



上市公司调研简报

研究报告
批发和零售贸易

中性 维持

友阿股份 (002277)

2010 年 11 月 08 日

公司经营情况良好, 未来两大奥特莱斯项目 值得持续关注

2010 年 11 月 05 日收盘于 25.91 元
6 个月目标价: 24.50 元

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

事件。2011 年 11 月 2 日, 我们调研了位于湖南长沙的百货区域龙头友阿股份。我们此次调研重点包括: (1) 已有百货门店目前经营状况和发展规划; (2) 公司两大重要外延拓展项目, 长沙奥特莱斯、天津奥特莱斯的进展和未来两三年对业绩可能的影响 (本次关注重点); (3) 其他业务和投资等。

简评和投资建议。友阿股份在当地有着良好的商誉和较高的市场份额 (长沙地区市场份额 40% 左右), 主力门店 (5 家长沙本地门店和 2 家异地门店) 大都地处优质商圈, 具有较强的竞争实力; 公司自有物业占比较高, 商业物业的重估价值较为明显。

2010 年 11 月 5 日该股收盘于 25.91 元, 对应总市值 90.5 亿 (总股本 3.492 亿), 剔除公司所持有的价值 7 亿左右的长沙银行 (未来有可能上市) 少数股权所包含的市值, 公司主业对应市值 83.5 亿。我们预计 2010 全年公司商业零售 (主要是百货) 可实现收入 34.5 亿上下, 但从目前市值对应目前主业的 PS 指标 (接近 2.5 倍), 相对于 A 股零售公司静态看没有估值优势。

公司前三季度实现营业收入 24.86 亿元, 同比增长 31.04%, 实现归属于母公司的净利润 1.82 亿元, 同比增长 47.26%。公司前三季度每股收益 0.523 元, 净利润增速略高于我们此前预期。我们之前对公司 2011-11 年 EPS 的预测为 0.56 元和 0.71 元, 这一预测相对保守 (其中对 10 年的业绩预测处于公司三季报中业绩预告的下限), 而实际上 10 年公司 EPS 超过 0.60 元的概率非常大, 而 11 年业绩也可能有 25%-30% 的增长, 约合 EPS 0.75-0.78 元。

如果以 11 年相对中性的 0.75 元的业绩预测, 30 倍 PE 的估值水平, 再加上公司每股 2 元左右的长沙银行的价值, 公司目标股价在 24.5 左右, 我们暂时仍维持 “中性” 评级。而如果长沙、天津奥特莱斯项目近两年有大幅超出预期的业绩等, 公司估值仍有出现相对于行业溢价的可能。

风险与不确定性: 奥特莱斯项目经营情况低于预期。

调研简况及分析。

1. 公司目前拥有友谊商店 A、B 馆、友谊商城、阿波罗商业广场、郴州店、春天百货长沙店、春天百货常德店和友阿百货 (原家润多百货朝阳店) 7 家百货门店, 均以分公司的形式存在; 其中郴州店和春天百货常德店为异地门店, 其余 5 家门店则均处于长沙地区。

未来如果条件成熟, 我们认为公司门店仍有在长沙及湖南其他地州市展店的可能, 目前来看, 湖南地州市的扩张空间还是较大的, 发达的地州市可支撑 2-3 家 2 万平方米左右的百货店, 而欠发达的地州市也有开 1-2 家百货店的空间。

A. 友谊商店 AB 馆: 位于长沙袁家岭商圈, 08 年初由原友谊商店和阿波罗商业城合并改扩建而成, 目前营业面积近 4.7 万平米, 自有物业, 定位于高端精品百货。

由于该门店仍处于快速成长期, 我们预计该门店今明两年收入可能分别达到 40%-50% 和 25%-30%, 今明两年利润增速可能达到 50%-70% 和 30%-50%。

我们认为该门店近两年的高增长主要来自以下因素：(1) 08 年 1 月整修开业后在不断调整和成熟过程中，收入的逐步释放；(2) 引进国际一线品牌对销售的拉动：目前男装和国际一线服装品牌已调整到位，女装和化妆品仍在陆续调整；(3) 所处地理位置优越，周边有省委、省政府及省军区等政府部门支撑。

我们估计目前该门店客单价在 700-800 元左右，今年平效有望达到 2.5 万元(去年约 1.5 万元)；门店综合毛利率约为 18%，主要是由于国际一线品牌的扣点较低。

B. 友谊商城：位于长沙东塘商圈，95 年 1 月开业，目前营业面积近 2.2 万平米，自有物业，定位于中高档百货。

由于门店开业较早，已较为成熟，目前平效已达 3 万元，毛利率达到 21%；我们预计未来在门店没有面积扩张以及品牌大幅更换的情况下，收入及利润约在 10%-20%之间。

另外，根据公司 07 年 6 月与长沙百利房地产开发公司签订的《土地使用权转让合同》，其在受让该部分土地使用权并加建不超过 25 层住宅楼层后，将把第六层无偿转让给公司，届时，预计友谊商城面积将可扩大 2600 平米。

C. 阿波罗商业广场：阿波罗商业广场位于长沙市客流、物流集散中心的火车站商圈，98 年 1 月开业，租赁物业，定位为综合购物中心。

门店建筑面积 8 万平米，在去年加了一层楼后(投资费用约 2000 万元，4 年摊销)，目前经营面积 4.5 万平米。我们预计该门店今年可能实现 5 个亿的销售，毛利率有望保持 20%的水平。

D. 春天百货长沙店：2000 年 5 月开业，目前经营面积 1.6 万平米，定位于青春时尚、以女装为主。

春天百货长沙店位于长沙市最繁华亦是竞争最激烈的五一广场黄金商圈，目前除春天百货外，还有平和堂(51800 平米，中高档综合百货)，王府井(60000 平米，中高档综合百货)，新世界(35000 平米，中高档精品百货)，百联东方商厦(64000 平米，中高档综合百货)。

门店目前在物业上有所限制，并且竞争压力也较大，因此毛利率预计也不到 20%；我们预计该门店今年由于地铁修建的影响(下半年影响更大)，收入和利润至多与去年持平。

E. 友阿百货：07 年 12 月开业，租赁物业，目前经营面积 2.9 万平米。去年因为门店周边修路增幅不大，我们预计今年该门店销售增速可达到 50%以上，毛利率 16-17%，实现利润 500-600 万。未来随着门店逐步成熟，预计收入和利润均有望逐步释放。

F. 郴州店：08 年 4 月开业，自有物业，定位中高档，目前经营面积 1.5 万平米，该门店是公司于 2008 年 1 月以 7610.05 万元从郴州市皇城房地产开发有限公司购买所得，并于 2008 年 4 月进行交割。

门店所处的郴州地区人民消费水平很高，号称粤港澳的后花园，这一方面是由于当地矿产资源很丰富，另一方面高铁开通后到广州仅 1 个多小时。

我们预计郴州店今年销售约为 2 个亿左右(含税)，利润约为 1500 万元左右，毛利率在 18%左右。

G. 春天百货常德店：03 年 12 月开业，经营面积 1.5 万平米，租赁物业，租金约 600 万/年。我们预计门店今年收入增长约 40%左右，毛利率在 18%左右。

2. 长沙奥特莱斯与天津奥特莱斯将分别于明后年陆续开业。

长沙奥特莱斯：由于天气(上半年雨水同比增加了一倍，下半年天气太热)导致施工进度延后，预计将推迟至 2011 年元旦开业。目前招商率已达到 90%以上，其中以国内一线品牌为主，占到 80%以上，国际一线品牌占比大约在 10%不到；奥特莱斯整体毛利率预计在 13%左右。

我们预计长沙奥特莱斯明年可能实现销售收入 3-4 个亿，实现利润 0(保守)-1000 万(乐观)左右。

天津奥特莱斯：公司拥有 51%的股权。我们预计天津奥特莱斯住宅部分 2011 年下半年开始预售，后年上半年完成并确认收入和利润，预计到时公司可获得权益利润 1.5-2 亿元，但预计要到 2012 年或以后确认；而商业部分预计可能要到 12 年五一前开业。

3. 家电业态：公司的家电业态目前仅作为一种业态的补充，在这块业务上下的功夫不大，我们预计这块业务今年可实现收入 2 亿元左右，毛利率在 5%左右，实现利润 100-200 万元，利润贡献非常小。

4. 小额贷款公司：公司于 8 月 19 日公告成立设立长沙市芙蓉区友谊阿波罗小额贷款公司，注册资金共 2 亿元，其中公司投资 1.8 亿元，其余 2000 万元由其他股东投入；主要是公司供应商等为投放受众；公司计划在三年内通过银行融资总规模达到 3 亿元，预计实现营业收入 4000 万元以上，盈利 1000-2000 万元，并通过四年时间规范改造成村镇银行或区域性商业银行。

我们认为该小额贷款公司的设立除了将为公司贡献一块较好的利润外，更加强了公司和各供应商之间的合作关系、提升其招商能力和谈判能力，从而带动门店内品牌的增加以及毛利率的提升。

5. 小非解禁基本已结束。公司披露的公告看，其此前限售一年到期的股东减持已经基本完成，机构投资者中，仅恩瑞还持有 1100 多万股，我们预计其后该部分继续减持的可能性不大。

表 1 是我们对公司合并损益表的预测。

表 1 友阿股份合并损益表及预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	695942	864913	274657	329432	418092
同比增长 (%)	29.24	24.28	23.76	19.94	26.91
营业总成本(万元)	681812	842694	254366	303304	384889
营业成本(万元)	575212	707275	221455	264796	335973
营业成本/营业收入 (%)	82.65	81.77	80.63	80.38	80.36
营业税金及附加(万元)	4060	5356	3216	3624	4599
营业税金及附加/营业收入(%)	0.58	0.62	1.17	1.10	1.10
销售费用(万元)	72221	92025	14460	17295	21741
销售费用/营业收入(%)	10.38	10.64	5.26	5.25	5.2
管理费用(万元)	25626	33738	15519	17789	22577
管理费用/营业收入(%)	3.68	3.90	5.65	5.4	5.4
财务费用(万元)	4335	3983	-258	-200	0
资产减值损失(万元)	358	317	-27	0	0
非经营性净收益(万元)	2167	-1227	0	0	0
营业利润(万元)	16297	20992	20291	26128	33203
同比增长 (%)	70.04	28.81	25.29	28.77	27.08
营业外收入(万元)	733	3236	85	0	0
营业外支出(万元)	156	222	167	0	0
利润总额(万元)	16874	24005	20209	26128	33203
同比增长 (%)	71.82	42.26	26.16	29.29	27.08
所得税费用(万元)	4231	6846	5113	6532	8301
有效所得税率 (%)	25.08	28.52	25.30	25.00	25.00
净利润(万元)	12643	17159	15096	19596	24902
同比增长 (%)	63.60	35.72	25.54	29.81	27.08
净利润率 (%)	1.82	1.98	5.50	5.95	5.96
归属于母公司所有者的净利润(万元)	12582	17189	14962	19446	24737
同比增长 (%)	53.33	36.62	24.60	29.97	27.21
少数股东损益(万元)	61	-30	134	150	165
摊薄每股收益(元)	0.26	0.34	0.43	0.56	0.71

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

友阿股份 2010 三季报点评：前三季度净利润增长 47%，经营持续良好，维持中性 20101020

友阿股份 2010 中报点评：二季度 34%的净利润增速体现较好经营状况；上半年增速或成年度业绩高点（维持中性）20100819

家润多 2010 一季报点评：一季度高增速来自收入增长和费用率下降；省外拓展天津“奥特莱斯”项目（中性维持）20100423

家润多 2009 年报点评：09 年净利润增长 24.60%符合预期，10 年一季度预增 40-60%（中性维持）20100401

家润多 2009 年业绩快报点评：09 年净利润增长 24.45%符合预期（维持中性）20100224

家润多 2009 年三季报点评：前三季度净利润同比增长近 18%基本符合预期（中性，维持）20091020

家润多 2009 半年报点评：上半年收入和净利润均同比增长 20%以上，费用压力有所缓解（中性，首次）20090819

家润多上市首日定价分析：关注公司上市对商业板块估值和股价的拉动作用 20090717

家润多新股深度报告：厚积薄发的湖南连锁百货零售龙头 20090708

家润多新股询价建议（询价建议 18 元左右）20090701

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。