等购物中心进驻后区域高端百货竞争更为激烈，给公司主力门店带来冲击；2)友谊商城店去年4Q升级改造完成后，平效未恢复改造前水平，培育慢于预期，较去年1H营业下滑明显；3)电器连锁持续受新业态冲击，吸客能力下降，收入下滑12%。长沙奥特莱斯店收入增速约20%。1H公司未开新店，3Q黄金珠宝门店(国货陈列馆)将开业，且友谊商城去年同期修业升级，预计下半年百货收入增速将明显提升。

■ 毛利管控趋严，长沙银行未分红致投资收益大降

公司1Q综合毛利率略有改善，尽管奥特莱斯收入占比提升，但百货业务毛利率较去年同期略增0.12个百分点，可见公司主力门店毛利率管控趋严。1H公司期间费用率6.9%，较去年同期增0.43个百分点，其中折旧摊销和人力两项费用增长最多，随着更多新项目进入筹备期，公司折旧摊销费用率将持续上升。由于参股长沙银行2013年度分红未支付，投资收益较去年同期降2000多万，预计下半年支付后将对全年净利润率起到一定平滑作用。

■ 金融业务稳定增长，参股手机游戏制作公司

新业务方面，公司金融业务保持稳定增长，小贷、担保业务分别实现收入3830、593万，同比增13.1%、11.4%，但由于注册资金受限，短期内金融业务很难再实现爆发性增长。公司1H启动的彩票业务仅实现3000多元收入，公司同时宣布以自有资金2000万元对深圳市融网汇智科技有限公司进行增资，占其增资后注册资本的10%，参股价格相当于2015年业绩承诺的3倍PE。后者从事手机游戏及服务平台的研发业务，公司投资意在参与快速发展的手游行业，增加利润增长点，同时丰富自身O2O平台的增值服务内容。

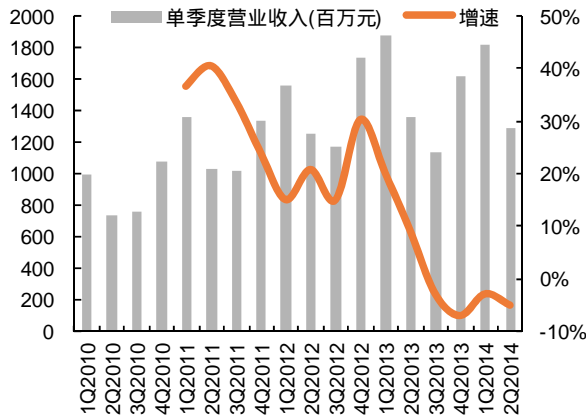
■ 调低14-15年EPS至0.75、0.81元，维持“推荐”评级

公司未来三年新增重资产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、郴州店等，虽然天津、郴州项目的住宅结算将补充投资现金流，但随着高端消费遇冷和外来竞争的加剧，老店同店难有起色，新店扩张带来的资本开支和培育期亏损将对公司近几年的业绩形成较大压力。我们将14-15年EPS由0.78、0.86调低至0.75、0.81元，对应PE分别为13.2X/12.2X，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。

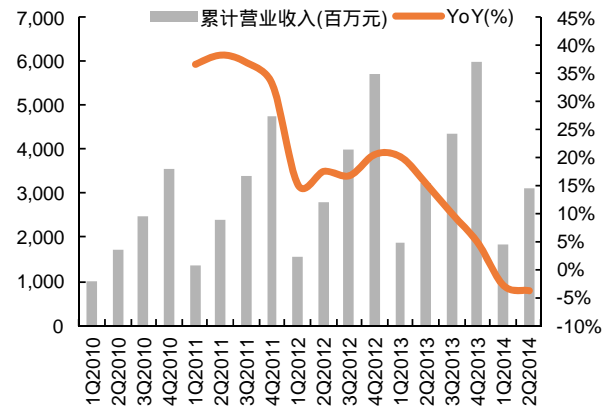
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4782	5794	6075	6647	7531
YoY(%)	34.2	21.2	4.8	9.4	13.3
净利润(百万元)	290	376	411	423	458
YoY(%)	34.4	29.4	9.4	2.7	8.3
毛利率(%)	18.3	18.5	18.5	19.0	18.4
净利率(%)	6.1	6.5	6.8	6.4	6.1
ROE(%)	15.2	16.6	15.4	13.7	12.9
EPS(摊薄/元)	0.83	0.67	0.73	0.75	0.81
P/E(倍)	12	14.8	13.6	13.2	12.2
P/B(倍)	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4

