



刘丽

021-53519888-1923

liuli@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120018

分享区域发展盛宴 未来成长空间确定

基本数据 (2010Y)

报告日股价 (元)	22.81
12mth A 股价格区间 (元)	28.77/19.65
总股本 (百万股)	349.20
无限售 A 股/总股本	59.03%
流通 A 股市值 (百万元)	4701.96
每股净资产 (元)	5.17
PBR (X)	4.41
DPS (Y10, 元)	0.15(含税)

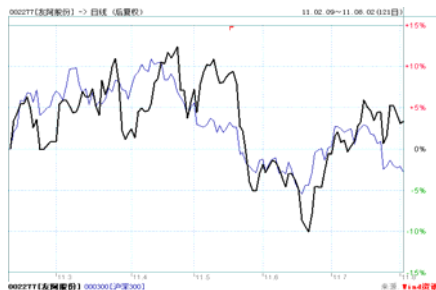
主要股东 (2010Y)

湖南友谊阿波罗控股股份有限公司	40.98%
-----------------	--------

收入结构 (2010Y)

百货	90.65%
家电	7.34%
其他	2.01%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LL11-CI01

相关报告:

首次日期报告: 2011年8月3日

■ 报告目的:

近期我们对友阿股份进行了调研,本报告对其进行梳理总结。

■ 主要观点:

老门店内生性增长显著

2011 年上半年,除春天百货长沙店受到地铁施工影响销售收入下降 15%以外,其他 6 家老门店内生性增长都很突出:友谊商店、友阿百货朝阳店销售同比增长 50%以上;友谊商城增长 20-30%;阿波罗商业广场增长 30%以上;两家外地门店常德店和郴州店同比增长 30%左右。

奥特莱斯项目及春天百货改造为未来增长亮点

长沙奥特莱斯预计将于国庆前正式营业,培育期 2-3 年,正常年营收 10 个亿以上;今年预计亏损 1500 万左右,2012 年基本可打平。天津奥特莱斯目前处于报规划阶段,计划于 2011 年底正式开工建设;其中公寓住宅部分获利将全部投入奥特莱斯商业部分的建设。商业部分预计 2012 年下半年开工,2013 年 10 月开业。春天百货长沙店现经营面积 1.6 万平米,改造后门店经营面积将可扩至 6 万平米,奠定公司在长沙黄金商圈的重要地位。

■ 投资建议

给予评级为“跑赢大市”

友阿股份分享区域经济发展的盛宴,公司管理层百货零售管理经验丰富,老门店内生性增长与新项目的陆续投入运营,奠定了公司未来三年稳健快速增长的基础。股权激励方案的出台,又绑定管理层与上市公司股东利益。我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.86 元和 1.12 元,目前对应的动态市盈率分别为 26.54 倍和 20.36 倍,首次给予其“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011	2012E	2013E
营业收入	3,563.46	4,698.78	5,841.70	7,057.00
年增长率 (%)	29.74	31.86	24.32	20.80
归属于母公司的净利润	216.15	300.16	391.20	492.45
年增长率 (%)	44.46	38.86	30.33	25.88
每股收益 (元)	0.62	0.86	1.12	1.41
PER (X)	36.85	26.54	20.36	16.17

注:股价采用 2011 年 8 月 2 日收盘价;2013 年业绩预测未包括住宅项目收入确认因素

一、友阿股份概况及业绩回顾

1、以百货为核心的区域零售龙头

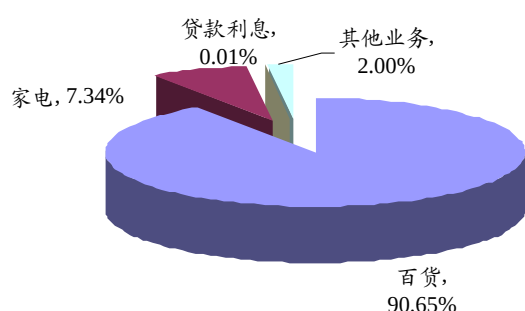
友阿股份是湖南省大型零售企业，经营以百货零售业务为核心，其他涵盖家电超市、服饰品牌区域代理、小额贷款等业务，并已介入奥特莱斯经营。目前公司拥有 7 家百货门店，2 家家电超市，1 家品牌区域代理公司，1 家奥特莱斯主题购物中心，1 家小额贷款公司；百货门店和长沙奥特莱斯由公司本部经营，其他则由控股子公司经营。

表 1 友阿股份控股子公司概况

控股子公司名称	持股比例	成立日期	主营业务
湖南家润多家电超市有限公司	80%	2002/9/17	家电连锁
湖南新雅地服饰贸易有限公司	51%	2009/9/10	“金利来”“雷驰”男装品牌湖南区域总代理
天津滨海奥特莱斯投资有限公司	51%	2009/10/29	合作开发天津滨海奥特莱斯项目
长沙市芙蓉区友阿小额贷款有限公司	90%	2010/11/15	发放小额贷款及提供财务咨询

