

友阿股份 (002277)

增持/维持评级

股价: RMB23.23

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赖宇鸥

(0755)8212 5076

laiyo@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《开拓经营硕果》

2010/04/01

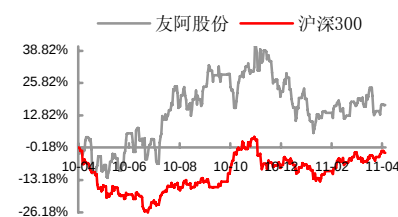
《踏上新征程》

2010/10/20

基础数据

总股本 (百万股)	349
流通 A 股 (百万股)	349
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,112

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

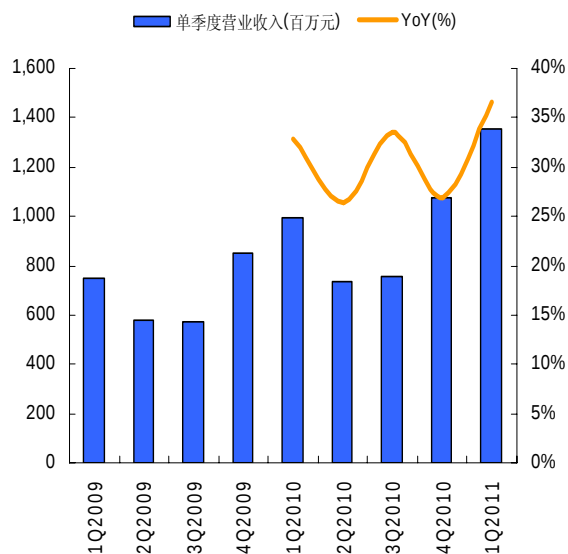
零售业持续高增长

- 公司公布 2011 年一季报, 收入大幅增长 37.35%至 13.6 亿元, 净利润大幅增长 50.8%至 1.43 亿元, 或 EPS0.409 元。
- 主营业务收入在去年 Q1 收入增速高达 32.86%的情况下仍然保持了 36.67%的快速增长。其中, 友谊商店仍然保持 40%以上的收入同比增长, 其它商店 (除春天百货) 同比增长应该都在 20%以上。
- 一季度毛利率基本平稳, 同比微降 0.28 个百分点至 19.57%, 其中奥特莱斯的毛利率偏低, 拖累了整体毛利率。
- 由于同店增长很快, 管理+销售费用率同比下降 1.32 个百分点到仅 5.23%。财务费用同比减少 130 万元, 其收入占比较去年同期基本持平。营业利润率提升 1.27 个百分点至 14.1%。同比增长 50.15%。
- 归属于少数股东的净利润同比增长 46%, 显示品牌服饰代理业务和小额信贷业务业绩很快增长。
- 一季度小额信贷发放大幅增长至约 1.703 亿元, 贷款利息大幅增长至 669 万元, 年化利率高达 15.7%。2011 年 3 月 24 日, 公司为小额信贷公司提供 2 亿元贷款担保 (小额信贷公司实际贷款不超过 1 亿元) 预计该项业务随着公司主业发展而有望快速发展, 助推 EPS 增长。
- 我们预计公司主业未来三年 EPS 分别为 0.85,1.11,1.37 元 (首页 EPS), 三年复合增长率为 30.2%。另外公司持有长沙银行的股权价值约 2 元每股。当前股价对应的主业 11-13 年估值为分别 27.4,20.99,17 倍, PEG 小于 1, 因此我们维持增持评级。
- 预计天津住宅销售的全部收入 9.24 亿元, 权益净利润 1.27 亿元, 对应 EPS 0.364 元。我们假设在 2012 年全部确认, 则公司未来三年的 EPS 分别为 0.85,1.47,1.37 元 (尾页表格 EPS 所示)。
- 风险提示: 同店增速出现大幅下滑; 长沙奥特莱斯收入低于预期, 亏损严重。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3564	4867	6910	7261
(+/-%)	29.7	36.6	42	5.1
归属母公司净利润(百万元)	216	297	388	478
(+/-%)	44.5	37.4	30.4	23.3
EPS(元)	0.62	0.85	1.11	1.37
P/E(倍)	37.5	27.37	20.99	17.02

