

湘财证券研究所

零售百货 研究小组

张 倩

Tel: 021-68634518-8056

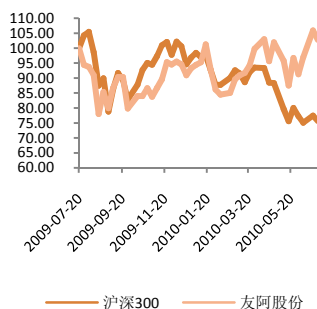
E-Mail: zq2635@xcsc.com

巢 枫

Tel: 021-68634518-8683

E-Mail: cf2255@xcsc.com

友阿股份上市以来市场表现



事件

近日,我们对友阿股份(002277SZ)进行了实地调研,与公司董秘、证代深入沟通了公司各百货门店的经营状况、OUTLETS 的进展、未来发展规划以及湖南当地的消费形势。总体看来,目前公司百货门店经营形势喜人,而且其中部分门店未来有较大的内部调整空间,长沙 OUTLETS 进展也好于管理层的预期,使我们坚定了未来三年高增长的预期,预计近 3 年净利润将有 36% 的复合增长。而长期看,我们认为公司作为湖南区域龙头,将充分享受湖南消费市场的高速发展。首次给予公司“买入”评级。

主要观点:

□ 湖南百货龙头,充分享受当地消费市场的高速发展

近几年来,湖南的区域经济增长非常快,99 年-09 年期间 GDP 平均增速 10.86%,高出全国水平将近 1 个百分点,尤其是友阿股份重点布局地长沙, GDP 增速更是高出全国水平 4 个多百分点。高经济增长对应的是高的零售额增长,2001-2009 年期间,湖南的社会消费品零售额增速比全国高出 1.49 个百分点。我们预计这种典型的中部城市的消费特征将会长期存在。

对比中部六省,湖南的消费潜力更加突出。连续数年湖南省的人均收入水平都高居中部六省首位,如 2009 年湖南的人均可支配收入 15084 元,高于中部其他 5 省。高收入水平是构成消费的最关键指标。

友阿股份是长沙市乃至湖南省最有实力的百货零售企业,目前拥有七家百货门店,实际经营面积达 19 万平方米,远远超过湖南其他竞争者,其中 5 家门店位于长沙,在当地具有绝对的市场影响力。根据长沙市统计局提供的资料,公司在长沙市大型百货店的销售额所占比例 2007 年、2008 年分别为 35.8%、38.2%。

公司门店的地理布局也是十分优越,目前 5 家长沙的百货门店覆盖了当地五大商圈的主要四个。从定位上看,公司百货覆盖了中、高端、以及大众消费,消费群广泛,有着相当的品牌影响力。

除了百货店外,2010 年来公司增加了长沙、以及天津两个 OUTLETS 项目,建筑面积近 20 万平米。

□ 百货增长势头喜人,部分门店内部调整空间还很大

✓ 友谊商店是主要利润增长点

友谊商店是公司的主力门店,经营面积 4.67 万平米,09 年营业收入规模达 6.95 亿元,占总营收的 1/4。定位于高端客户群,目前长沙市产品品类最全、规模最大的高端百货店。

该商店经历了较大整改,首先 08 年与阿波罗商业城合并,其次 09 年进行了大规模的品牌升级,尤其是 A 栋 1 楼引入了一批国际一线品牌,如 GUCCI、Burberry 等。从销售情况看,调整的效果非常好。全店平效从 08 年的 1 万/平米*年上升至 09 年的 1.5 万/平米*年,营业收入同比增长了 52%。2010 年上半年营业收入仍有 50% 左右的高增长。其中 GUCCI 是 09 年 1 月开业,经营面积 300 平米,当年销售额就将近 6000 万,占全国 GUCCI 店中排名第二,显示了湖南超预期的高端消费能力。

我们看好友谊商店未来的成长性,预计 2010、2011 年营业收入增长将达 40%、25%,是近三年的主要利润增长点。

由于国际一线品牌的扣点率会低于普通品牌几个百分点，此次品牌调整导致门店 09 年的毛利率大幅下滑。公司表示国际一线品牌已基本调整到位，因此预计 2010 年来毛利率降幅不会太大。

✓ 部分门店仍存在较大的内部调整空间

公司对阿波罗商业广场、春天百货长沙店、友谊商城等有改造扩建计划，这些计划若实施，经营面积有望增加 4.3 万平米，由于是老店调整，新增部分将迅速释放业绩。

阿波罗商业广场：09 年 3 季度对阿波罗商业广场进行了小规模改造，4 楼增加了近 1 万平米的经营面积，引入了酒楼等配套设施，目前正在洽谈电影院等项目。改造后商场的营业额增长明显加快，2010 年上半年增速达 30%。

未来该门店调整空间仍很大，2011 年上半年 3 楼的办公区将全部转移，腾出近 7000 万平米改造成商业区域，另外加上 5 楼部分仓库，预计未来阿波罗商业广场的经营面积将近 5.7 万平米。