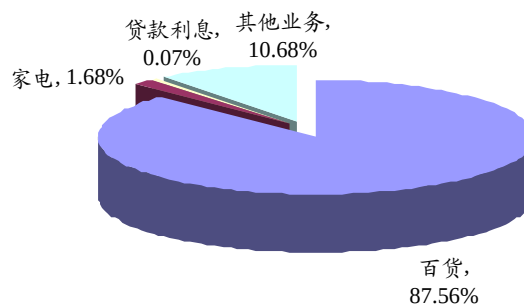
数据来源：公司报告 上海证券研究所

图 1 友阿股份营业收入业务结构（2010Y）



数据来源：公司报告 上海证券研究所

图 2 友阿股份营业毛利业务结构（2010Y）



数据来源：公司报告 上海证券研究所

从公司 2010 年的营业收入结构上看，百货、家电、贷款利息收入及其他业务收入在总收入中所占比例分别为 90.65%、7.34%、0.01% 和 2.00%。其中，百货业务毛利率为 18.05%、家电毛利率较低仅为

4.28%，贷款利息收入和其他业务收入的毛利率均为 100%；由此在营业毛利额的占比中，各业务比例有所调整，百货、家电、贷款利息收入及其他业务收入的毛利额占比分别为 87.56%、1.68%、0.07%和 10.68%。在地区分布上，公司的主营收入主要来自于湖南省省会长沙，其占比为 89.62%。

此外，公司还持有长沙银行 7.57%股权、家润多超市 20%股权及资兴浦发村镇银行 9%股权。

表 2 友阿股份长期股权投资概况（2010 年报）

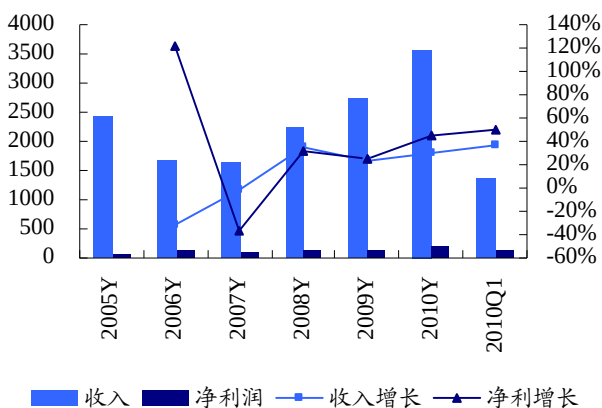
被投资单位名称	投资比例	投资额（万元）	主营业务
长沙银行股份有限公司	7.57%	17,563.57	银行业务
家润多超市有限公司	20.00%	1,008.93	商业贸易
资兴浦发村镇银行股份有限公司	9.00%	450.00	银行业务

数据来源：公司报告 上海证券研究所

2、业绩增势强劲

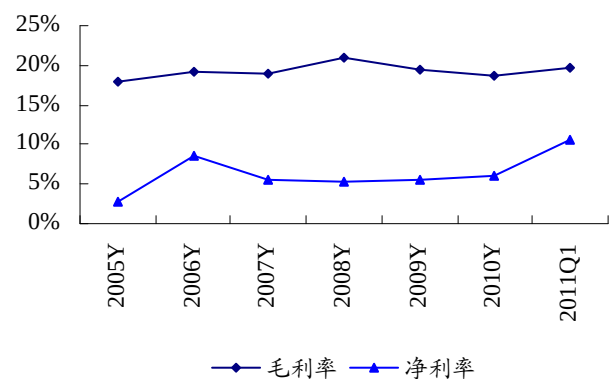
得益于区域经济的发展，以及公司通过品牌调整升级、节日促销等方式对已有门店的内部挖潜，公司的营业收入在近两年未增加新门店的情况下仍然实现了快速增长（2010 年和 2011 年一季度收入增速分别为 29.76%和 37.35%）；同时公司期间费用控制能力较强，期间费用增幅相对较小，从而实现了净利润 2010 年及 2011 年一季度的强劲增长（2010 年和 2011 年一季度归属于母公司净利润增速分别为 44.46%和 50.80%）。

图 3 友阿股份营业收入和净利润快速增长（2005-2011Y）



数据来源：公司报告 上海证券研究所

图 4 友阿股份营业毛利业务结构（2010Y）



数据来源：公司报告 上海证券研究所

二、百货零售为核心的创新发展

1、原有百货门店内生增长明显

百货业务为公司核心业务，目前公司拥有 7 家百货店，其中 5 家位于长沙市。长沙市有五大商圈，公司友谊商店、友谊商城、阿波罗商业广场、春天百货长沙店分别位于袁家岭商圈、东塘商圈、火车站商圈、五一商圈等四大商圈，占据地理位置优势。公司在长沙市大型百货店销售额所占比重 2010 年达到 39.18%，规模优势明显。

