



**谨慎
买入**

18% ↑

目标价格:人民币 22.70

原评级:持有 原目标价格:人民币 15.10

002277.CH

价格:人民币 19.28

目标价格基础:33倍 15年市盈率

板块评级:增持

友阿股份

非公开募集资金 15 亿元，多业态发展是看点

公司拟非公开发行股份数量不超过 10,006.67 万股，非公开发行的发行对象为包括公司控股股东友阿控股在内的不超过 10 名(含 10 名)特定对象，其中公司控股股东友阿控股参与认购本次非公开发行的部分股票，不少于最终确定的发行总数量的 15%，并不超过最终确定的发行总数量的 45%，发行价格不低于 14.99 元/股，募集资金不超过 150,000 万元，在扣除发行费用后实际募集资金将用于投资 O2O 全渠道运营平台项目、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和补充流动资金。我们将目标价格上调至 22.70 元，评级上调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- **实现零售业线上线下全渠道：**此次部分募集资金将用于 O2O 全渠道运营平台项目，实现零售业线上线下全渠道融合。我国零售业正步入在业态转型和模式创新中寻找发展机遇的阶段。渠道下沉、体验升级、服务便利升级将成为零售业未来的发展趋势。公司于 2013 年 10 月开始探索 O2O 商业模式的转型，2014 年 8 月开始实施 O2O 战略，计划将投入 3 亿元，其中募集资金投入 1 亿元。
- **积极战略布局零售业态，提升盈利能力：**此次部分募集资金将用于郴州友阿国际广场项目、常德水榭花城友阿商业广场项目，这两个项目是公司零售商业战略布局的重要组成部分。公司在郴州、常德的商业布局，将进一步拓展和提升公司在郴州市百货零售市场的份额。郴州友阿国际广场项目总建筑面积约为 23 万平方米，其中：商业面积约 15.8 万平方米，住宅面积约 3.2 万平方米，地下车库面积约 3.9 万平方米，预计投入金额 14.41 亿元，拟使用募集资金 5.5 亿元。常德水榭花城友阿商业广场项目，总建筑面积约 12.6 万平方米，其中：商业面积约 9.3 万平方米，地下车库面积约 3.3 万平方米，预计投入金额 12.73 亿元，拟使用募集资金 4 亿元。
- **减少财务费用支出，优化资产结构，提高盈利能力：**截至 2014 年 9 月，公司资产负债率为 50%，同时公司在建项目较多，后续资金需求较大，此次部分募集资金将用于偿还银行贷款和补充流动资金，可大幅度降低贷款规模，降低利息支出，有助于减少公司财务费用，提升公司盈利能力。

评级面临的主要风险

- 新门店培育期长于预期，三公消费压制奢侈品消费增速。

估值

- 不考虑地产收入及考虑激励费用，我们维持 2014-16 年每股盈利预测 0.63 元、0.69 元和 0.80 元(假定发行股票 10,006.67 万股，全面摊薄为每股收益为 0.54、0.59 和 0.68 元)，目标价由 15.10 元提高至 22.70 元，对应 33 倍 2015 年市盈率。公司目前处于快速扩张期，对零售主业短期有一定的影响，但天津奥莱住宅销售及郴州城市综合体的商铺及住宅销售将为公司的业绩提供支撑。公司计划以国货成列馆为基础，发展省内地州市黄金珠宝的连锁经营。我们认为设立珠宝子公司、电商 O2O 战略及未来奢侈品的扩张战略是公司未来的看点，上调评级至谨慎买入。

投资摘要

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	5,717	5,986	5,956	6,373	7,010
变动(%)	63	5	(1)	7	10
净利润(人民币百万)	376	411	356	388	452
全面摊薄每股收益(人民币)	0.719	0.733	0.634	0.692	0.804
变动(%)	(7.1)	1.9	(13.4)	8.9	16.3
全面摊薄市盈率(倍)	26.8	26.3	30.4	27.9	24.0
价格/每股现金流量(倍)	16.9	28.1	10.0	24.0	17.2
每股现金流量(人民币)	1.14	0.69	1.93	0.80	1.12
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	15.5	16.9	15.1	12.1
每股股息(人民币)	0.107	0.100	0.063	0.069	0.080
股息率(%)	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	47.3	25.2	47.2	74.5
相对深证成指	27.8	4.3	28.6	(12.4)

发行股数(百万)	566
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	10,903
3个月日均交易额(人民币百万)	496
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
湖南友谊阿波罗控股股份有限公司	36

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究
以 2015 年 4 月 7 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易：一般零售

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513110001

林琳

(8621)20328527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

图表 1. 募集资金投向

	项目计划投资总额 (万元)	使用募集资金投资金额 (万元)
O2O 全渠道运营平台项目	30,000	10,000
郴州友阿国际广场项目	144,128	55,000
常德水榭花城友阿商业广场项目	127,312	40,000
偿还银行借款和补充流动资金		45,000
合计		150,000

