

未来几年新项目密集推出，短期业绩压力犹存

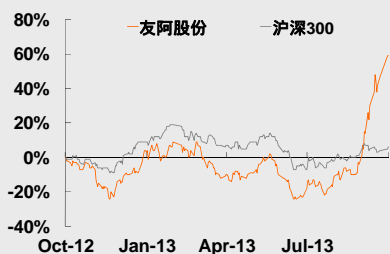
推荐 (维持)

现价：15.13 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 25 日晚发布 2014 年 3 季报，前 3Q 实现收入 42.95 亿元，同比降 9.87%，实现扣非后净利润 3.09 亿或 EPS=0.56 元，同比降 14.42%，符合市场预期。公司预计全年净利润增速在 -15% - 5% 之间。

平安观点：

■ 主力门店同店下滑，新开国货陈列馆店

前 3Q 零售、小贷、担保业务分别实现收入 42.94 亿/5678 万/1081 万元，分别同比增 -1.7%/6.3%/-3.9%，其中 3Q 单季零售收入 11.84 亿，同比增 4.47%，扭转了前两个季度的下滑局面。受高端消费低迷和区域竞争加剧影响，1-9 月公司三大主力门店同店均有不同幅度的下滑，仅奥特莱斯店实现了 20% 左右增长。公司 3Q 新开国货陈列馆店，主售黄金珠宝首饰，此外年内新增了常德（2 家）、友谊 AB 馆扩建储备项目，未来几年新项目将密集推出。

■ 加大促销及费用上升，营业利润率小幅下滑

3Q 单季度毛利率 16.76%，同比/环比降 1.49/1.56 个百分点，主因公司加大了打折促销，单季度收入小幅提升。3Q 单季期间费用率 11.58%，同比略有上升，其中财务费用率增幅最大（本期发行 12 亿元短期融资券和新增长短期贷款利息支出上升）。因参股公司长沙银行股份有限公司年内未分红，前 3Q 投资收益减少 1400 万元，营业利润率较去年同期降 1.05 个百分点至 10.07%。

■ 积极触网，名品特卖购物平台上线

公司在新业务拓展和互联网转型方面较为积极，金融板块提供稳定利润贡献，此外在 O2O 平台打造、参股游戏公司、互联网彩票业务等方面均有涉足。10 月 20 日正式上线定位于中高端名品特卖购物平台——特品汇，结合友阿奥特莱斯的品牌资源提供线上购物。我们认为特品会、O2O 等新业务是传统线下渠道的重要补充，但目前尚处于模式探索期，短期内难给业绩带来增量。

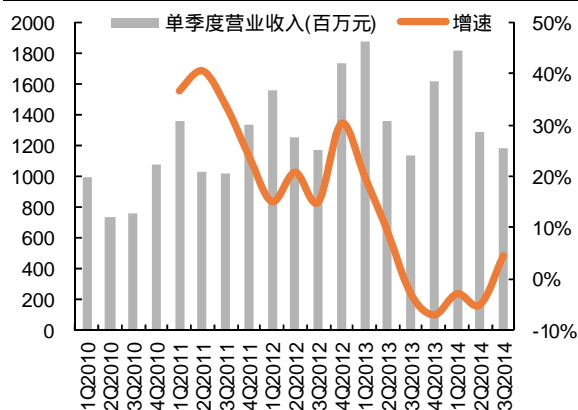
■ 预计 14-16 年 EPS=0.71、0.74、0.77 元，维持“推荐”评级

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 等新业务短期内难给业绩带来增量，我预计公司 14-16 年收入增速 3.3%、10.5%、9.1%，EPS=0.71、0.74 和 0.77 元，对应 PE 分别为 21.4X/10.6X/19.6X，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。

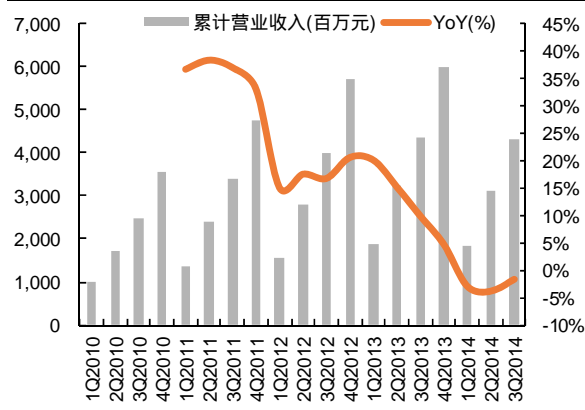
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5794	6075	6278	6940	7571
YoY(%)	21.2	4.8	3.3	10.5	9.1
净利润(百万元)	376	411	397	413	434
YoY(%)	29.4	9.4	-3.4	3.9	5.0
毛利率(%)	18.5	18.5	19.0	18.2	18.1
净利率(%)	6.5	6.8	6.3	5.9	5.7
ROE(%)	16.6	15.4	13.0	11.9	11.1
EPS(摊薄/元)	0.67	0.73	0.71	0.74	0.77
P/E(倍)	22	20.7	21.4	20.6	19.6
P/B(倍)	3.2	2.7	2.4	2.2	1.9

图表1 公司季度营业收入及增速



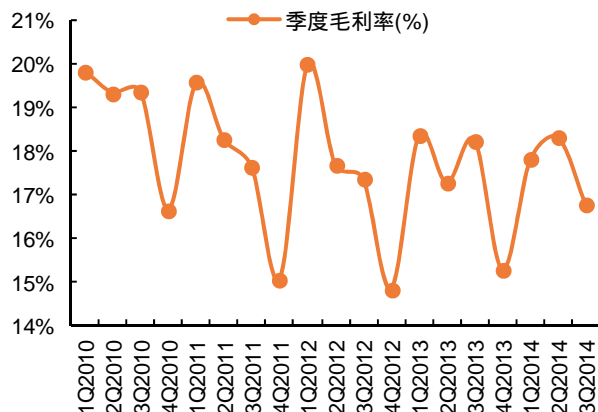
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度累计营业收入及增速



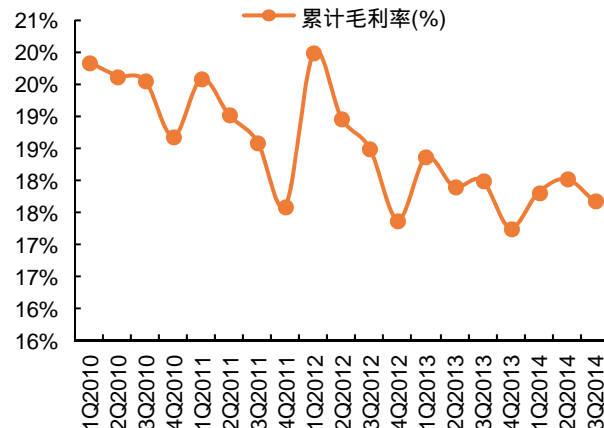
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司季度毛利率



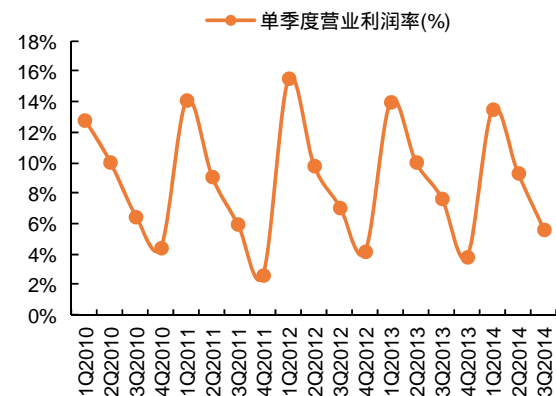
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司季度累计毛利率



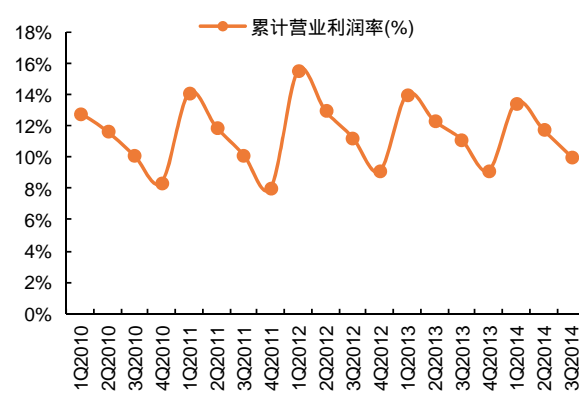
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司单季度营业利润率



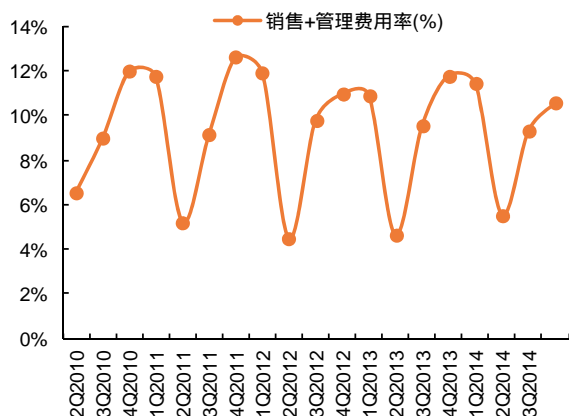
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司季度累计营业利润率



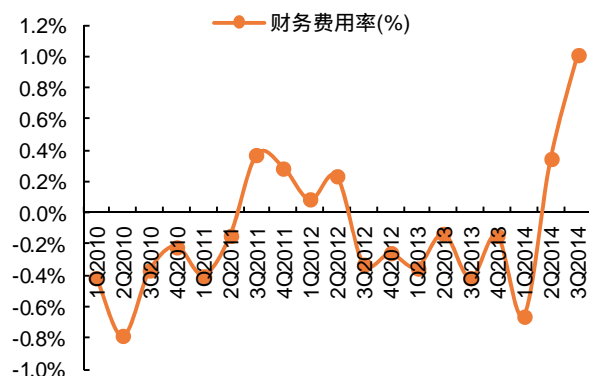
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司单季度销售+管理费用率



