

友阿股份(002277)

公司研究/调研简报

推荐 首次给予

合理估值：28—30 元

2010 完美收官，后续仍将精彩纷呈

民生精品---调研报告/零售行业

2011 年 01 月 10 日

一、事件概述

近日我们到友阿股份(002277)实地调研，就市场关心的元旦销售情况、长沙奥特莱斯主题公园开业时间，以及公司未来扩张发展规划和经营状况与公司董秘及证代进行了广泛的交流。

二、分析与判断

► 元旦销售火爆超预期，预计一季度骄人业绩可期

元旦 1-4 日假期销售火爆，友谊商店 AB 馆、友谊商城、阿波罗商业广场、春天百货四家长沙主力门店销售超 2 亿，内生增长十分强劲，同比增速 50%，火爆程度超预期。我们预计元旦春节假日消费的火爆将奠定公司一季度的骄人业绩。

► 长沙奥特莱斯主题公园预计将于春节前开业

长沙奥特莱斯主题公园，原定 2010 年国庆节开业，后追加投资 1 亿元，增加了阁楼。由于天气原因（夏季炎热高温、冬季冰冻雨雪）户外施工工期有所延误，现在加班加点装修，力争在春节前开业；要求 50-80%以上门店能同时开出。

一期以国内一线品牌为主，开业半年后国际一线品牌将陆续入驻。长沙奥特莱斯主题公园汲取了百联青浦奥特莱斯的成功经验，填补区域空白，区位优势，踞长株潭城市群仅半小时车程，实行联营扣点的方式，毛利率达 13%，高于百联青浦 3 个百分点以上，盈利前景十分看好。预计 2011 年盈利持平，2012 年开始爆发式增长。

► 长沙原有门店扩建，计划再开 2 店，成为区域绝对霸主

公司立足长沙市场，扩大营业面积，春天百货拟扩建成 5 万平米的大店，使之能在长沙市最繁华的五一商圈与平和堂、王府井等强有力的竞争对手抗衡；阿波罗广场增加 1.5 万平，友谊商城扩至 3.4 万平，经营面积有 5 万平以上的扩张空间，再加上计划开业两家门店，公司将成为长沙市场的绝对霸主。目前公司占长沙百货零售业市场份额的 38%以上，未来计划提升到 50%以上。

► 省内二线城市、跨省扩张井然有序，天津奥特莱斯奠定跨省扩张新模式

湖南省共有 13 个地级市、1 个自治州、34 个市辖区、16 个县级市，目前公司有常德店和郴州店。未来计划省内每年新增 1-2 家百货店，二线城市扩张井然有序。

跨省扩张将以天津奥特莱斯为模板，复制奥特莱斯模式。10 年 12 月

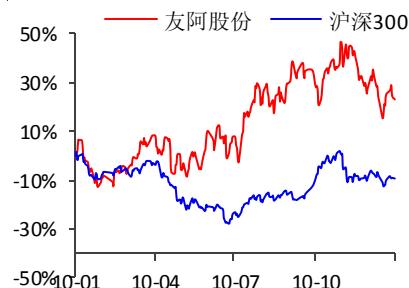
民生证券研究所

分析师：史萍
 执业证书编号：S0100208080214
 电话：(8610)8512 7651
 Email: shiping@mszq.com

分析师：李振飞
 执业证书编号：S0100210060002
 电话：(8610)8512 7650
 Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-1-10)

收盘价(元)	22.84
近 12 个月最高/最低	19.57/13.53
总股本(百万股)	349.20
流通股本(百万股)	206.136
流通股比例%	59.03%
总市值(亿元)	79.76
流通市值(亿元)	47.08

相关研究

天津友奥特莱斯完成奠基仪式，2011 年 4 月份将正式开工，建设周期一年半。项目位于天津滨海新区，2010 年该区 GDP 总量已超过浦东，目前人口主要为产业工人，但未来规划常住人口 200 万，发展潜力巨大，正是看好这一巨大商机，公司把滨海新区作为跨省扩张的第一站。天津奥特莱斯住宅部分预计 2011 年下半年开始预售，商业部分预计在 2012 年国庆节开业。2012 年将有部分地产项目进入结算，预计将成为公司当年业绩爆发式增长的助推器。

► 2010 业绩完美收官，2011 年预计增长 30%，爆发式增长看 2012 年

2010 年是公司内生调整的丰收年，营业收入增速在 30% 左右，净利润将实现 50% 左右的增长，实现完美收官。2011 年主要看点在长沙奥特莱斯，另外长沙主力门店包括友谊商店 AB 馆化妆品及女装品牌的调整、友谊商城、阿波罗广场及友阿百货的品牌升级仍将撬动强劲的内生增长，友谊商店的内生增长有望维持在 30%，其他门店也将实现 15%-25% 的内生增长，因此内生增长仍支持公司 2011 年业绩增长 30%，存超预期可能。2012 年长沙奥特莱斯主题公园将进入盈利期，而天津奥特莱斯住宅项目的结算也将助推 2012 年业绩的爆发式增长。