公司 7 家百货店总营业面积达到 18.64 万平米，其中 8.36 万平米为自有。公司百货店以多品牌经营，其中“友谊”、“阿波罗”侧重中高端，“春天百货”、“友阿百货”侧重时尚、大众百货，市场定位清晰，以满足各层次消费者需求。

表 3 友阿股份主要百货门店概况

门店	城市	开业日期	营业面积 (m ²)	物业性质	市场定位
友谊商店 A、B 馆	长沙	1979 年 1 月	46,651.15	自有	A 馆：精品百货，面向高端客户 B 馆：精品百货，面向年轻消费群体
友谊商城	长沙	1995 年 1 月	22,000	自有	综合型中高档百货
阿波罗商业广场	长沙	1998 年 1 月	42,783.04	租赁	综合型购物中心
友阿百货朝阳店	长沙	2007 年 12 月	29,000	租赁	大众百货
春天百货长沙店	长沙	2000 年 5 月	16,000	租赁	时尚百货
春天百货常德店	常德	2003 年 12 月	15,000	租赁	中高档百货
郴州友谊中皇城	郴州	2008 年 4 月	15,000	自有	中高档百货
合计			186,434.19		

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所整理

——友谊商店：位于长沙市高端商业 CBD 区域袁家岭商圈核心地段。友谊商店经营超过 30 年，2008 年初完成改建后成功引入 UCCI、Emporio Armani、Cartier、Burberry、Aquascutum 等国际一线品牌。品牌优化调整后，友谊商店销售收入实现快速增长，为公司七大百货店中增长最快的门店。2009 年和 2010 年友谊商店营业收入增速分别为 51.91%和 43.14%；2011 年上半年该店收入增速 50%以上，持续高增长。

——友谊商城：位于长沙东塘商圈，定位中高档。友谊商城为公

司成熟门店，内生性增长良好，2011 年上半年友谊商城销售收入增速在 20-30%之间。

——阿波罗商业广场：位于长沙火车站商圈，以综合型购物中心模式经营，以中高档消费为主；经营面积约 4.3 万平米。购物中心包括百货主力店、以屈臣氏为代表的精品超市、家电超市、以及肯德基、麦当劳为代表的餐饮等。2011 年上半年阿波罗商业广场销售收入增速在 30%以上；未来公司总部搬迁，阿波罗商业广场还可扩建 1.5 万平方米左右。

——友阿百货朝阳店：位于长沙雨花区人民中路与朝阳路的交叉口，定位为区域性大众百货。友阿百货朝阳店开业于 2007 年 12 月，经过三年培育，目前也处于快速增长阶段，2011 年上半年朝阳店的销售增速在 50%以上。

——春天百货长沙店：位于长沙五一商圈，该商圈为长沙市最繁华的商圈，聚集有平和堂、王府井、新世界、百联东方商厦等著名品牌百货门店。由于长沙市地铁施工交通管制原因，五一商圈人流受到较大影响，从而影响门店销售；2010 年该门店收入同比增长仅 3.82%，2011 年一季度则同比下降了 13.64%，地铁施工对该店的影响将持续三年左右。2011 年上半年春天百货长沙店销售下降 15%左右。

春天百货长沙店现经营面积 1.6 万平米，门店物业为中山集团所拥有。目前中山集团已由公司控股股东友阿控股承债式兼并，公司拟以 4.81 亿元向控股股东收购中山集团。完成收购后，公司将 对中山集团所拥有中山大厦和中山路百货大楼实施改造：中山大厦将用于春天百货长沙店的扩建，目前公司门店利用中山大厦部分面积经营，改造后门店经营面积将可扩至 6 万平米；中山路百货大楼则计划恢复成湖南省国货陈列馆原貌，经营面积 1 万平方米左右，将用于经营黄金、珠宝、玉器、湘绣等专卖店。

——春天百货常德店和郴州友谊中皇城：为公司两家外地门店，2011 年上半年两家门店的销售增速均在 30%左右。郴州店由于收回原租予 KTV 经营的面积（目前装修中），未来经营面积可增加 5 千平米。常德店和郴州店今年预计可分别实现净利润 1000 万左右和 2000 万左右。

除经营百货门店外，公司 2009 年 9 月设立控股子公司新雅地服饰贸易有限公司，控股 51%，开始尝试品牌区域代理。目前该控股子

公司为湖南地区“金利来”、“LEICI 雷驰”和“卡宾”三个男装品牌的总代理。新雅地 2010 年实现营业收入 8614 万元，净利润 709.09 万元；预计 2011 年可实现净利润 800 多万。

