

2011-04-14

批发和零售贸易

友阿股份 002277-SZ

业绩超预期，奠定全年较高业绩增速

◇ 事件：公司公布 2011 年一季度

◆1Q2011 业绩超预期，净利润同比增长 50.80%:

1Q2011 公司实现营业总收入 13.63 亿元，同比增长 37.35%，净利润 1.43 亿元 (EPS 为 0.41 元)，同比增长 50.80%，超出市场预期。我们在之前的业绩预增点评中已经提及，1Q2011 业绩较好的业绩主要得益于湖南地区当地较强的区域购买力以及内生性公司现有七家门店品牌调整的共同结果。同时 1Q2011 期间小额贷款业务逐渐崭露头角，我们预计全年该业务能增厚 2011 年业绩 EPS 约 0.06 元。

◆毛利率同比略有下滑，节日促销力度加大是主因：

2011 年一季度公司毛利率为 19.57%，同比下降 0.27 个百分点，我们认为主要原因是 1) 公司节假日促销活动增多，导致毛利率有所下滑 2) 此外公司持续的品牌结构调整，引进国际一线品牌入驻门店，相对扣点较低也是促使毛利率略有下滑的原因。公司毛利率略有下滑，符合我们全年对毛利率的预期，我们 2011 年全年给予公司的毛利率为 18.58%(2010 年全年为 18.67%)，主要逻辑为随着长沙、天津奥特莱斯、国货陈列馆黄金珠宝店等门店的开张，未来促销和品牌调整仍将延续。

◆期间费用率显著下滑，释放业绩较为充分：

1Q2011 期间，公司期间费用率为 4.83%，同比下降 1.3 个百分点，其中销售/管理费用率分别下降 0.4 和 0.93 个百分点至 2.27% 和 2.94%，我们认为公司内部控制能力有逐渐加强的趋势，而期间费用率的持续下降，也体现了公司目前有较强的释放业绩动力。

◆外延扩张意愿强烈，内生性亦积极进取：

我们认为公司作为湖南省的百货龙头企业，未来将受益于区域内消费升级以及经济的城市化进程发展，此外当地较强的消费意愿也将奠定公司较为稳健的业绩。外延未来看点在于长沙、天津奥特莱斯的经营是否能够迅速脱离培育期以及中山集团资产项目的业务拓展。而内生性方面公司较为积极进取的品牌调整，尤其是友谊 B 馆化妆品品牌以及女装类持续的调整，我们预计 2011 年公司内生性仍有较强提升空间。

◆维持买入评级，区域垄断优势明显：

我们维持 2011-2013 年公司 EPS0.87/1.13/1.49 元，未来三年复合增长率 34.0%，6 个月目标价 32.26 元 (含 2.86 元长沙银行隐含价值)，对应 2011 年主业 35 倍 PE，从目前公司门店的品牌调整力度来看，全年业绩增速维持在 40% 左右实现可能性较大，维持买入评级。

◆风险分析：

奥特莱斯经营情况低于预期，新春天百货工程进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,747	3,563	4,922	6,065	7,628
营业收入增长率	23.76%	29.74%	38.13%	23.22%	25.76%
净利润 (百万元)	150	216	305	393	520
净利润增长率	24.60%	44.46%	41.25%	28.85%	32.27%
EPS (元)	0.43	0.62	0.87	1.13	1.49
ROE (归属母公司)	9.94%	13.00%	15.51%	17.34%	19.49%
P/E	55	38	27	21	16
P/B	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	15	24	17	13	9

维持

买入

当前价格	23.40 元
目标价格	32.26 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

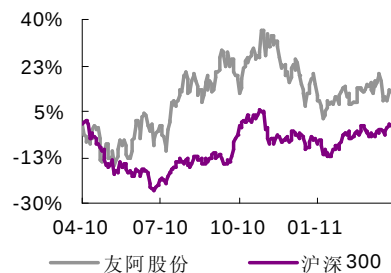
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	349
总市值(百万元)	8,171
流通比例(%)	59.03%
12 个月最高/最低 (元)	37.71/16.80
近 3 月日均成交量(百万股)	3.69
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	-5.28	-3.47	13.00
绝对收益	-1.44	3.84	13.62

相关报告：

友阿股份：业绩超预期，区域强势购买力促经营内生增长——1Q2011 业绩快报点评

..... 2011-04-07
业绩符合预期，区域垄断的百货“三面娇娃”——2010 公司年报点评..... 2011-03-29
友阿股份：收购中山集团商业资产，加强核心商圈影响力——公司公告点评