► 股价催化指日可待，资产注入+股权激励计划

年内将完成大股东商业资产的注入，主要是两栋商业大楼，一栋是春天百货物业，目前无偿租赁给上市公司，计划将物业注入到上市公司，改造成 4.5-5 万平米的商场（目前只有 1.6 万平）；另一栋是中山路百货大楼，将改造成一个长沙百货业历史博物馆。资产注入完成后 6 个月公司拟推出股权激励计划。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2010-2012 年营业收入复合增长率仍在 30% 以上，2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、0.85 元和 1.34 元，是 A 股零售不可多得的高成长标的，理应享有一定溢价。公司拥有强大的区域优势和优秀的管理团队，治理结构完善、股权激励到位，未来两大奥特莱斯项目的开业将有望复制百联青浦的成功模式，揭开跨区域奥特莱斯连锁复制的新篇章，首次给予公司“推荐”评级。

四、风险提示：

奥特莱斯项目的开业时间延后，或培育低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2,747	3,558	4,709	6,184
增长率（%）	23.8%	29.6%	32.3%	31.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	150	224	295	468
增长率（%）	25.54%	49.74%	31.87%	58.36%
每股收益（元）	0.91	0.64	0.85	1.34
毛利率（%）	19.4%	19.2%	19.4%	21.0%
净资产收益率 ROE(%)	15.1%	13.2%	14.5%	19.4%
每股净资产（元）	4.35	5.44	6.30	7.65
PE	25.1	35.7	26.9	17.0
PB	5.25	4.20	3.63	2.99
EV/EBITDA	37.79	22.18	17.18	11.11

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	2,747	3,558	4,709	6,184
减：营业成本	2,215	2,876	3,798	4,885
营业税金及附加	32	42	55	72
销售费用	145	169	226	297
管理费用	155	174	240	309
财务费用	(3)	(10)	(8)	(9)
资产减值损失	(0)	(0)	0	0
加：投资收益	0	3	0	0
二、营业利润	203	306	397	629
加：营业外收支净额	(1)	(4)	0	0
三、利润总额	202	303	397	629
减：所得税费用	51	77	99	157
四、净利润	151	226	298	472
归属于母公司的利润	150	224	295	468
五、基本每股收益(元)	0.91	0.64	0.85	1.34

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	37.79	22.18	17.18	11.11
成长能力:				
营业收入同比	23.8%	29.6%	32.3%	31.3%
营业利润同比	25.3%	50.9%	29.8%	58.4%
净利润同比	25.5%	49.7%	31.9%	58.4%
营运能力:				
应收账款周转率	146.95	170.00	151.89	151.39
存货周转率	48.84	54.37	56.45	56.97
总资产周转率	1.32	1.27	1.42	1.50
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.4%	19.2%	19.4%	21.0%
净利率	5.4%	6.3%	6.3%	7.6%
总资产净利率 ROA	7.2%	8.1%	9.0%	11.5%
净资产收益率 ROE	15.1%	13.2%	14.5%	19.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.51	1.54	1.46	1.40
资产负债率	42.3%	45.7%	47.8%	48.1%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标(元)				
每股收益	0.91	0.64	0.85	1.34
每股经营现金流量	1.41	1.42	1.91	2.59
每股净资产	4.35	5.44	6.30	7.65

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,521	1,886	2,308	2,778
应收票据	0	0	0	0
应收账款	15	27	35	46
预付账款	36	46	61	80
其他应收款	17	22	29	38
存货	59	72	95	122
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,647	2,053	2,528	3,064
长期股权投资	91	95	100	104
固定资产	582	553	655	818
在建工程	2	137	252	492
无形资产	136	156	145	168
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	987	911	1,124	1,522
资产总计	2,634	3,256	3,945	4,878
短期借款	0	0	0	0
应付票据	70	91	121	155
应付账款	338	439	580	746
预收账款	531	690	911	1,172
其他应付款	113	114	114	114
应交税费	2	1	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,091	1,336	1,727	2,188
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债合计	1,115	1,356	1,746	2,208
股本	194	349	349	349
资本公积	943	943	943	943
留存收益	368	592	887	1,355
少数股东权益	14	16	19	23
所有者权益合计	1,519	1,901	2,199	2,671
负债和股东权益合计	2,634	3,256	3,945	4,878

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	493	497	669	905
投资活动现金流量	(122)	(137)	(255)	(445)
筹资活动现金流量	738	6	8	9
现金及等价物净增加	1,109	365	422	469

分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售及旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。