春天百货长沙店：春天百货位于长沙市人气最旺的五一路商圈，经营面积为 16000 平米，定为中档百货。预计 2010 年内友阿集团将完成对中山集团的兼并，并取得春天百货的土地使用权。在公司取得使用权之后，将对春天百货长沙店进行扩建，计划从目前的 16000 平米扩建至 50000 平米左右。

目前因修建地铁，五一商圈的部分路段被封，预计对春天百货经营产生较大负面影响。然而从另一面看，公司的主要竞争对手王府井、平和堂都会受到影响，打击面大于公司，而且客流会更多的流向公司其他门店。而且公司可以趁封路的空档期进行改扩建。

友谊商城或扩大面积：是较成熟的门店，有 15 年的经营历史，2009 年的平效达 2.3 万/平米*年。公司认为该商场的业绩已经做到近乎极致，如果不扩张面积，很难有大的提升空间。目前正在考虑在 2011 年下半年新增 2600 平米的经营面积。

家润多百货朝阳店：该百货店是 08 年新开业的门店，起步情况并不太好，但是今年以来增长速度明显加快，上半年利润增长将近 100%。

□ 长沙 OUTLETS 进展超预期

长沙 OUTLETS 项目总建筑面积为 99377 平米，其中商业区建筑面积 7 万平米，其它面积用于餐饮、娱乐、物业等配套设施。目前国内 OUTLETS 项目并不多，运营的比较成功的就是百联股份下的青浦 OUTLETS。对于长沙项目，我们认为会有较好的发展，其有以下几点优势：

- 1、从国际品牌销售情况看，我们对湖南的品牌消费能力有信心。
- 2、该项目吸取了青浦的经验教训，发展起点好。例如项目已开始就将商业形式定位联营方式，并且扣点率在 15%左右，高于青浦 OUTLETS1-2 个百分点。而青浦刚开始的经营形式是收租，后来逐渐改成扣点。

3、地理位置优越

该项目处于长沙、株洲、湘潭的中心位置，距三地市中心的距离不过 30 公里左右，交通便利，更远还可以辐射至周边省份，如湖北、江西、广东等。

另外项目位于天心区南部城市群，周边有天际岭国家森林公园、湖南省森林植物园、长沙生态公园、韶山风景区等国家级景区，旅游业发达也会大大增加项目客流量。

6 月中旬公司就长沙 OUTLETS 开了招商会议，会议成果超出预期。目前已

经有几十家签约，要的面积也比较大。另外有十几家国际品牌已经达成初步意向，将在开业后陆续进驻。显示供应商对该市场的前景非常看好。

公司据此也调高了对长沙 OUTLETS 的盈利预期，认为 2011 年的营业额有望达到 5 个亿，毛利 7500 万，扣除每年折旧额 3000 万，或可净赚 3000 万。

天津 OUTLETS 项目其最大的优势是拿地成本非常低，3 个亿买了 220 亩地，将极大降低未来的折旧成本。

天津 OUTLETS 项目分为两块，一块就是 OUTLETS，将在 2011 年下半年动工建设，2011 年底试运营。

另一块是公寓住宅开发与销售，项目计划 2010 年 9 月开始正式动工建设，预计 2011 年 3 月开始产生公寓住宅销售，2012 年实现结算，公寓的建筑面积 77000 平米。预估售价是 14000 左右，预计净利润能有 3、4 个亿。

□ 新项目开发谨慎而积极

除了经营已有项目外，公司正在积极考察、酝酿新的项目。上半年公司对湖南的各地市进行了大量考察工作，包括常德、怀化、衡阳等地。岳阳等，抱着谨慎的态度，暂时未有新项目敲定，总体的定位依然是当地中高端市场。

预计未来几年公司将以收购、自建等多种形式增加新门店，重点是不断扩大湖南地区的市场影响力，稳固市场份额。

□ 预计未来三年净利润复合增长率达 36%，给予“买入”评级

综合对各门店的判断，我们预计公司未来三年业绩将呈快速增长之势，净利润年复合增长率将达 36%。2010、2011、2012 年摊薄后的 EPS 分别为 0.63、0.80、1.09 元。当前股价对应的 2010、2011 年的 PE 分别为 31.13X、24.50X。基于公司未来三年的高成长性，同时考虑到公司在湖南省的行业龙头地位，我们给予未来 6-12 个月目标 PE30-35X，对应目标价 26 元/股。首次给予“买入”评级。

盈利预测及估值简表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	221934	274657	356711	455023	569375
(+/-%)	35.69%	23.76%	29.88%	27.56%	25.13%
净利润(万元)	12025	15096	22215	28218	38304
(+/-%)	30.98%	25.54%	47.16%	27.02%	35.74%
综合毛利率	20.86%	19.37%	20.14%	20.34%	20.92%
净利率	5.42%	5.50%	6.23%	6.20%	6.73%
ROE	0.00%	0.00%	14.06%	16.43%	20.16%
EPS（元）	0.83	0.91	0.63	0.80	1.09
BPS（元）	0.00	0.00	4.70	5.14	5.74
PE	—	—	31.13	24.50	18.03
PB	—	—	4.18	3.82	3.43

资料来源：湘财证券研究所

□ 风险提示

OUTLETS 试运营情况低于预期

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。