..... 2011-03-24

图表 1：友阿股份 EPS 预测拆分

2006-2013 年友阿股份 EPS 拆分 (2011 年 4 月 14 日更新)

单位：元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
百货	0.16	0.24	0.34	0.43	0.59	0.78	1.03	1.37
家电	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
超市	0.00	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	0.02	0.03	0.04	0.05
小企业融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.06	0.07
投资收益	0.25	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.41	0.26	0.34	0.43	0.61	0.87	1.13	1.49
	2011E	估值倍数	股票价值					
百货	0.78	35	27.30					
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	0.06	20	1.20					
投资收益	0.00	1	0.00					
合计	0.87		29.40					
长沙银行股权价值			2.86					
总计			32.26					

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 3 月 24 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

相关报告：

20110126 大股东增持，彰显未来公司前景之信心---公司公告点评

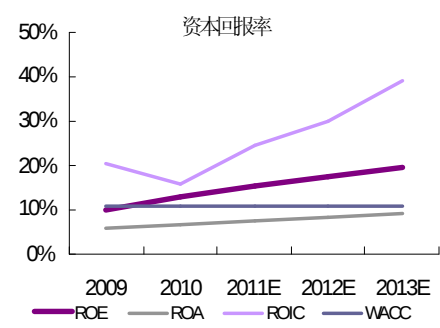
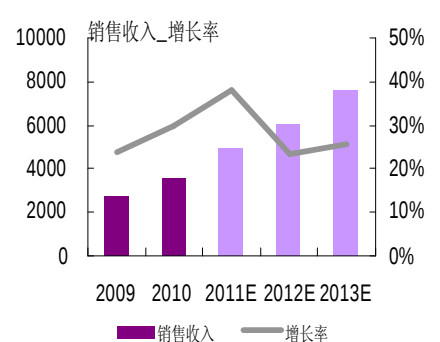
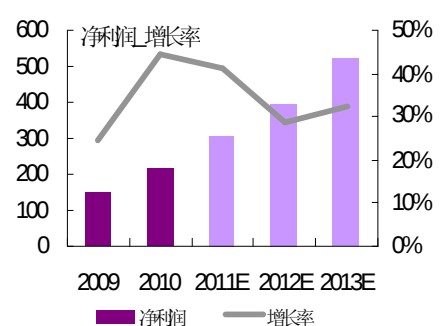
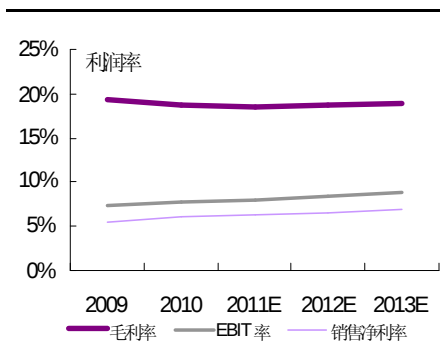
20110228 友阿股份：业绩符合预期，内涵较高质量增长是主因---2010 业绩快报点评

20110324 友阿股份：收购中山集团商业资产，加强核心商圈影响力-----公司公告点评

20110329 业绩符合预期，区域垄断的百货“三面娇娃”---2010 公司年报点评

20110407 友阿股份：业绩超预期，区域强势购买力促经营内生增长---1Q2011 业绩快报点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,747	3,563	4,922	6,065	7,628
营业成本	2,215	2,898	4,008	4,936	6,188
折旧和摊销	46	56	59	63	66
营业税费	32	40	54	67	84
销售费用	145	164	221	261	320
管理费用	155	184	249	297	366
财务费用	-3	-15	-17	-21	-24
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	6	6	10
营业利润	203	299	414	531	703
利润总额	202	296	414	531	703
少数股东损益	1	4	5	5	7
归属母公司净利润	149.62	216.15	305.31	393.38	520.32

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,634	3,259	4,058	4,794	5,797
流动资产	1,647	2,070	2,694	3,393	4,411
货币资金	1,521	1,337	2,164	2,740	3,592
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15	15	25	30	38
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	17	19	25	30	38
存货	59	267	200	247	309
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	91	190	191	191	192
固定资产	582	550	591	628	622
无形资产	136	151	144	137	130
总负债	1,115	1,508	1,997	2,427	3,022
无息负债	1,115	1,508	1,997	2,427	3,022
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,519	1,751	2,061	2,367	2,774
股本	194	349	349	349	349
公积金	1,000	867	913	973	1,052
未分配利润	311	447	706	946	1,268
少数股东权益	14	88	93	98	105