图表1 公司季度营业收入及增速



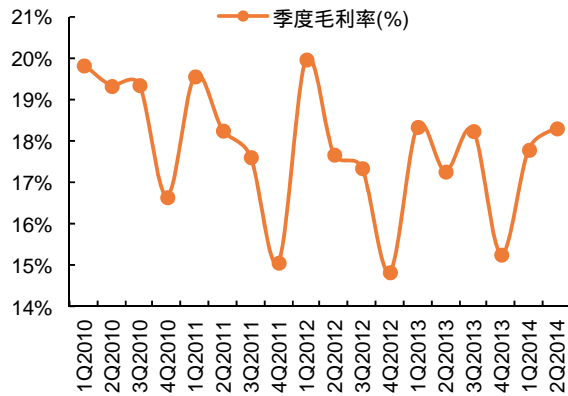
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



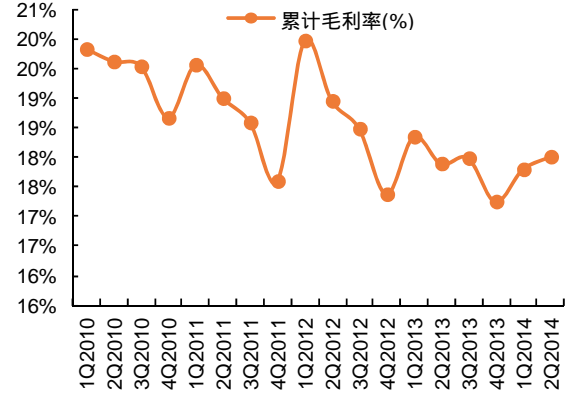
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



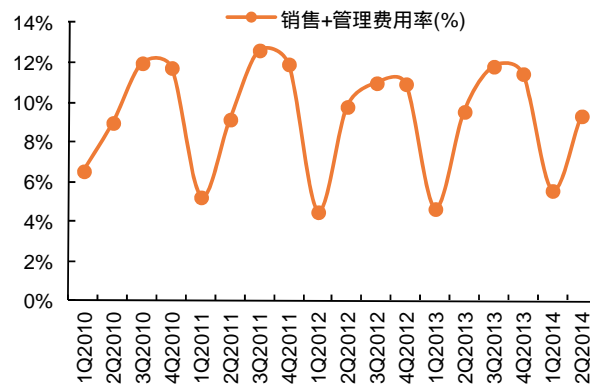
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



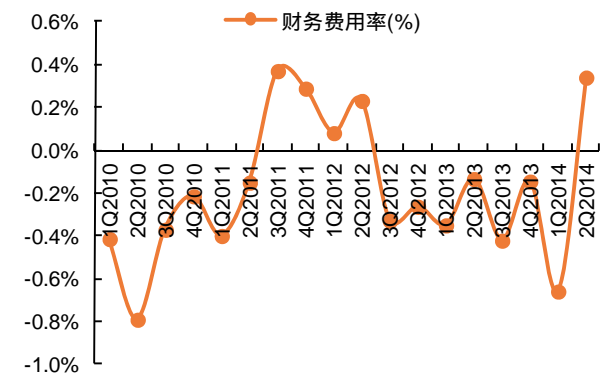
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度销售+管理费用率



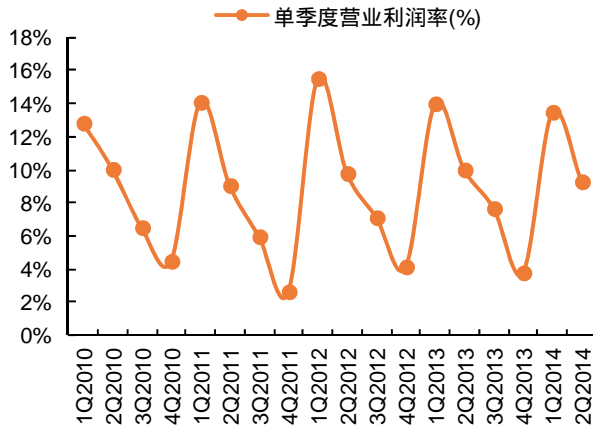
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司单季度财务费用率



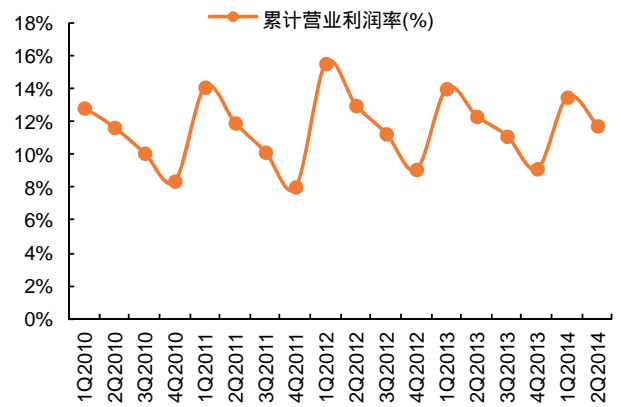
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度营业利润率