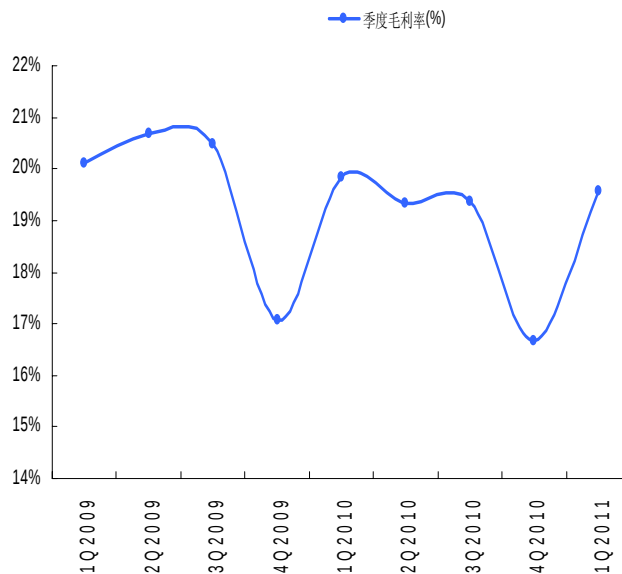
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 季度收入变化



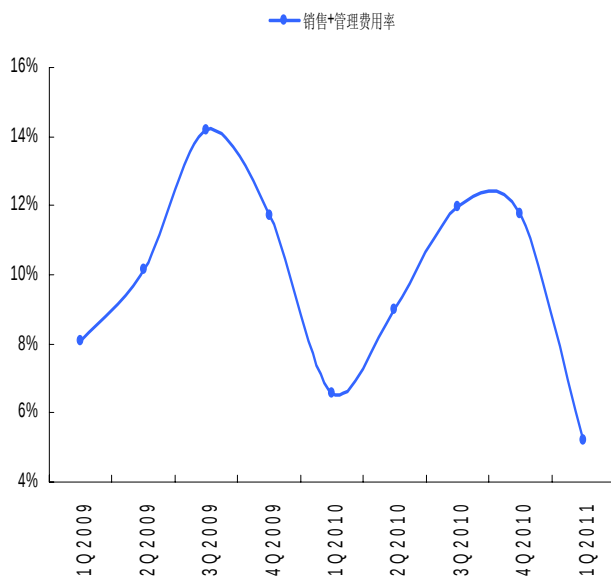
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 2: 季度毛利率



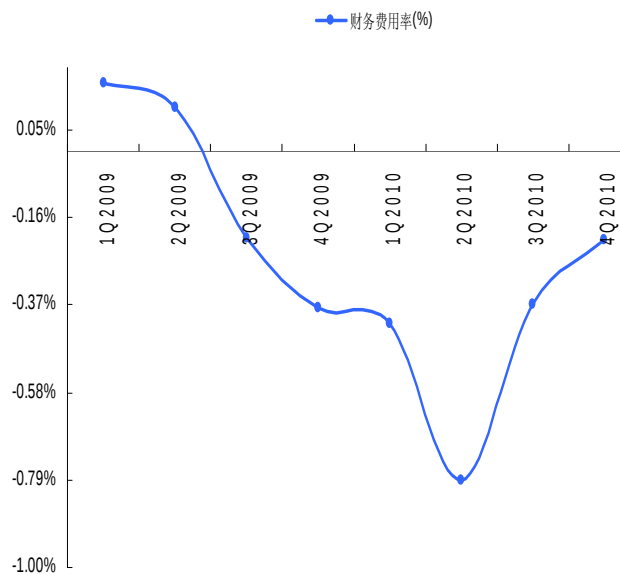
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 3: 季度管理+销售费用率变化



