

证券研究报告

商贸零售

推荐(维持)

证券分析师

徐问

投资咨询资格编号:S1060513050003
电话 0755-22622625
邮箱 XUWEN007@pingan.com.cn

研究助理

王晴

一般证券从业资格编号:S1060114080032
电话 021-20667498
邮箱 WANGQING944@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。

友阿股份(002277)

定增 15 亿，布局线上线

事项：

公司公告将以不低于 14.99 元的价格，非公开发行至多 10006.67 万股，募集资金总额不超过 15 亿元。主要用于 O2O 全渠道建设、三四线城市自有项目投入（郴州友阿国际广场项目+常德水榭花城友阿商业广场项目）以及偿还银行借款与补充流动资产。大股东友阿控股认购不少于 15%且不超过 45%的比例，控股地位不变。本次定增后续仍需通过股东大会表决，我们认为顺利通过是大概率事件。

公司同时公告，由于储备项目郴州友阿购物中心所在地块地质所限，施工建设难度较大，以及要素价格上涨等多重因素共同作用，将项目总投入预算调高 4.8 亿元至 14.41 亿元。

平安观点：

- **重金开展 O2O 全渠道战略，打造流量闭环：**公司计划在 O2O 全渠道运营平台项目上总投资高达 3 亿元。其中 1 亿来自于本次定增，5000 万将投资于技术平台建设，2000 万用于硬件建设投入，3000 万将分散于实体店系统改造及营销。公司目前拥有特品会、奢品会、精品会、黄金珠宝、农博汇五个在线子市场，流量较为分散，且平台用户体验仍有提升空间。定增后 80 多人技术开发团队将得到有力扩充，打通线上线上丰富增值服务，进而提升流量粘性与转化率，延伸离店客户可服务触角，打造 50 万核心会员的流量闭环。同时，互联网+将进一步扩大公司现有的业务空间与运营效率，提升整体盈利能力。
- **渠道下沉，重资产储备城市综合体：**公司坚持以重资产方式向湖南省内三、四线城市下沉。定增中 5.5 亿元将用于郴州友阿国际广场项目，项目总投资近 14.5 亿元，公司持股 71%。4 亿元将用于常德水榭花城友阿商业广场项目，项目总投资 10.8 亿元，公司持股 51%，我们测算其中购物中心在度过培育期后将会贡献近 6.5 亿的收入。公司加强省内布局一方面将受益于低线城市居民消费倾向强、消费升级效果明显带来的内生增速，另一方面重资产扩展避免了不断攀升的租金与人工成本对净利润的挤压。构建购物中心的创新业态，满足消费者一站式购物需求，将有效抵御线上消费的替代作用。
- **应对短融到期，减少财务费用：**公司储备项目资产较重，在线下零售普遍疲软的大环境下有意减缓的开店速度，新店资金回流支持有限。目前公司账面有超过 20 个亿的长短期借款和短期融资券，4.5 亿定增募集资金将用于偿还贷款与补充流动资金，有效缓解财务费用上行的压力，预计增厚利润 3500 万元。

- **预计 14-16 年 EPS=0.70、0.74、0.81 元，维持“推荐”评级：**湖南区域商业竞争环境激烈，传统百货收入普遍下滑，我们认为 O2O 虽短期内不会带来业绩贡献，但符合行业趋势，继续维持“推荐”评级，测算公司 14-16 年收入增速为-1%、10.2%、9.5%，EPS=0.70、0.74 和 0.81 元，对应 PE 分别为 27.6X/26.2X/23.8X。
- **风险提示：**经济下滑；当地市场竞争加剧；地产销售不达预期。

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3773	1386	2967	1721
现金	1935	889	980	1073
应收账款	12	30	16	34
其他应收款	54	34	63	43
预付账款	519	-119	560	-78
存货	816	116	911	212
其他流动资产	437	437	437	437
非流动资产	2656	5397	5592	6906
长期投资	228	228	228	228
固定资产	1202	4022	4475	5803
无形资产	345	508	494	479
其他非流动资产	882	639	396	396
资产总计	6429	6783	8559	8627
流动负债	3280	3301	4728	4412
短期借款	100	588	1152	1294
应付账款	877	659	1034	818
其他流动负债	2303	2054	2543	2300
非流动负债	752	752	752	752
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	752	752	752	752
负债合计	3342	3364	4791	4475
少数股东权益	417	415	412	409
股本	562	562	562	562
资本公积	665	665	665	665
留存收益	1443	1778	2130	2517
归属母公司股东权益	2670	3004	3356	3744
负债和股东权益	6429	6783	8559	8627

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	386	1602	217	1568
净利润	409	392	412	454
折旧摊销	84	322	386	170
财务费用	22	14	45	64
投资损失	-34	0	0	0
营运资金变动	-370	874	-626	880
其他经营现金流	276	0	0	0
投资活动现金流	-766	-3062	-582	-1484
资本支出	-463	3062	582	1484
长期投资	-5	0	0	0
其他投资现金流	-297	-6124	-1163	-2969
筹资活动现金流	654	415	456	9
短期借款	0	488	563	143
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	51	0	0	133
其他筹资现金流	600	-74	-108	-266
现金净增加额	274	-1046	91	93

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5986	5926	6530	7151
营业成本	4953	4806	5296	5792
营业税金及附加	66	65	72	79
营业费用	246	222	248	272
管理费用	289	296	320	340
财务费用	-15	14	45	64
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	34	0	0	0
营业利润	547	522	550	605
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	546	522	550	605
所得税	137	131	137	151
净利润	409	392	412	454
少数股东损益	-3	-3	-3	-3
归属母公司净利润	411	394	415	457
EBITDA	662	858	980	839
EPS (元)	0.73	0.70	0.74	0.81

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	4.7	-1.0	10.2	9.5
营业利润(%)	5.1	1.7	5.2	10.1
归属于母公司净利润(%)	7.2	-4.1	5.2	10.1
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	17.3	18.9	18.9	19.0
净利率(%)	6.8	6.6	6.3	6.3
ROE(%)	15.4	13.1	12.4	12.2
ROIC(%)	26.1	22.9	12.3	11.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	52.0	49.6	56.0	51.9
净负债比率(%)	3.2	17.2	30.6	31.2
流动比率	1.15	0.42	0.63	0.39
速动比率	0.77	0.25	0.34	0.24
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.93	0.87	0.76	0.83
应收账款周转率	502.5	200.6	404.6	211.0
应付账款周转率	2.1	2.1	2.2	2.2
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.70	0.74	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	2.84	0.38	2.78
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.32	5.94	6.63
估值比率	-	-	-	-
P/E	26.5	27.6	26.2	23.8
P/B	4.1	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	15.0	13.3	12.2	14.5

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±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±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 2015 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甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033