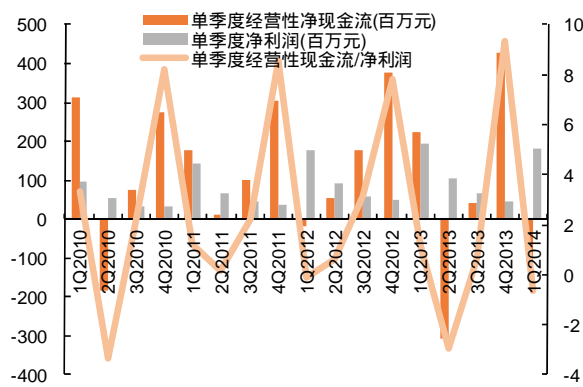
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度累计营业利润率



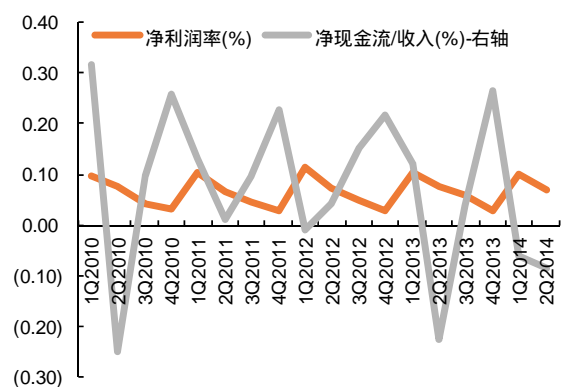
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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	3549	4000	营业收入	5794	6075	6647	7531
现金	1753	2024	2097	2651	营业成本	4723	4953	5384	6147
应收账款	27	12	33	38	营业税金及附加	65	66	80	90
其他应收款	35	54	66	75	营业费用	217	246	272	307
预付账款	148	519	162	184	管理费用	293	289	361	407
存货	608	816	754	615	财务费用	-4	-15	10	5
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	575	616
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	7385	8100	利润总额	527	559	575	617
流动负债	2516	3392	3204	3457	所得税	136	137	144	154
短期借款	100	100	0	0	净利润	391	422	431	462
应付账款	727	779	754	799	少数股东损益	5	-3	9	5
其他流动负债	1689	2512	2451	2658	归属母公司净利润	376	411	423	458
非流动负债	57	63	663	663	EBITDA	530	560	575	616
长期借款	0	0	600	600	EPS (元)	0.67	0.73	0.75	0.81
其他非流动负债	1	1	1	2					
负债合计	2574	3454	3867	4119	主要财务比率				
少数股东权益	346	417	426	431	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
股本	559	562	562	562	成长能力				
资本公积	614	665	665	665	营业收入(%)	21.2	4.8	9.4	13.3
留存收益	1088	1443	1866	2323	营业利润(%)	38.8	5.6	2.6	7.2
归属母公司股东权益	2607	3087	3518	3980	归属于母公司净利润(%)	29.4	9.4	2.7	8.3
负债和股东权益	5180	6542	7385	8100	获利能力				
					毛利率(%)	18.5	18.5	19.0	18.4
					净利率(%)	6.5	6.8	6.4	6.1
					ROE(%)	16.6	15.4	13.7	12.9
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.7	52.8	52.4	50.9
					净负债比率(%)	-63.4	-62.3	-42.5	-51.5
					流动比率	1.10	1.14	1.11	1.16
					速动比率	0.85	0.90	0.87	0.98
					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	294.5	212.5
					应付账款周转率	9.2	8.1	8.7	9.7
					每股指标(元)				
					每股收益	0.67	0.73	0.75	0.81
					每股经营现金流	1.1	0.7	1.7	1.9
					每股净资产	4.7	5.5	6.3	7.1
					估值比率				
					P/E	14.8	13.6	13.2	12.2
					P/B	2.1	1.8	1.6	1.4
					EV/EBITDA	10.9	10.6	9.9	10.7

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	947	1073
净利润	376	411	423	458
折旧摊销	125	123	190	237
财务费用	-4	-15	10	5
投资损失	-32	-34	-34	-41
营运资金变动	-30	-660	302	355
其他经营现金流	160	560	56	60
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	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	-110	274	73	554

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 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	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	