

2011-02-28

批发和零售贸易

友阿股份 002277-SZ

业绩符合预期，内涵较高质量增长是主因

◇ 事件：公司公布 2010 年业绩快报

◆业绩符合预期，2010 净利润增速同比增长 45.04%:

2010 年公司营业收入 35.64 亿元，同比增长 29.77%，基本符合我们之前全年 35.94 亿元的预判。2010 年净利润 2.17 亿元，同比增长 45.04%，亦符合我们之前 2.21 亿元的估计。公司报告期间收入与利润大幅增长的原因，得益于友谊 A/B 馆 2009 年品牌调整到位，收入和盈利都有爆发性增长。我们认为随着 2H2010 年该馆化妆品类的调整到位，友谊 A/B 馆 2011 年仍能延续之前较强爆发性。此外家润多朝阳店开业后通过及时的品牌结构调整，2010 年也显示出较强的后劲，因此我们认为 2010 年公司业绩较好的表现和门店不断提升品牌能力及较高的内生性增速息息相关。

◆2011 年催化剂较多，估值并非首要标准:

作为一个极具消费意愿省份的龙头百货公司，友阿股份在湖南地区七家门店的网络密集分布具有一定垄断优势，而这一垄断优势直接体现在公司对于品牌商的联营扣点率的议价能力上。虽然 2010 年公司净利润增速高达 45%，但我们公司的品牌调整幅度仍有潜力，尤其是友谊 A/B 馆的女装品类仍有提升空间，作为公司利润主要贡献来源，未来仍有一定爆发性。此外我们认为下列短期催化剂将促使公司的股价弹性较大：1) 友阿集团将原中山集团旗下友谊宾馆注入至友阿股份 2) 长沙银计划上市 3) 大股东未来 12 个月增持不超过 2% 总股本。因此对于一个未来故事连通的区域百货龙头股，估值并非作为投资决策的首要标准。

◆莫以一时论英雄，奥特莱斯中长期仍是公司看点:

长沙奥特莱斯于 2011 年 1 月开业，目前仍然处于试营业状态。从目前的经营情况来看，日均销售情况虽差强人意，但我们认为作为新业态的奥特莱斯，地理位置极佳。除了该门店处于长沙、湘潭和株洲三市融城中心外，距离省政府车行不到五分钟以及地铁一号线太白路的出口站，因此未来有着巨大的消费潜力和人流保证。我们认为作为奥特莱斯第一要素的客流充足公司完全符合，而公司友谊 A/B 馆高端品牌云集，因此在招商能力方面不乏长期合作的伙伴，未来在引进国际一线品牌方面亦有较大的供应商基础，因此长沙奥特莱斯以及下半年天津奥特莱斯仍是公司未来较大看点。

◆维持买入评级，建议 22 元以下积极配置:

我们暂且维持之前 2010-2012 年的盈利预测，给予 EPS0.63/0.86/1.12 元，未来三年复合增长率 37.9%，6 个月目标价 28.16 元，对应 2011 年主业 30 倍 PE，维持买入评级，认为公司在湖南的垄断优势明显，业态丰富且门店梯队完整，未来外延扩张及内涵发展都有较大潜力，建议投资者在 22 元以下积极配置。

◆风险分析:

奥特莱斯经营情况低于预期，股权激励计划推出之前业绩动力释放不足

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,219	2,747	3,594	4,989	6,201
营业收入增长率	35.69%	23.76%	30.85%	38.82%	24.29%
净利润(百万元)	120	150	221	300	392
净利润增长率	31.00%	24.60%	47.95%	35.52%	30.74%
EPS(元)	0.34	0.43	0.63	0.86	1.12
ROE(归属母公司)	25.10%	9.94%	13.27%	15.78%	17.80%
P/E	65	52	35	26	20
P/B	16	5	5	4	4
EV/EBITDA	15	13	19	14	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	22.38 元
目标价格	28.16 元
目标期限	6 个月

分析师:

唐佳睿(执业证书编号: S0930510120009)

021-22169161

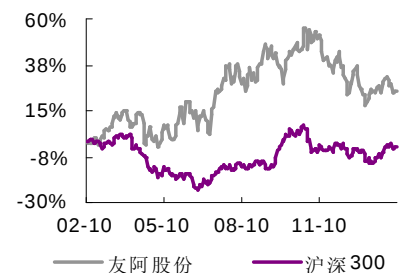
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	349
总市值(百万元)	7,815
流通比例(%)	59.03%
12 个月最高/最低(元)	38.14/16.80
近 3 月日均成交量(百万股)	3.43