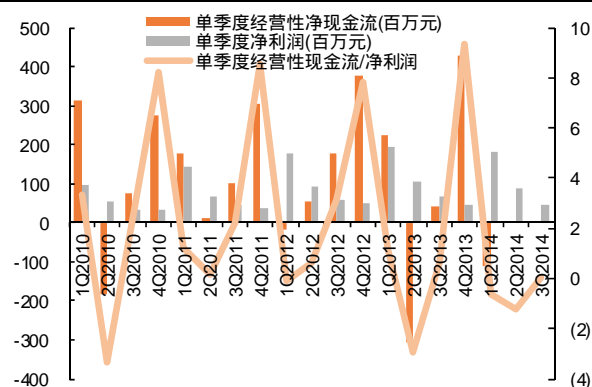
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司单季度财务费用率



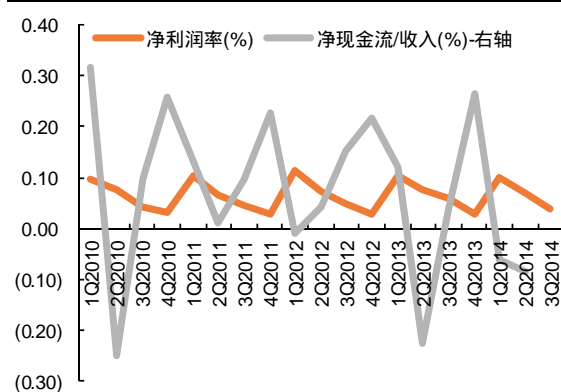
资料来源：公司公告，平安证券研究所

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	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3865	3499	3829	4631
现金	2024	2061	2520	3243
应收账款	12	33	36	39
其他应收款	54	65	72	78
预付账款	519	159	176	192
存货	816	744	588	642
其他	440	437	437	437
非流动资产	2677	3836	4100	3979
长期投资	228	228	228	228
固定资产	985	1613	2742	2621
无形资产	345	345	344	344
其他非流动资产	1119	1651	785	785
资产总计	6542	7335	7929	8610
流动负债	3392	3170	3340	3562
短期借款	100	0	0	0
应付账款	779	744	765	834
其他流动负债	2512	2427	2575	2728
非流动负债	63	663	663	663
长期借款	0	600	600	600
其他非流动负债	1	1	2	3
负债合计	3454	3833	4003	4225
少数股东权益	417	426	430	439
股本	562	562	562	562
资本公积	665	665	665	665
留存收益	1443	1850	2270	2719
归属母公司股东权益	3087	3502	3926	4385
负债和股东权益	6542	7335	7929	8610

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	386	910	978	757
净利润	411	407	420	449
折旧摊销	123	190	237	121
财务费用	-15	11	7	-16
投资损失	-34	-34	-41	-8
营运资金变动	-660	282	299	143
其他经营现金流	560	56	57	67
投资活动现金流	-766	-1316	-459	8
资本支出	-650	-1350	-500	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-116	34	41	8
筹资活动现金流	654	442	-60	-42
短期借款	100	0	0	0
长期借款	0	0	1	2
普通股增加	2.86	0	0	0
资本公积增加	51	0	0	0
其他筹资现金流	500	442	-61	-44
现金净增加额	274	37	459	723

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6075	6278	6940	7571
营业成本	4953	5087	5675	6201
营业税金及附加	66	75	83	83
营业费用	246	257	283	310
管理费用	289	341	375	409
财务费用	-15	11	9	-14
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收	0	0	1	2
投资净收益	34	34	41	8
营业利润	560	541	556	590
营业外收入	-2	0	0	0
营业外支出	0	0	1	2
利润总额	559	541	557	592
所得税	137	135	139	147
净利润	422	405	417	442
少数股东损益	-3	8	4	9
归属母公司净利润	411	397	413	434
EBITDA	560	541	556	590
EPS (元)	0.73	0.71	0.74	0.77

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	4.8%	3.3%	10.5%	9.1%
营业利润	5.6%	-3.5%	2.9%	6.1%
归属于母公司净利润	9.4%	-3.4%	3.9%	5.0%
获利能力				
毛利率	18.5%	18.5%	19.0%	18.2%
净利率	6.8%	6.3%	5.9%	5.7%
ROE	15.4%	15.4%	13.0%	11.9%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	52.8%	51.7%	50.1%
净负债比率	-62.3%	-62.3%	-40.0%	-47.3%
流动比率	1.14	1.14	1.10	1.15
速动比率	0.90	0.90	0.87	0.97
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	313.5	313.5	290.0	210.0
应付账款周转率	8.1	8.1	8.4	9.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.71	0.74	0.77
每股经营现金流	0.7	0.7	1.5	1.7
每股净资产	5.5	5.5	6.3	7.0
估值比率				
P/E	20.7	21.4	20.6	19.6
P/B	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.7	14.1	16.1	0.0

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。



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