

增 持 维 持

友阿股份 (002277)

2011 年 7 月 4 日

股权激励范围全面充分，净利润复合增长 20% 的激励条件略显平淡

2011 年 7 月 1 日收盘于：21.92 元
6 个月目标价：26.86 元

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403
潘 鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423
汪立亭
SAC 执业证书编号：S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

公告内容。友阿股份 2011 年 7 月 4 日公告《股票期权激励计划（草案）》，主要内容如下：

（1）友阿股份 2011 年股票期权激励计划拟授予激励对象 1440 万份股票期权（每份期权对应一股股票），占激励计划公告日公司总股本 34920 万股的 4.12%。股票来源为公司向激励对象定向发行股票。

（2）本次授予的股票期权的行权价格为 21.92 元，该行权价格为下列价格中较高者：（A）公告前一个交易日的公司标的股票收盘价为 21.92 元；（B）公告前三十个交易日内的公司标的股票平均收盘价为 21.56 元。

（3）行权期安排和行权条件（参见表 1）。

表 1 友阿股份股权激励计划（草案）行权期安排及行权条件

行权期	行权有效期	可行权数量占获授期权数量比例	业绩指标
第一个行权期	自授权日起满一年后的第一个交易日起至授权日起满二年的交易日当日止	40%	可行权日上一年度的公司经审计净利润较 2010 年度的年复合增长率不 低于 20%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不 低于 10%。
第二个行权期	自授权日起满二年后的第一个交易日起至授权日起满三年的交易日当日止	40%	可行权日上一年度的公司经审计净利润较 2010 年度的年复合增长率不 低于 20%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不 低于 10%。
第三个行权期	自授权日起满三年后的第一个交易日起至授权日起满四年的交易日当日止	20%	可行权日上一年度的公司经审计净利润较 2010 年度的年复合增长率不 低于 20%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不 低于 10%。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（4）激励对象的范围：公司的董事、高级管理人员及本公司董事会认为应当激励的其他员工，但不包括独立董事、监事。其中，高级管理人员指公司的总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书；公司董事会认为应当激励的其他员工指公司中层正职以上的管理人员及本公司董事会认为对公司有特殊贡献的其他员工。本激励计划授予的激励对象共有 35 人，占员工总数的 1.38%。

（5）激励对象行使股票期权的资金来源：全部以自筹方式解决。公司承诺不为激励对象依股票期权激励计划获取股票期权相关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保。本激励计划由董事会薪酬与考核委员会拟定草案并提交董事会批准后，必须满足如下条件后方可实施：中国证监会备案无异议、公司股东大会批准。

（6）关于禁售期的规定：激励对象为公司董事、高级管理人员的，在任职期间不得将其持有的公司股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入，否则由此所得收益归公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。

（7）期权费对公司业绩的影响：公司股票期权费用应在期权等待期内，以低于期权行权数量的最佳估计为基础，按照期权授予日的公允价值，计入各年度相关成本或费用，且该成本费用应在经常性损益中列支。期权费用的摊销会对公司的经营业绩造成一定的影响。

简评和投资建议。

（1）我们认为，此次股权激励计划（草案）中所给出的激励对象范围比较全面充分，21.92 元的行权价也较为合理，复合增长率不低于 20%的行权条件则相对显得较为平淡，根据我们预测，公司未来的业绩应该在一定程度上超出这个底线。

（2）本次股权激励计划对公司经营业绩的直接影响主要体现在增加费用和股本摊薄 EPS 两个方面。在股本摊薄 EPS 方面，假设在三个行权期间 1440 万股全部符合条件并被持有者全部行权，则 4 年的时间增加的股本总数占当前总股本的 4.12%，摊到每个具体年份对公司 EPS 的摊薄作用相对较小；而在费用方面，期权成本将增加公司当期的管理费用，我们目前尚无法得知公司此次股权激励的具体成本（对这一部分费用的测算是较为复杂的），如果假设每年增加的费用在 2000 万左右，则对公司净利润的影响年均约在 6%左右。

（3）从公司公告的激励对象名单来看，董事和高级管理人员共 9 名，授予期权数量合计 920 万份；其余 26 名为中层管理人员，授予期权数量合计 520 万份，占授予总量的 36.11%，中层管理人员包括了各个主要门店、主要业态的负责人以及后台支持部门的主要负责人，激励对象范围较为全面充分。此外，计划规定任何一名激励对象通过全部有效的激励计划获授的公司股票累计不得超过总股本的 1%，这个激励范围规划也有利于公司全面、整体、健康的成长。

我们暂维持对公司 2011-2012 年的盈利预测，即摊薄每股收益分别为 0.83 元（从目前情况看，2011 年业绩有超预期的可能）和 1.44 元，其中 2012 年剔除天津住宅项目 EPS 为 1.05 元；公司 2011 年 7 月 1 日 21.92 元的股价对应总市值 76.54 亿（总股本 3.492 亿），剔除公司所持有的价值 7 亿左右的长沙银行（未来有可能上市）少数股权所包含的市值，公司主业对应市值 69.54 亿，对应 2011-12 年 PE 分别为 24.0 倍和 13.8 倍（2012 年剔除住宅后 PE 为 18.9 倍）。维持公司 26.86 元的目标价（对应 2011 年 30 倍 PE 再加上公司每股 2 元左右的长沙银行的价值），维持“增持”的投资评级。

风险和不确定性：两大奥特莱斯项目商业部分实际经营情况的不确定性；天津住宅部分结算时间和结算比例的不确定性；如果有新开门店或者新的面积扩张，则可能给公司短期业绩带来不确定性等；收购“中山集团”商业资产尚需提交股东大会审议；股权激励草案尚需通过股东大会的通过和证监会的批准。

相关报告：

友阿股份 2011 一季报点评：一季度净利润增速 50%以上，预告上半年增速 30-50%，增持维持 20110414

友阿股份 2010 年报点评：扣非净利润增长 46%符合预期，未来关注两大奥特莱斯项目及春天百货扩建，维持增持 20110329

友阿股份公告点评：收购中山集团商业资产有助于进一步提升市场份额，维持增持 20110325

友阿股份 2010 业绩快报点评：10 年净利润同比增长 45%以上符合预期，维持增持 20110228

友阿股份公告点评：大股东增持显信心，奥特莱斯等新项目 11 年后将陆续贡献业绩，增持调高 20110126

友阿股份深度研究：积极探索 OUTLETS 新业态的湖南百货龙头，维持中性 20101202

友阿股份 2010 三季报点评：前三季度净利润增长 47%，经营持续良好，维持中性 20101020

友阿股份 2010 中报点评：二季度 34%的净利润增速体现较好经营状况；上半年增速或成年度业绩高点（维持中性）20100819

家润多 2010 一季报点评：一季度高增速来自收入增长和费用率下降；省外拓展天津“奥特莱斯”项目（中性维持）20100423

家润多 2009 年报点评：09 年净利润增长 24.60%符合预期，10 年一季度预增 40-60%（中性维持）20100401

家润多 2009 年业绩快报点评：09 年净利润增长 24.45%符合预期（维持中性）20100224

家润多 2009 年三季报点评：前三季度净利润同比增长近 18%基本符合预期（中性，维持）20091020

家润多 2009 半年报点评：上半年收入和净利润均同比增长 20%以上，费用压力有所缓解（中性，首次）20090819

家润多上市首日定价分析：关注公司上市对商业板块估值和股价的拉动作用 20090717

家润多新股深度报告：厚积薄发的湖南连锁百货零售龙头 20090708

家润多新股询价建议（询价建议 18 元左右）20090701

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。