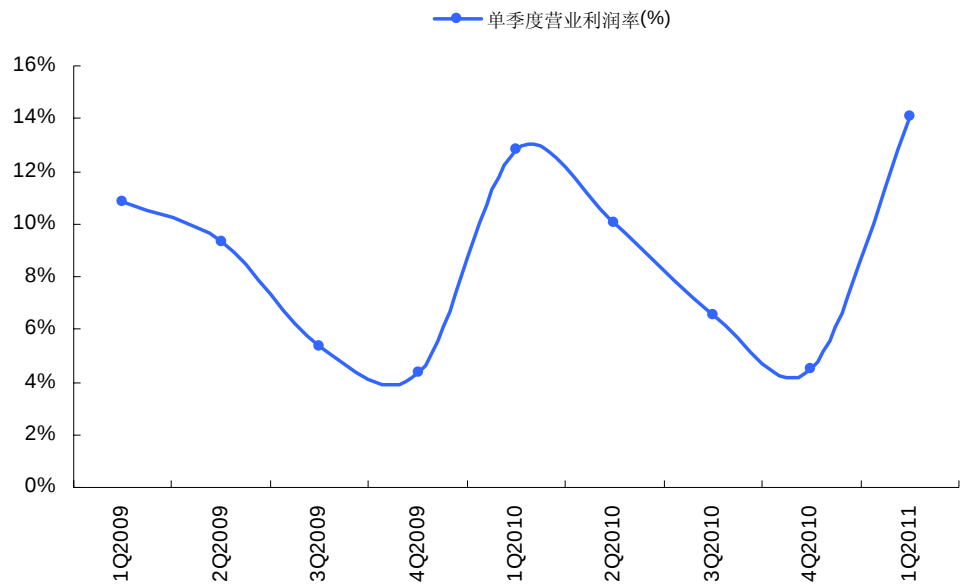
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 4: 季度财务费用率



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 5: 季度利润率



资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

同店增速出现大幅下滑；长沙奥特莱斯收入低于预期，亏损严重。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2070	2306	2955	3360	营业收入	3564	4867	6910	7261
现金	1337	1840	2432	2899	营业成本	2898	3967	5318	5948
应收账款	15	21	30	31	营业税金及附	40	56	79	83
其他应收	19	29	41	44	营业费用	164	211	314	284
预付账款	432	99	133	149	管理费用	184	258	384	347
存货	267	317	319	238	财务费用	(15)	(31)	(42)	(53)
其他流动	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1189	1750	2496	2731	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	190	190	190	190	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	550	994	1650	1835	营业利润	299	406	857	652
无形资产	151	151	151	151	营业外收入	1	0	0	0
其他非流	0	414	504	554	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	3259	4056	5451	6091	利润总额	296	406	857	652
流动负债	1474	1959	2713	2868	所得税	76	104	219	166
短期借款	0	0	0	0	净利润	220	302	639	485
应付账款	477	634	851	952	少数股东损益	4	5	124	8
其他流动	0	1325	1863	1916	归属母公司净	216	297	515	478
非流动负	34	34	34	34	EBITDA	375	398	869	664
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.85	1.47	1.37
其他非流	30	34	34	34	主要财务比率				
负债合计	1508	1993	2748	2902	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东	88	93	217	225	成长能力				
股本	349	349	349	349	营业收入	29.8%	36.6%	42.0%	5.1%
资本公积	788	788	788	788	营业利润	47.4%	35.7%	111.1%	-24.0%
留存收益	526	832	1349	1826	归属母公司净	44.5%	37.4%	73.3%	-7.2%
归属母公	1663	2063	2703	3189	获利能力				
负债和股	3259	4056	5451	6091	毛利率(%)	18.7%	18.5%	23.0%	18.1%
现金流量					净利率(%)	6.1%	6.2%	9.2%	6.8%
单位:百万元					ROE(%)	13%	15%	21%	16%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)				
经营活动	482	482	1055	1350	偿债能力				
净利润	220	216	307	516	资产负债率(%)	46%	49%	51%	48%
折旧摊销	0	98	23	54	净负债比率(%)				
财务费用	0	0	(31)	(42)	流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2
投资损失	-7	(7)	0	0	速动比率	1.2	1.0	1.0	1.1
营运资金	0	174	752	697	营运能力				
其他经营	488	1	5	124	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.3
投资活动	-601	(601)	(584)	(800)	应收账款周转	58.2	67.0	68.2	59.6
资本支出	511	(610)	(468)	(710)	应付账款周转	1.8	1.8	1.8	1.6
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资	0	9	(116)	(90)	每股收益(最新	0.6	0.9	1.5	1.4
筹资活动	-77	(77)	31	42	每股经营现金	1.4	3.0	3.9	2.0
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	4.8	5.6	7.1	8.5
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增	155	0	0	0	P/E	38	27	16	17
资本公积	-155	0	0	0	P/B	5	4	3	3
其他筹资	-77	(77)	31	42	EV/EBITDA	22	21	10	13
现金净增	1109	1109	503	592					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn