

方正证券研究所

陈翀

执业证书编号: S1220109042188

TEL: 010-68584861

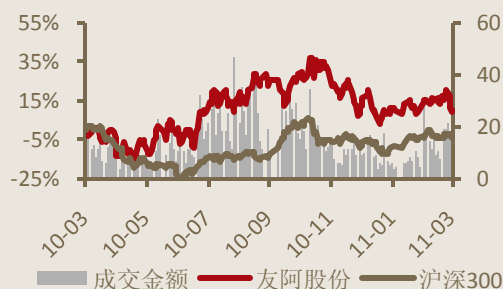
E-mail: chencong@foundersc.com

联系人: 李蕤宏

TEL: 010-68584857

E-mail: liruihong0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

	11E	12E	13E
每股收益(元)	0.859	1.449	1.456
每股净资产(元)	5.39	6.46	7.53
净利润(亿元)	3.00	5.06	5.08
市盈率	26.41	15.66	15.59

相关研究

收购兑现, 发展步伐加快

资产注入启动, 期待新春天百货

数据来源: 港澳资讯, 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

同店增长实现亮丽业绩

友阿股份(002277)

公司年报点评
2011.03.30 买入

零售行业

投资要点

年报摘要: 报告期内公司实现营业收入 35.64 亿元, 同比增长 30.22%, 其中百货增长 31.74%, 家电增长 13.72%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.16 亿元, 同比增长 44.46%, 扣除非经常损益后净利润 2.18 亿元, 同比增长 45.72%; 全面摊薄每股收益为 0.62 元, 基本符合我们前期 0.61 元的预期。

同店增长维持高位, 为业绩主要来源。 2010 年公司没有增加百货门店, 业绩增长主要源自已有七大百货门店, 尤其是友谊商店和友阿百货朝阳店经过品牌调整优化, 营业收入增速分别达到 43.14% 和 37.09%, 其余门店除春天百货因修建地铁封路增速有所减缓外, 增速均在 25% 以上。目前已有门店的增长动力主要源自扩大经营面积和品牌调整, 随着改造工程逐步完成, 长期增长动力将主要源自后者。

我们认为在公司现有经营体系下, 现有门店通过品牌调整仍有望在未来两年维持 20%-25% 的高速增长, 主力门店友谊商店增速有望保持在 35% 以上。

毛利率下降 0.41%, 期间费用率下降 1.47%。 2010 年公司毛利率水平继 2009 年之后 (2009 年为, 较 2008 年下降) 继续出现小幅下降, 主要源自两个方面原因, 一是增加引进扣点相对较低的国际名品, 其销售增长高于公司平均增长率, 销售比重也进一步加大; 二是报告期内节日促销活动带来的销售额同比增长, 导致公司毛利率较去年同期有所下降。

销售费用和管理费用分别较上年下降 0.65% 和 0.49%, 主要由于主力门店收入增幅较大, 有效缓解了人工、营运及折旧摊销等相关费用的增幅。公司净利润增幅高于营业收入增幅, 主要源自期间费用率的下降。未来两年随着长沙和天津奥特莱斯的投入运营, 折旧摊销数额增大, 且奥特莱斯运营初期收入贡献有限, 公司销售、管理费用率将有小幅上扬。

区域竞争优势依然明显, 品牌影响力将随着收购中山集团资产进一步增强。 2010 年, 公司在长沙市大型百货店的销售份额占比由 2007 年的 35.8% 提升至 39.18%, 连续第三年实现提升。从分地区增长数据看, 长沙地区和长沙以外地区的增速分别为 30.42% 和 28.48%。

日前公司公告收购中山集团商业性资产, 本次收购将使公司以低廉价格获得 8 万平米优质物业, 其中包括位于长沙核心商圈的春天百货所在物业。根据规划, 将在 2013 年底完成对春天百货的改造, 届时春天百货的营业面积将从 1.6 万平米提升到 6 万平米。本次收购后公司资产扩容近一倍, 不仅使百货业绩提升摆脱体量瓶颈, 还将大大提升公司的品牌影响力, 未来公司市场份额仍有望进一步提升。

未来三年业绩惊喜将源自春天百货和奥特莱斯项目。长沙奥特莱斯已于 2011 年 1 月 23 日部分试营业，预计将于 2011 年 5 月完工，公司将力争 2011 年内实现全面开业。天津项目分为两部分，奥特莱斯部分于 2010 年 12 月 18 日奠基，预计 2011 年底试运营；公寓住宅开发部分于 2010 年 9 月动工建设，公寓建筑面积 7.7 万平米，预计售价约 1.4 万/平米，规划于 2011 年 3 月开始预售，2012 年实现结算。春天百货规划 2013 年底完成改造，预计开业首年销售额有望突破 12 亿（目前约 4 亿元）。

我们预计，2012 年天津住宅项目确认收入将带来约 10 亿元的收入增长，而随着长沙和天津奥特莱斯项目的成熟、及春天百货改造完成，2013 年之后公司有望迎来新的业绩爆发点。

图表 1 公司主营收入预测

单位：百万元	2010	2011	2012	2013
现有百货门店	3231	4015.69	4858.166	5897.868
YOY	31.8%	24.3%	21.0%	21.4%
家电	262	290.9374	320.0311	352.0342
YOY	13.7%	11.0%	10.0%	10.0%
长沙奥特莱斯	—	500	650	845
YOY	—	—	30.0%	30.0%
天津奥特莱斯	—	—	600	780
YOY	—	—	—	30.0%
天津住宅项目	—	—	1078	—

数据来源：方正证券研究所

由于友谊宾馆纳入后增加的酒店收入、以及中山百货大楼改造后业绩贡献尚具有不确定性，盈利预测暂不予以考虑。预计 2011 年至 2013 年，公司分别实现净利润 3.00 亿、5.06 亿、5.08 亿，EPS 分别为 0.86 元、1.45 元、1.46 元。我们维持公司“买入”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3563.46	4855.57	7533.42	7898.79	货币资金	1317.66	2423.64	3433.95	3482.85
减：营业成本	2898.02	3950.01	6026.74	6398.02	应收和预付款项	466.10	-75.45	674.38	-40.84
营业税金及附加	40.16	54.72	84.90	89.02	存货	266.90	166.00	80.00	58.00
营业费用	164.37	225.78	369.14	371.24	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	183.86	240.35	403.04	394.94	长期股权投资	190.22	190.22	190.22	190.22
财务费用	-15.00	-23.73	-38.02	-45.17	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.15	0.15	0.15	0.15	固定资产和在建工程	600.32	650.43	680.54	725.98
加：投资收益	6.87	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	151.48	145.43	139.37	133.32
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	238.25	230.91	220.24	189.56
其他经营损益	0.47	0.00	0.00	0.00	资产总计	3230.94	3731.18	5418.70	4739.09
营业利润	299.24	408.29	687.47	690.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	-3.56	-1.56	-1.56	-1.56	应付和预收款项	1445.88	1720.87	3028.52	1967.32
利润总额	295.69	406.73	685.91	689.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	75.93	101.68	171.48	172.26	其他负债	34.11	34.11	34.11	34.11
净利润	219.75	305.05	514.44	516.77	负债合计	1479.99	1754.98	3062.63	2001.42
减：少数股东损益	3.60	5.00	8.43	8.47	股本	349.20	349.20	349.20	349.20
归属母公司股东净利润	216.15	300.05	506.01	508.30	资本公积	787.96	787.96	787.96	787.96
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	留存收益	525.86	746.12	1117.56	1490.69
经营性现金净流量	2010A	2011E	2012E	2013E	归属母公司股东权益	1663.02	1883.28	2254.72	2627.85
投资性现金净流量	482.67	1261.69	1186.50	218.55	少数股东权益	87.93	92.92	101.35	109.82
筹资性现金净流量	-600.95	-101.17	-81.17	-81.17	股东权益合计	1750.95	1976.20	2356.07	2737.67
现金流量净额	-76.70	-54.54	-95.03	-88.49	负债和股东权益合计	3230.94	3731.18	5418.70	4739.09

数据来源：公司数据及方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com