

方正证券研究所证券研究报告

陈翀

执业证书编号: S1220210100002

联系人: 李蕤宏

TEL: 010-68584857

Email: liruihong0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	3563.46	4816.73	7845.49	8280.91
(+/-)	29.74%	35.17%	62.88%	5.55%
净利润	216.15	297.67	457.14	532.04
(+/-)	44.46%	37.71%	53.57%	16.38%
EPS (元)	0.62	0.85	1.31	1.52
P/E	36.66	26.62	17.33	14.89

相关研究

同店增长实现亮丽业绩

收购兑现, 发展步伐加快

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

友阿股份(002277)

公司调研简报

2011.07.19 买入

零售行业

投资要点

近日, 我们对公司进行了实地调研, 就现有门店经营情况、项目进展与公司进行高管进行了交流。

同店增速依然可观

公司主力百货门店销售收入增长良好。其中, 友谊商店上半年新引进 GIVENCY、LANCOME 等 5 个化妆品主力品牌及男装部分品牌, 品牌调整基本到位, 预计全年仍然有望实现 40% 以上的销售增速。友阿百货朝阳店逐渐走出培育期, 上半年收入增速有望超过 50%, 大大超出此前预期; 阿波罗商业广场和友谊商城同店增速皆在 30% 以上。春天百货受地铁修建影响, 业绩影响幅度约为 15%-20%。全年来看, 公司有望通过已有门店实现 40% 左右的销售收入增长。

除友谊商店受品牌引进影响, 毛利水平略有下降外, 其他门店毛利水平比较稳定。除友阿百货朝阳店处于培育期、促销活动较多外, 公司大规模促销活动较少。随着一线品牌逐渐到位, 凭借公司在湖南地区的优势地位, 毛利水平有望稳中有升。

部分门店改造项目逐步兑现

目前友谊商城的夹层项目正在施工, 预计增加面积 2600 平米, 将于明年上半年投入使用。友谊商城所在的东塘商圈, 是继五一商圈之后的长沙龙头商业区域。目前门店坪效 4.5 万元/平米, 我们认为夹层面积投入使用后, 有望带动门店实现当年 8%-10% 左右的收入增长。

郴州门店物业原有租赁部分 2011 年上半年已经收回, 新增营业面积约 5000 平米, 有望于明年春节开业, 扩建后郴州店物业体量将达到 2 万平米, 我们认为开业当年有望实现 40% 的销售增长。

新收购中山集团资产春天百货和中山路百货大楼的改造仍在按计划推进。其中, 春天百货的改造将于今年下半年开始, 对原有百货经营面积无影响, 预计改造物业完成后, 与现有物业实现对接时, 会停业 3-4 个月统一调整, 新春天百货将于 2013 年底重新开业。中山路百货大楼现有租户将于 2011 年 9 月到期, 届时改建工程即将开始推进。

长沙奥特莱斯明年有望扭亏

长沙奥特莱斯目前开业门店达 80%, 共计 400 多个铺位、200 余品牌, 除国际大牌尚未到位外, 其他品牌皆已入驻。公司预计培育期约为 2-3 年, 2011 年亏损约为 2000 万, 2012 年有望实现盈亏平衡。交通线路方面, 目前公交线路开通 5 条, 预计 2011 年国庆之前线路将达到 20 条, 2015 年城际铁路铁路开通。我们认为, 项目位置处于长株潭交接, 随着国际品牌逐步到位、交通线路逐步完善, 消费者对该业态的接受度提高, 长沙奥特

莱斯前景依然比较乐观。

业绩方面，奥特莱斯年内的亏损可以由小额贷款公司的盈利弥补。目前小额贷款公司的房贷规模已达 2 个多亿，预计年内将实现盈利 2500-3000 万。

我们根据调研情况，上调百货业态收入预测，同时下调奥特莱斯收入预测，2011 年盈利预测有微幅下调：

图表 1 公司分行业收入预测

单位：百万元	2010	2011	2012	2013
现有百货门店	3231	4245	5359	6531
YOY	31.8%	31.4%	26.2%	21.9%
家电	250	275	303	333
YOY	14.1%	10.0%	10.0%	10.0%
长沙奥特莱斯	—	200	400	520
YOY	—	—	100.0%	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

预计 2011 年至 2013 年，公司分别实现营业收入 48.16 亿、78.45 亿、82.81 亿，实现净利润 2.98 亿、4.57 亿、5.32 亿，EPS 分别为 0.85 元、1.31 元、1.52 元。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。

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	4816.73	7845.49	8280.91	货币资金	1317.66	2401.51	3604.13	3453.31
减：营业成本	2898.02	3918.41	6370.54	6707.54	应收和预付款项	466.10	-78.58	708.95	-44.76
营业税金及附加	40.16	54.29	88.42	93.33	存货	266.90	166.00	80.00	58.00
营业费用	164.37	223.98	384.43	389.20	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	183.86	238.43	419.73	414.05	长期股权投资	190.22	190.22	190.22	190.22
财务费用	-15.00	-23.58	-39.02	-46.12	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	3705.92	5623.45	4705.63
营业利润	299.24	405.06	621.23	722.76	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	1697.40	3271.74	1954.51
利润总额	295.69	403.50	619.68	721.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	75.93	100.88	154.92	180.30	其他负债	34.11	34.11	34.11	34.11
净利润	219.75	302.63	464.76	540.90	负债合计	1479.99	1731.51	3305.84	1988.62
减：少数股东损益	3.60	4.96	7.61	8.86	股本	349.20	349.20	349.20	349.20
归属母公司股东净利润	216.15	297.67	457.14	532.04	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	744.37	1079.94	1470.50
经营性现金净流量	2010A	2011E	2012E	2013E	归属母公司股东权益	1663.02	1881.53	2217.10	2607.66
投资性现金净流量	482.67	1239.07	1364.82	24.20	少数股东权益	87.93	92.88	100.50	109.36
筹资性现金净流量	-600.95	-101.17	-81.17	-81.17	股东权益合计	1750.95	1974.41	2317.60	2717.02
现金流量净额	-76.70	-54.06	-81.03	-93.85	负债和股东权益合计	3230.94	3705.92	5623.45	4705.63
数据来源：公司数据及方正证券研究所									

数据来源：港澳资讯 公司公告 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