

扣非净利同增30%，业绩符合预期

——友阿股份（002277）2017年一季度财报点评

2017年04月27日

强烈推荐/维持

友阿股份

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件：

公司2016年实现营业收入21.12亿元，同比增长19.32%；归属净利润1.65亿元，同比增长28.63%；扣非后归属净利润1.66亿元，同比增长29.97%；每股收益为0.12元/股。同时公司预告2017H1归属净利润同比增长0%-30%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	1140.04	1858.21	1777.92	1408.45	1247.57	1831.4	2120.05
增长率（%）	-4.80%	11.43%	-7.86%	8.99%	9.75%	-1.43%	19.32%
毛利率（%）	18.08%	17.73%	18.86%	19.66%	18.38%	18.30%	21.77%
期间费用率（%）	13.09%	13.58%	8.76%	13.84%	15.63%	13.59%	7.88%
营业利润率（%）	5.07%	1.63%	9.36%	6.95%	2.48%	2.43%	11.78%
净利润（百万元）	34.76	23.62	111.45	67.65	8.41	34.75	185.31
增长率（%）	-18.31%	-13.77%	-23.61%	-29.90%	-75.82%	47.16%	66.28%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.04	0.23	0.11	0.04	0.09	0.12
资产负债率（%）	61.46%	64.12%	64.26%	53.25%	53.77%	52.05%	51.02%
净资产收益率（%）	0.93%	0.63%	2.68%	1.20%	0.15%	0.61%	3.21%
总资产收益率（%）	0.36%	0.22%	0.96%	0.56%	0.07%	0.29%	1.57%

观点：

- **扣非净利同增30%，符合预期。**2016年实现营业收入21.12亿元，同比增长19.32%；归属净利润1.65亿元，同比增长28.63%；扣非后归属净利润1.66亿元，同比增长29.97%；业绩符合预期。受国内经济形势的影响，公司主营百货门店营业收入同比下降，业绩略有下滑。我们预计公司营收增长主要来源于商业地产项目确认收入贡献，包括湖南常德友谊阿波罗有限公司项目、天津友阿奥特莱斯商业投资有限公司二期住宅项目、长沙友阿五一广场商业有限公司项目商铺等。此外，经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加2.6亿元，同比增长115.65%，主要系本期控股子公司天津奥莱、郴州友阿和常德友阿项目拟售商业部分已基本完工，本期工程建设支出大幅减少所致。
- **未来零售是全渠道时代，公司积极推进线上线下融合的全渠道转型。**公司于2013年10月开始探索O2O

商业模式的转型，走在行业前列。2013年12月友阿电器与腾讯合作推出了微信公众平台“微购友阿”，2015年5月与德国SAP公司签署战略合作协议，启动全渠道运营平台建设，去年以SAP公司为主完成了全渠道系统的基础开发工作，并在部分门店启动系统测试和品牌试运行工作。目前已推出“微购友阿+特品汇+农博汇+海外购+友阿果园+友阿微店”六位一体的线上购物平台，全方位覆盖客户，使线上平台与实体零售形成联动，带动实体零售的增长，进一步扩大公司现有商业零售的业务空间和运营效率。

- **梯度门店占据核心商圈，自有物业具有高重估溢价。**友阿股份是湖南百货零售龙头，目前主力门店的开业时间均已超过5年时间，而且店龄超过10年的门店数量占比超50%，成熟门店有助于稳定公司业绩。公司店龄梯度分布合理，近3年内新开门店数量占比约25%，且均是以购物中心/奥特莱斯业态布局。公司以自有物业的重资产模式运营，截止2016年底拥有自有物业10个，近两年新增门店天津友阿奥特莱斯、郴州友阿国际广场和常德友阿国际广场，以及在建门店五一广场地下购物中心和邵阳友阿国际广场均为自有物业，目前公司自有商业面积50.74 万平方。根据目前周边同类楼盘的销售价格，我们测算公司的自有商业地产估值为119亿元。我们认为，拥有优质百货门店的物业产权使得公司大大降低了运营成本，增强了公司在区域内的竞争力。

➤ 结论:

公司积极拓展商业综合体项目和银行+小贷+担保等金融业务，打造新盈利增长点，参股的长沙银行上市在即，有望带来持股溢价。定增+员工持股落地推动外延扩张，加快全渠道转型升级；大股东连续增持彰显信心，自有物业重估溢价高，为公司股价提供充足的安全边际。我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.25、0.36、0.41元，给予公司2017年零售业务29倍PE，金融业务1.4倍PB，公司合理市值为134亿元，对应目标价为9.5元，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示:

新门店培育不及预期，宏观经济下滑等

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4182	5163	5239	6131	6658	营业收入	6238	6265	6753	7405	8258
货币资金	1118	1370	1343	1546	1683	营业成本	5087	5058	5430	5917	6556
应收账款	6	10	8	10	11	营业税金及附加	72	87	93	102	114
其他应收款	231	254	274	300	335	营业费用	300	397	398	429	471
预付款项	265	48	157	275	406	管理费用	321	409	419	459	511
存货	2281	3222	2946	3490	3713	财务费用	34	-16	10	11	12
其他流动资产	281	260	260	260	260	资产减值损失	22.44	9.98	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6345	6646	6268	5678	6598	公允价值变动收益	0.78	-1.04	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	48.66	29.51	35.41	42.49	50.99
固定资产	1270.99	2095.65	2726.79	3237.93	3689.07	营业利润	430	338	438	529	644
无形资产	653	524	472	419	367	营业外收入	3.19	21.97	22.36	22.36	22.36
其他非流动资产	2125	1345	2042	1000	1521	营业外支出	14.61	4.58	17.99	17.99	17.99
资产总计	10527	11809	11507	11810	13256	利润总额	418	355	442	533	648
流动负债合计	4605	4076	4137	3304	4073	所得税	118	133	165	200	243
短期借款	1010	180	500	100	700	净利润	301	222	277	334	405
应付账款	878	1202	1099	1292	1379	少数股东损益	-9	-77	-78	-80	-82
预收款项	984	1343	1410	1484	1566	归属母公司净利润	310	299	355	514	587
一年内到期的非流	0	351	250	0	0	EBITDA	1220	1000	869	1081	1257
非流动负债合计	2145	2071	1606	616	921	EPS (元)	0.55	0.47	0.25	0.36	0.41
长期借款	1079	702	702	404	501	主要财务比率					
应付债券	698	1198	892	200	408		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	6750	6147	5743	3920	4994	成长能力					
少数股东权益	544	738	660	580	498	营业收入增长	3.19%	0.44%	7.79%	9.65%	11.51%
实收资本(或股本)	566	708	1417	1417	1417	营业利润增长	-10.86%	-21.39%	29.55%	20.81%	21.72%
资本公积	667	1980	1416	2400	1416	归属于母公司净利润	18.67%	44.66%	18.67%	44.66%	14.30%
未分配利润	1732	1934	1661	2500	3500	获利能力					
归属母公司股东权	3233	4924	5104	7310	7764	毛利率(%)	18.20%	19.10%	19.60%	20.10%	20.60%
负债和所有者权益	10527	11809	11507	11810	13256	净利率(%)	4.82%	3.55%	4.10%	4.50%	4.91%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.06%	2.95%	2.53%	3.09%	4.35%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	9.59%	6.08%	6.96%	7.03%	7.56%
经营活动现金流	-908	533	731	-29	748	偿债能力					
净利润	301	222	277	334	405	资产负债率(%)	64%	52%	50%	48%	48%
折旧摊销	756.36	678.26	621.45	541.25	601.25	流动比率	0.91	1.27	1.27	1.86	1.63
财务费用	34	-16	10	11	12	速动比率	0.41	0.48	0.55	0.80	0.72
应收账款减少	0	0	1	-2	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	67	74	82	总资产周转率	0.68	0.56	0.58	0.64	0.66
投资活动现金流	-1448	-139	-1664	-1534	-1470	应收账款周转率	1294	800	750	790	779
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	应付账款周转率	7.80	6.02	5.87	6.19	6.18
长期股权投资减少	0	0	-3	7	0	每股指标(元)					
投资收益	49	30	35	42	51	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.47	0.25	0.36	0.41
筹资活动现金流	2270	-141	906	141	859	每股净现金流(最新)	-0.15	0.36	-0.02	0.14	0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.71	6.95	3.60	5.16	5.48
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1	142	708	0	0	P/E	11.59	13.53	25.34	17.51	15.32
资本公积增加	8	1313	-564	984	-984	P/B	1.11	0.91	1.76	1.23	1.16
现金净增加额	-85	253	-27	203	137	EV/EBITDA	4.31	5.56	11.50	7.54	7.10

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。