主要股东 湖南友谊阿波罗控股股份有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.52	-16.92	27.86
绝对收益	0.30	-17.72	24.98

相关报告:

友阿股份: 大股东增持, 彰显未来公司前景之信心 (首次评级: 买入) ---公司公告点评
..... 2011-01-26

图表 1：友阿股份 EPS 预测拆分

2005-2012 年友阿股份 EPS 拆分 (2011 年 2 月 27 日更新)

单位：元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
百货	0.15	0.16	0.24	0.34	0.43	0.61	0.78	1.03
家电	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
超市	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
品牌代理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.03	0.04
小企业融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05
投资收益	0.00	0.25	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.19	0.41	0.26	0.34	0.43	0.63	0.86	1.12
	2011E	估值倍数	股票价值					
百货	0.78	30	23.40					
家电	0.00	30	0.00					
超市	0.00	30	0.00					
品牌代理	0.03	30	0.90					
小企业融资	0.05	20	1.00					
投资收益	0.00	1	0.00					
合计	0.86		25.30					
长沙银行股权价值			2.86					
总计			28.16					

资料来源：公司公告、光大证券研究所

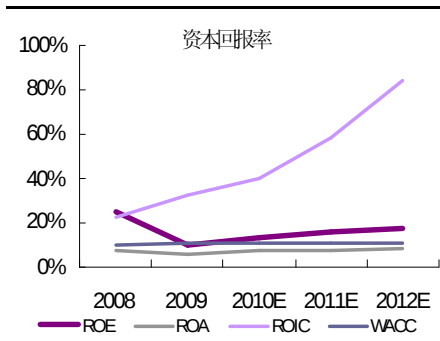
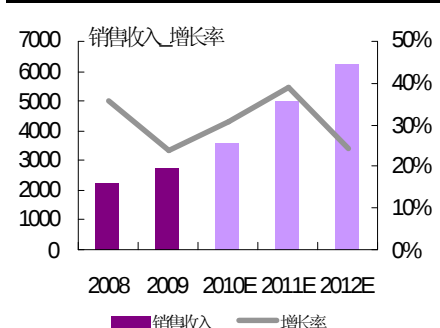
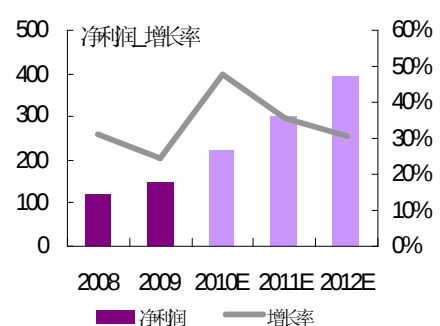
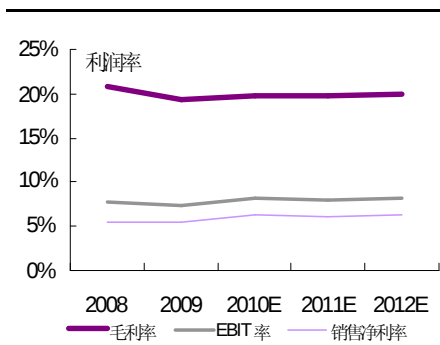
图表 2：友阿股份所含长沙银行股权估值为 2.86 元

友阿股份所含长沙银行股权估值情况 (2011 年 2 月 27 日更新)

	2008	2009	2010E	2011E
净利润 亿元		7.8	10.14	13.18
长沙银行注册资本 亿		11.73	18.08	18.08
银行股 市盈率		10	10	10
EPS 元		0.66	0.56	0.73
长沙银行每股价值/价格		6.65	5.61	7.29
友阿股份所持股数量 亿元		0.8736	1.3686	1.3686
友阿股份股本 亿股		3.49	3.49	3.49
长沙银行对友阿贡献价值 元		1.66	2.20	2.86

资料来源：公司公告、光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,219	2,747	3,594	4,989	6,201
营业成本	1,756	2,215	2,884	4,000	4,967
折旧和摊销	46	46	58	66	72
营业税费	26	32	45	62	78
销售费用	125	145	183	259	316
管理费用	137	155	190	269	329
财务费用	10	-3	-6	-5	-14
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	162	203	298	403	526
利润总额	160	202	298	403	526
少数股东损益	0	1	2	2	2
归属母公司净利润	120.09	149.62	221.37	299.99	392.20