资料来源：公司公告

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,717	5,986	5,956	6,373	7,010
销售成本	(4,723)	(4,953)	(4,937)	(5,284)	(5,811)
经营费用	(420)	(455)	(534)	(557)	(568)
息税折旧前利润	574	579	484	531	631
折旧及摊销	(125)	(123)	(27)	(45)	(63)
经营利润(息税前利润)	449	455	457	486	568
净利息收入/(费用)	(1)	7	31	56	63
其他收益/(损失)	(56)	(40)	(38)	(56)	(74)
税前利润	517	546	475	518	602
所得税	(136)	(137)	(119)	(129)	(151)
少数股东权益	(5)	3	0	0	0
净利润	376	411	356	388	452
核心净利润	379	413	351	383	447
每股收益(人民币)	0.719	0.733	0.634	0.692	0.804
核心每股收益(人民币)	0.725	0.736	0.626	0.683	0.796
每股股息(人民币)	0.107	0.100	0.063	0.069	0.080
收入增长(%)	63	5	(1)	7	10
息税前利润增长(%)	(24)	2	0	6	17
息税折旧前利润增长(%)	(17)	1	(16)	10	19
每股收益增长(%)	(7)	2	(13)	9	16
核心每股收益增长(%)	0	2	(15)	9	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	517	546	475	518	602
折旧与摊销	125	123	27	45	63
净利息费用	17	22	(13)	(27)	(30)
运营资本变动	(242)	(473)	(509)	(607)	(786)
税金	136	137	119	129	151
其他经营现金流	41	32	988	392	630
经营活动产生的现金流	595	386	1,086	450	631
购买固定资产净值	0	0	(300)	(300)	(300)
投资减少/增加	260	259	(4)	(4)	(4)
其他投资现金流	(389)	(1,025)	37	38	42
投资活动产生的现金流	(129)	(766)	(266)	(266)	(262)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(52)	(56)	(56)	(36)	(39)
其他融资现金流	(533)	709	(87)	31	37
融资活动产生的现金流	(585)	654	(143)	(4)	(2)
现金变动	(119)	274	677	180	366
期初现金	1,753	2,024	2,701	2,881	3,247
公司自由现金流	483	(352)	838	213	401
权益自由现金流	465	(373)	849	227	414

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,753	2,024	2,701	2,881	3,247
应收帐款	27	12	30	32	35
库存	608	816	492	526	579
其他流动资产	371	1,013	621	634	654
流动资产总计	2,758	3,865	3,844	4,073	4,515
固定资产	927	985	1,269	1,533	1,775
无形资产	355	345	328	311	296
其他长期资产	1,125	1,327	1,334	1,345	1,359
长期资产总计	2,422	2,677	2,941	3,199	3,441
总资产	5,180	6,542	6,784	7,273	7,956
应付帐款	727	779	765	819	901
短期债务	100	100	0	0	0
其他流动负债	1,689	2,512	2,569	2,647	2,829
流动负债总计	2,516	3,392	3,334	3,466	3,730
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	63	62	67	73
股本	559	562	562	562	562
储备	1,702	2,108	2,408	2,761	3,174
股东权益	2,260	2,670	2,970	3,323	3,736
少数股东权益	346	417	417	417	417
总负债及权益	5,180	6,542	6,784	7,273	7,956
每股帐面价值(人民币)	4.32	4.75	5.29	5.92	6.65
每股有形资产(人民币)	3.41	4.14	4.71	5.36	6.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.96)	(3.43)	(4.81)	(5.13)	(5.78)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.0	9.7	8.1	8.3	9.0
息税前利润率(%)	7.8	7.6	7.7	7.6	8.1
税前利润率(%)	9.0	9.1	8.0	8.1	8.6
净利率(%)	6.6	6.9	6.0	6.1	6.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	26.0	21.2	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	26.8	26.3	30.4	27.9	24.0
核心业务市盈率(倍)	26.6	26.2	30.8	28.2	24.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.3	30.9	36.3	33.3	28.5
市净率(倍)	4.5	4.1	3.6	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	16.9	28.1	10.0	24.0	17.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	15.5	16.9	15.1	12.1
周转率					
存货周转天数	47.0	52.5	48.3	35.2	34.7
应收帐款周转天数	1.7	0.7	1.3	1.8	1.7
应付帐款周转天数	46.4	47.5	47.3	45.4	44.8
回报率					
股息支付率(%)	14.9	13.6	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	16.6	15.4	12.6	12.3	12.8
资产收益率(%)	6.4	5.2	5.1	5.2	5.6
已运用资本收益率(%)	17.2	15.2	14.4	14.4	15.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371