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	493	482	1,023	728	969
净利润	150	216	305	393	520
折旧摊销	46	56	59	63	66
净营运资金增加	-56	469	-267	50	59
其他	353	-259	926	221	323
投资活动产生现金流	-122	-601	-230	-95	-41
净资本支出	-136	-151	100	100	50
长期投资变化	91	190	-1	-1	-1
其他资产变化	-78	-640	-330	-194	-90
融资活动现金流	738	-77	34	-58	-76
股本变化	50	155	0	0	0
债务净变化	-140	0	0	0	0
无息负债变化	196	394	488	430	595
净现金流	1,109	-196	827	575	852

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.76%	29.74%	38.13%	23.22%	25.76%
净利润增长率	24.60%	44.46%	41.25%	28.85%	32.27%
EBITDA 增长率	13.37%	34.73%	35.13%	26.21%	29.60%
EBIT 增长率	16.63%	38.22%	40.95%	29.14%	32.67%
估值指标					
PE	55	38	27	21	16
PB	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	15	24	17	13	9
EV/EBIT	19	28	19	14	10
EV/NOPLAT	25	38	26	19	14
EV/Sales	1	2	2	1	1
EV/IC	5	6	6	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	19.37%	18.67%	18.58%	18.61%	18.87%
EBITDA 率	8.99%	9.33%	9.13%	9.35%	9.64%
EBIT 率	7.29%	7.77%	7.93%	8.31%	8.77%
税前净利润率	7.36%	8.30%	8.41%	8.76%	9.22%
税后净利润率 (归属母公司)	5.45%	6.07%	6.20%	6.49%	6.82%
ROA	5.73%	6.74%	7.65%	8.31%	9.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.94%	13.00%	15.51%	17.34%	19.49%
经营性 ROIC	20.46%	15.92%	24.75%	30.12%	39.23%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.40	1.38	1.44	1.50
速动比率	145.55%	122.32%	128.18%	133.19%	139.62%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.43	0.62	0.87	1.13	1.49
每股红利	0.17	0.00	0.27	0.34	0.45
每股经营现金流	1.41	1.38	2.93	2.08	2.77
每股自由现金流(FCFF)	0.99	-0.28	1.48	0.83	1.31
每股净资产	4.31	4.76	5.64	6.50	7.64
每股销售收入	7.87	10.20	14.10	17.37	21.84

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。

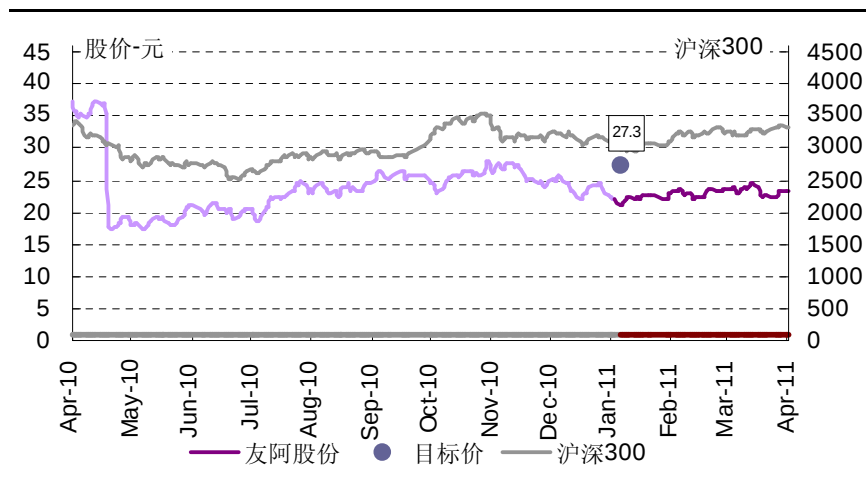
分析师声明

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



资料来源: 光大证券研究所

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
2011-02-26	22.38	28.16	买入
2011-03-24	23.90	28.36	买入
2011-03-29	23.99	32.26	买入
2011-04-05	22.74	32.26	买入
2011-04-07	22.50	32.26	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。