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,540	2,634	3,122	3,891	4,636
流动资产	562	1,647	1,994	2,628	3,296
货币资金	412	1,521	1,767	2,318	2,917
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	22	15	36	50	62
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	25	17	47	60	68
存货	53	59	87	120	149
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	86	91	91	91	91
固定资产	594	582	690	799	866
无形资产	140	136	129	122	116
总负债	1,058	1,115	1,437	1,971	2,413
无息负债	918	1,115	1,437	1,971	2,413
有息负债	140	0	0	0	0
股东权益	482	1,519	1,685	1,920	2,223
股本	144	194	349	349	349
公积金	115	1,000	878	924	983
未分配利润	219	311	441	628	871
少数股东权益	3	14	16	18	20

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	372	493	489	800	813
净利润	120	150	221	300	392
折旧摊销	46	46	58	66	72
净营运资金增加	-244	-109	-44	-158	-119
其他	450	406	254	592	467
投资活动产生现金流	-217	-122	-200	-200	-150
净资本支出	-140	-136	200	200	150
长期投资变化	86	91	0	0	0
其他资产变化	-163	-78	-400	-400	-300
融资活动现金流	-57	738	-44	-48	-64
股本变化	0	50	155	0	0
债务净变化	-18	-140	0	0	0
无息负债变化	270	196	322	534	442
净现金流	98	1,109	246	551	599

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.69%	23.76%	30.85%	38.82%	24.29%
净利润增长率	31.00%	24.60%	47.95%	35.52%	30.74%
EBITDA 增长率	-2.14%	13.37%	41.84%	32.41%	25.93%
EBIT 增长率	33.85%	16.63%	45.58%	36.48%	28.53%
估值指标					
PE	65	52	35	26	20
PB	16	5	5	4	4
EV/EBITDA	15	13	19	14	10
EV/EBIT	19	17	23	16	12
EV/NOPLAT	26	22	31	22	16
EV/Sales	1	1	2	1	1
EV/IC	6	7	12	13	13
盈利能力 (%)					
毛利率	20.86%	19.37%	19.76%	19.83%	19.90%
EBITDA 率	9.81%	8.99%	9.74%	9.29%	9.41%
EBIT 率	7.74%	7.29%	8.11%	7.98%	8.25%
税前净利润率	7.22%	7.36%	8.29%	8.07%	8.48%
税后净利润率 (归属母公司)	5.41%	5.45%	6.16%	6.01%	6.32%
ROA	7.81%	5.73%	7.15%	7.76%	8.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.10%	9.94%	13.27%	15.78%	17.80%
经营性 ROIC	22.76%	32.75%	40.08%	58.73%	84.23%
偿债能力					
流动比率	0.60	1.51	1.42	1.36	1.40
速动比率	54.09%	145.55%	135.70%	130.27%	133.61%
归属母公司权益/有息债务	3.42	-	-	-	-
有形资产/有息债务	8.88	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.34	0.43	0.63	0.86	1.12
每股红利	0.00	0.17	0.19	0.26	0.34
每股经营现金流	1.07	1.41	1.40	2.29	2.33
每股自由现金流(FCFF)	1.56	1.15	0.35	0.92	1.22
每股净资产	1.37	4.31	4.78	5.44	6.31
每股销售收入	6.36	7.87	10.29	14.29	17.76

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

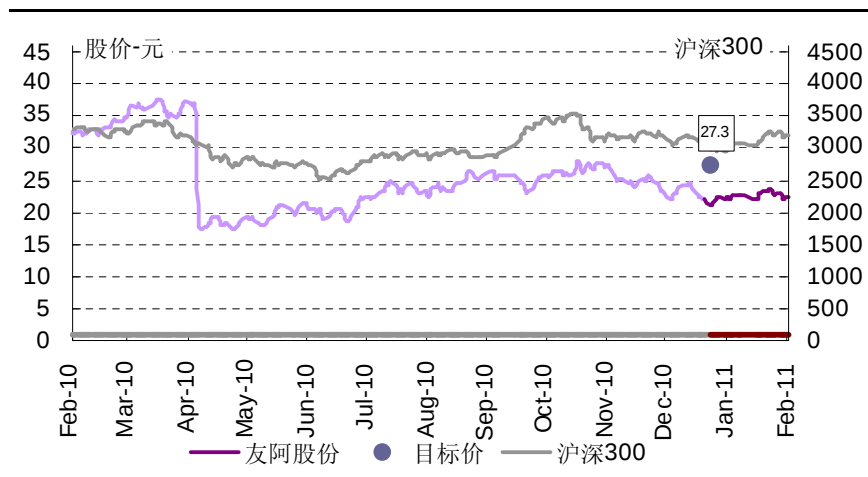
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

友阿股份 (002277)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标价	评级
2011-01-15	21.94	27.30	买入
2011-01-25	22.17	27.30	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%;
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
 总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
 总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。