

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 友阿股份（002277.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2014.3.28

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

《收入下滑明显，未来两年进入门店快速扩张期》

2014.3

《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

## 投资上亿加码 O2O 平台建设

### 2014 年中报点评

2014 年 8 月 4 日

**事件：**公司发布 2014 年中报，报告期内实现营业总收入 31.55 亿元，同比下降 3.64%；利润总额 3.65 亿元，同比下降 9.10%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.70 亿元，同比下降 9.80%，扣非净利润 2.66 亿元，同比下降 10.28%，摊薄每股收益 0.48 元，每股经营性现金流-0.39 元。业绩低于我们的预期。公司对 2014 年 1-9 月经营业绩的预计为归属净利润变动幅度在-10%到 10%之间，对应 EPS 为 0.59 元至 0.72 元。

#### 点评：

- **收入同比小幅下降。**公司 2014 年上半年收入同比下滑，主要原因是消费市场持续低迷、高端门店受到三公消费下降的影响、长沙省内百货行业竞争加剧等。另一方面，公司上半年没有新增门店开业。今年下半年国货陈列馆将开业，且去年同期由于友谊商城进行了为期四个月的装修升级，同比基数较低，这都将使得今年下半年公司的收入端将有所改观。
- **持续拓展金融、彩票、O2O 等创新业务。**公司在副业上的拓展一直走在行业领先的位置。公司在金融板块方面，小额贷款公司实现收入 3838 万元，同比增长 13.07%。担保公司实现收入 593 万元，同比增长 11.36%。参股的长沙银行上半年未分红，导致投资收益减少。公司在今年上半年投资成立友阿彩票公司，目前刚起步，收入为 3433 元。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。目前，公司对 O2O 平台搭建进一步加大投入，拟对融网汇智公司增资 2000 万元，占其增资后注册资本的 10%。融网汇智是国内成长较快的手机游戏发行、研发、运营、服务提供商。公司借此进入网络手机游戏行业，有利于丰富公司 O2O 平台的自主游戏品种，增加平台流量，增加公司的盈利增长点。进一步，公司拟投资 9000 万元与融网汇智合资设立友阿云商，以现有的商业资源和 O2O 平台为基础，建设湖南省首个包括网络购物、生活服务、游戏娱乐、政务服务四大特色平台在内的公共消费服务平台，并将其打造为全面解决湖南本地消费者“衣、食、住、行、玩、乐、购”的网上城市综合体。
- **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，我们略下调盈利预测，预计公司 2014~2016 年净利润同比增长 4.38%、4.52%、10.73%，对应 EPS 为 0.76 元/0.80 元/0.89 元（此前的预测为 0.80 元/0.87 元/0.96 元）。公司目前 9.95 元的股价对应 2014 年 PE 为 13 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 11

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	6,396.71	7,004.00	7,788.47
增长率 YoY %	21.17%	4.85%	5.29%	9.49%	11.20%
净利润(百万元)	376.01	411.43	429.47	448.86	497.03
增长率 YoY%	29.44%	9.42%	4.38%	4.52%	10.73%
毛利率%	18.49%	18.48%	18.05%	17.67%	17.61%
净资产收益率 ROE%	18.04%	16.69%	14.89%	13.51%	13.09%
每股收益 EPS(元)	0.83	0.73	0.76	0.80	0.89
市盈率 P/E(倍)	15	14	12	12	11
市净率 P/B(倍)	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2014年8月1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	4,066.09	4,398.37	4,784.00
货币资金	1,752.90	2,023.82	2,290.92	2,501.82	2,719.95
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	26.84	11.91	15.31	16.77	18.64
预付账款	147.61	519.22	466.53	513.17	571.02
存货	607.89	816.32	799.77	873.06	980.83
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	3,017.04	3,357.35	3,752.99
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	1,085.86	1,169.58	1,271.25
<b>资产总计</b>	5,180.37	6,541.54	7,083.13	7,755.72	8,536.99
<b>流动负债</b>	2,516.10	3,391.78	3,503.84	3,727.49	4,011.66
短期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
应付账款	726.94	779.48	811.50	892.64	993.26
其他	1,689.16	2,512.30	2,592.34	2,734.86	2,918.40
<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	3,566.50	3,790.15	4,074.32
少数股东权益	346.41	417.38	417.44	417.51	417.59
归属母公司股东权益	2,260.43	2,669.72	3,099.19	3,548.05	4,045.09
<b>负债和股东权益</b>	5180.37	6541.54	7083.13	7755.72	8536.99

**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	6,396.71	7,004.00	7,788.47
同比(%)	21.17%	4.85%	5.29%	9.49%	11.20%
归属母公司净利润	376.01	411.43	429.47	448.86	497.03
同比(%)	29.44%	9.42%	4.38%	4.52%	10.73%
毛利率(%)	18.49%	18.48%	18.05%	17.67%	17.61%
ROE(%)	18.04%	16.69%	14.89%	13.51%	13.09%
每股收益(元)	0.83	0.73	0.76	0.80	0.89
P/E	15	14	13	12	11
P/B	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	0.16	0.15	0.14	0.13	0.12

**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	6,396.71	7,004.00	7,788.47
营业成本	4,722.88	4,952.73	5,242.36	5,766.51	6,416.57
营业税金及附加	64.65	65.97	70.26	76.93	85.55
营业费用	216.82	246.36	259.62	284.27	316.11
管理费用	293.45	289.04	276.28	302.51	336.39
财务费用	-4.23	-15.45	-0.31	-4.87	-8.48
资产减值损失	2.12	10.06	0.92	1.15	1.49
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	568.06	597.99	661.33
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	572.71	598.58	662.81
所得税	136.05	137.04	143.18	149.64	165.70
<b>净利润</b>	381.30	408.58	429.53	448.93	497.11
少数股东损益	5.29	-2.86	0.06	0.07	0.07
<b>归属母公司净利润</b>	376.01	411.43	429.47	448.86	497.03
EBITDA	659.78	690.24	773.08	820.91	913.35
EPS (摊薄)	0.67	0.73	0.76	0.80	0.89

**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	788.07	754.03	845.13
净利润	381.30	408.58	429.53	448.93	497.11
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	176.99	101.12	115.18
其它	45.18	34.49	1.67	2.13	2.79
<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	267.10	210.89	218.13

## 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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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。