

友阿股份(002277)调研报告

谨慎推荐

门店调整丰收年，未来增长看扩张

维持评级

可选消费/百货

发布时间：2010 年 12 月 14 日

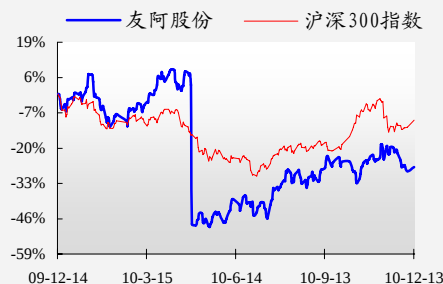
投资要点：

- 从我们最新调研情况看，公司各门店增长均实现了较高的同店增长，内部调整效果显著。
- 友谊商店（A/B 馆）全年有望实现近 50% 的营收增长，我们认为该门店明年仍将处于快速成长期，营收增速可达 25-30% 左右，并从 2012 年以后逐步进入稳定增长期。
- 友谊商城下半年营收增长也在 20% 以上，该门店 6 层将新增 2600 平米经营面积，门店总经营面积将增至 24600 平米，预计效益将在 2012 年开始体现。
- 阿波罗商业广场体量较大，品牌密度较小，平效仍有较大提升空间，且春节前引进影院即将开业，将进一步完善门店功能，拉动销售，我们预计商业广场明年可以延续高增长的势头。
- 春天百货长沙店改造工程计划与长沙地铁修建同步完成（长沙地铁将在 2013 年上半年修建完成），扩建后该店将达到 5 万平，定位青春时尚，将大大提升公司在五一商圈的竞争力。我们看好春天百货未来前景。
- 长沙奥特莱斯预计明年销售可达 4 个亿，2012 年增速 30%。天津奥特莱斯预计明年初动工，2012 年以后体现业绩。
- 我们认为今年是公司门店调整的丰收年，收入和利润都将有较高的增长，明年起，公司主要百货门店内生增长将趋于稳定，公司的成长性则与奥特莱斯项目、春天百货改造以及合适时机的外延扩张密切相关。另外，城市化进程的加快、长沙市快速扩容长株潭一体化及经济圈的扩大也将为长沙带来更多的客源。
- 我们预计公司 2010 年每股收益 0.63 元，并看好长沙消费市场及公司后续项目盈利情况，维持谨慎推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	274,657	23.76	14,962	24.60	0.77	9.94	32.52	
2010E	352,982	28.52	21,849	46.03	0.63	13.20	39.75	
2011E	462,026	30.89	29,112	33.24	0.83	15.53	30.17	
2012E	652,745	41.28	48,355	66.10	1.38	28.20	18.14	

走势图



市场数据

2010-12-14

收盘价：	25.04 元
52 周最高价：	38.14 元
52 周最低价：	16.80 元
平均持仓成本：	25.65 元

基本数据

2010Q3

总股本（万股）：	34,920
流通 A 股（万股）：	34,920
每股收益（元）：	0.52
每股净资产（元）：	4.67
每股经营现金流（元）：	0.59
市净率：	5.36

分析师：周思立 联系人：罗旷怡

执业证书编号：s0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 – 250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1. 公司经营近况

从我们最新调研情况看，公司各门店增长均实现了较高的同店增长，内部调整效果显著。

友谊商店（A/B 馆）：

友谊商店（A/B 馆）是公司进行了实质性改造的门店，2008 年重装开业以来，经过一系列的品牌调整和商圈培育，其成功已远超市场预期。全年有望实现近 50% 的营收增长，门店短板化妆品品牌较上次调研并无实质性进展，明年 1 季度，香奈儿、雅诗兰黛等品牌将进驻友谊商店，品牌调整随之基本到位。我们认为该门店明年仍将处于快速成长期，营收增速可达 25-30% 左右，并从 2012 年以后逐步进入稳定增长期。

友谊商城（东塘店）：

友谊商城（东塘店）1995 年开业，是公司目前最为成熟的门店，位于长沙市东塘商圈核心位置，定位综合性中高档百货，档次介于 AB 馆和阿波罗商业广场之间，化妆品品牌齐全，在东塘商圈具有较强的竞争力，是公司平效最高的门店。友谊商城下半年营收增长也在 20% 以上，即便考虑物价上涨，我们认为成熟门店取得如此增速也体现出长沙市活跃的消费环境及公司较强的经营能力。我们预计该店明年营收增长在 15% 左右，且明年下半年，该门店 6 层将新增 2600 平米经营面积，门店总经营面积将增至 24600 平米，预计效益将在 2012 年开始体现。

阿波罗商业广场：

阿波罗商业广场去年十一前增加了 1 万平米经营面积，总经营面积已达 4.7 万平米，下半年开始产生扩张效益，全年增长在 30% 以上。由于该门店体量较大，品牌密度较小，平效仍有较大提升空间，且春节前引进影院即将开业，将进一步完善门店功能，拉动销售，我们预计商业广场明年可以延续高增长的势头。

春天百货长沙店：

春天百货是公司最弱势的门店，主要原因为物业条件较差，经营面积较小，仅 1.6 万平米，在竞争最为激烈五一商圈，发展受到明显的制约。春天百货 09 年销售收入近 3 个亿，今年上半年同比增长 20% 以上，由于商圈地铁修建影响，下半年已经出现同比下滑，预计全年收入同比略增，利润持平。

五一商圈是长沙市最重要的商圈之一，公司历来在此商圈不够强势，目前，与春天百货毗邻的中山集团国有资产转让以至友阿集团名下，挂牌价 4 亿元，我们预计春节之前有望过渡至上市公司并于春节后开始改造，改造工程计划与长沙地铁修建同步完成（长沙地铁将在 2013 年上半年修建完成），扩建后该店将达到 5 万平，定位青春时尚，将大大提升公司在五一商圈的竞争力。

公司利用地铁修建期间将春天百货改造一并完成可以使公司损失最小化，且地铁修建完成后，该店位于地铁口位置，将为其带来可观的客流，预计 2013 年可以正常运营。我们看好春天百货未来前景，从对面平和堂经营情况看，09 年销售收入 13 个亿，商业营业面积 5.18 万平米，平效 2 万左右，紧邻王府井长沙店经营面积 5.5 万平左右，09 年收入 8.7 亿元，平效 1.6 万左右。即便该店正常运营后第二年平效可达上述两门店 09 年水平，年收入也将达到 8-10 个亿。

表 1: 春天百货收入预测

	09 年营业收入 (亿元)	经营面积 (万平)	平效 (万元/平米/年)
平和堂	11	5.18	2
王府井	8.7	5.5	1.6
春天百货 2014E	8	5	1.6
	10	5	2

资料来源: 东北证券

五一商圈封闭我们认为对公司影响是利大于弊, 该商圈的改造将在一定程度上造成消费者的分流, 利好长沙市他商圈, 且公司在五一商圈竞争力较差, 受到负面影响相对较小。但我们认为公司业绩增长主要源于各门店内生增长, 总体受五一商圈改造的正面影响有限。

朝阳店:

朝阳店是公司 2007 年底新开门店, 去年基数较低, 预计今年全年也可达到近 50% 的同比增速, 该店目前已更名友阿百货, 处于品牌升级阶段, 由于所在区域及定位限制, 我们认为该店在平效达到 1 万左右将面临瓶颈。

外埠门店及扩张:

目前公司主要外埠门店为春天百货常德店和郴州店, 其中常德店开业时间较长, 为成熟门店, 09 年销售收入 1.6 个亿, 今年全年增速在 20-30% 左右; 郴州店今年增速也在 30% 左右, 由于二者处于地州市, 预计明年增速均在 20% 左右。另外, 公司在娄底、永州各有一家加盟店, 用公司的品牌和团队, 每年收取 100 万元加盟费, 公司具有优先购买权。

扩张方面, 公司今年主要进行了已有门店的调整改造, 没有新开门店。目前公司在长沙市内和地州市均有在适当时机开店的准备, 我们预计明年可能有 1-2 家地州市门店开出。且凭借在当地市场的地位, 我们认为公司在旧城改造及地州市招商等方面仍有较大优势。

2. 奥特莱斯项目**长沙奥特莱斯:**

长沙奥特莱斯计划元旦开业, 目前建筑部分已全部完成, 进入品牌装修阶段, 已引进 200 多个品牌, Burberry、登喜路等品牌也将在半年后进驻。由于奥特莱斯为折扣店, 平均扣点较低, 在 13% 左右, 租金成本每年 600 万元, 其余各项年均费用及摊销共 4500 万左右, 4 个亿可达到盈亏平衡, 我们预计长沙奥特莱斯明年销售可达 4 个亿, 2012 年增速 30%。

表 2: 长沙奥特莱斯盈利预测

	2011E	2012E
营业收入 (万元)	40000	52000
坪效 (万元)	0.8	1.04
毛利率 (%)	13	13
毛利额 (万元)	5200	6760
租金成本 (万元)	600	600
摊销及费用 (万元)	4500	4500
营业利润 (万元)	100	1660

资料来源: 东北证券

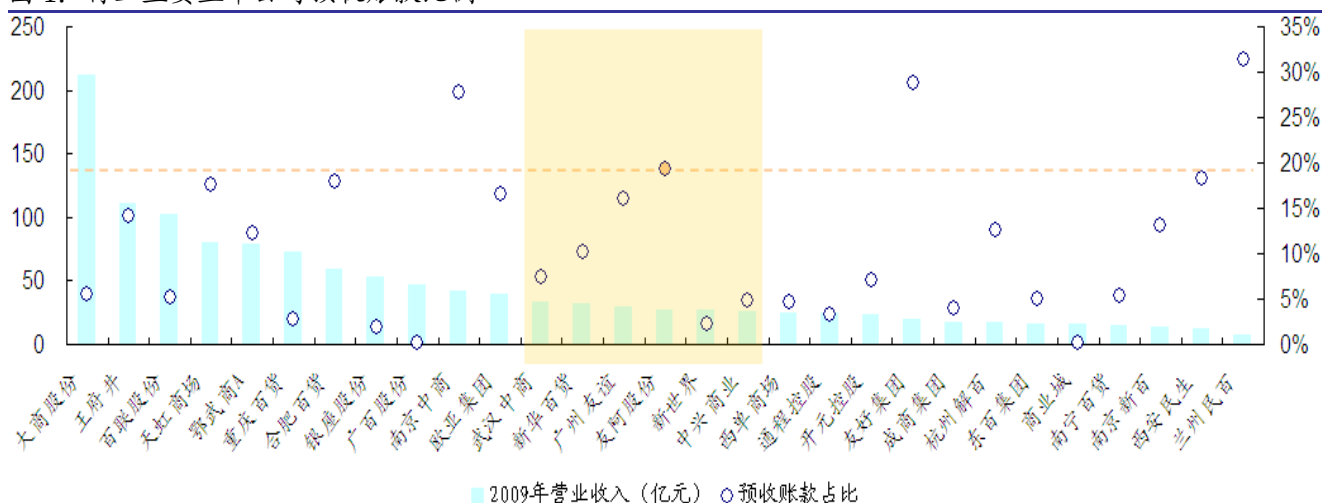
天津奥特莱斯:

天津奥特莱斯预计明年初动工, 2012 年以后体现业绩。天津项目公司持股 51%, 包含 10 万平米的商业面积和 7.7 万平米住宅面积, 总投资 9.5 亿元, 其中商业部分成本不到 4 亿元, 住宅部分建筑成本 3 亿元左右。我们预计公司住宅部分销售单价 1.2 万/平米, 可实现利润 3 个多亿, 基本弥补商业部分投资, 使得项目成本较低, 但天津消费者对奥特莱斯的认同尚需观察。

3. 购物卡及品牌代理

公司上市后, 品牌影响力得到有效提升, 且通过门店的一系列提档升级, 公司购物卡发放数量大幅增加, 若仅从预收账款看, 公司 09 年预收款为 5.31 亿元, 相当于营业收入的 19.35%, 位于行业前列, 我们估计其实际发卡量可达到 7-8 个亿, 与销售规模相当的公司相比, 这一比例更具优势。

图 1: 行业主要上市公司预收账款比例



数据来源: wind, 东北证券

品牌代理方面，公司除雷驰和金利来外，今年10月新增卡宾品牌，该业务仅作为公司主营业务的补充，大规模发展难度较高，每年为公司贡献7、8百万利润。

4. 盈利预测与投资建议

我们认为今年是公司门店调整的丰收年，收入和利润都将有较高的增长，明年起，公司主要百货门店内生增长将趋于稳定，公司的成长性则与奥特莱斯项目、春天百货改造以及合适时机的外延扩张密切相关。另外，城市化进程的加快、长沙市快速扩容长株潭一体化及经济圈的扩大也将为长沙带来更多的客源。

我们预计公司2010年每股收益0.63元，并看好长沙消费市场及公司后续项目盈利情况，维持谨慎推荐评级。

5. 风险提示

长沙市场竞争加剧，奥特莱斯项目经营情况低于预期，扩张中门店培育期过长或出现失误等。

表3：公司利润表预测(万元)

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	274,656.94	352,982.27	462,025.84	652,745.12
营业成本	221,455.09	284,751.50	374,918.21	485,904.32
营业税金及附加	3,216.13	4,133.29	5,410.15	27,219.47
主营业务利润	49,985.73	64,097.48	81,697.47	139,621.33
销售费用	14,460.21	16,766.66	19,636.10	26,436.18
管理费用	15,518.79	18,531.57	23,332.30	31,658.14
财务费用	-257.84	-331.37	-433.73	-612.77
营业利润	20,291.07	29,415.43	39,162.80	82,139.78
营业外收支净额	-82.31	-23.17	0.00	0.00
利润总额	20,208.76	29,392.25	39,162.80	82,139.78
所得税费用	5,112.67	7,348.06	9,790.70	20,534.95
归属母公司净利润	14,962.38	21,848.95	29,111.95	48,355.47
每股收益(元)	0.77	0.63	0.83	1.38

资料来源：公司公告，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。