2、重点打造奥特莱斯项目

友阿股份介入的奥特莱斯项目有长沙和天津两个，奥特莱斯项目也是公司近几年重点打造的项目。

长沙友阿奥特莱斯，总投资 4.2 亿元，位于长沙市天心区大托镇，处于长沙-株洲-湘潭三市的中心位置，从三地市中心驱车至奥特莱斯车程均在三十分钟左右。项目总用地面积约 153,618 平米，总建筑面积为 99,377 平米。长沙奥特莱斯现处试运营阶段，以国际名品折扣中心为主，辅以儿童乐园、小吃街、娱乐城、电影院等娱乐设施；商业部分经营模式采用全联营方式，相关配套则采用出租方式。长沙奥特莱斯预计将于 2011 年 10 月国庆前正式营业，培育期 2-3 年，正常年营收 10 个亿以上；今年预计亏损 1500 万左右，2012 年基本可打平。

天津奥特莱斯，为公司合作开发项目，股权比例为 51%。该奥特莱斯项目总投资 9.5 亿元，包括两部分：10 万平米的奥特莱斯项目和 7.7 万平米的公寓住宅项目。此项目目前处于报规划阶段，计划于 2011 年底正式动工建设。公寓住宅部分预计 2012 年 6、7 月预售，预计可实现收入 10 个亿，净利润可达到 3-4 亿，获利将全部投入奥特莱斯商业部分的建设。商业部分预计 2012 年下半年开工，2013 年 10 月开业。

3、其他业务：家电及金融业务

公司旗下家电零售业务由控股 80%的子公司家润多家电超市经营，目前仅有 2 家门店，总经营面积 7,000 平米。2010 年公司实现家电零售收入 2.6 亿元，在公司营业收入中占比为 7.34%；但由于毛利率仅为 4.28%，在毛利中所贡献比例仅为 1.68%；权益净利润仅为 57.69 万元，对公司贡献甚小。

2010 年 11 月，公司设立小额贷款公司，持股比例 90%。小额贷款公司 2010 年实现营业收入 47.11 万元，净利润-18.55 万元；2011 年一季度实现营业收入 678.92 万元，净利润 545.52 万元。截至上半年小贷公司已放贷 2 个多亿，其中三分之一的客户为公司供应商，预

计全年可实现净利润 2000 多万。此外，公司拟设立担保公司，持股比例 90%，该公司目前筹建中，未来其担保业务也将主要面对公司供应商。

三、公司未来发展展望及投资建议

目前，公司老门店内生性增长显著，保证了业绩的快速增长；奥特莱斯项目即将正式投入运营，经过 2-3 年培育期后将成为公司业绩增长新亮点；黄金商圈老门店（春天百货长沙店）扩建，也将。在外延式扩张方面，公司未来将考虑在省内地级市核心位置，以自有物业方式建小城市综合体，湖南十四个地州市赋予公司的空间较为广阔。

友阿股份分享区域经济快速发展的盛宴，公司管理层百货零售管理经验丰富，老门店内生性增长与新项目的陆续投入运营，奠定了公司未来三年稳健快速增长的基础。股权激励方案的出台，又绑定管理层与上市公司股东利益。我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.86 元和 1.12 元，目前对应的动态市盈率分别为 26.54 倍和 20.36 倍，首次给予其“跑赢大市”评级。

附表 1 友阿股份财务简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2070	2434	2302	2814	营业收入	3563	4699	5842	7057
现金	1337	1946	1553	2094	营业成本	2898	3800	4739	5743
应收账款	15	23	29	35	营业税金及附加	40	53	66	80
其他应收款	19	22	28	34	营业费用	164	223	259	305
预付账款	432	160	235	185	管理费用	184	235	269	303
存货	267	282	457	466	财务费用	-15	-14	-16	-34
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1189	2047	2324	2664	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	190	190	190	190	投资净收益	7	7	8	8
固定资产	550	1112	1240	1429	营业利润	299	409	532	669
无形资产	151	146	261	360	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	298	599	633	685	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	3259	4481	4626	5478	利润总额	296	409	532	669
流动负债	1474	2427	2245	2692	所得税	76	102	133	167
短期借款	0	0	0	0	净利润	220	307	399	502
应付账款	477	570	711	861	少数股东损益	4	7	8	9
其他流动负债	998	1857	1534	1830	归属母公司净利润	216	300	391	492
非流动负债	34	48	66	87	EBITDA	382	512	651	779
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.62	0.86	1.12	1.41
其他非流动负债	34	48	66	87					
负债合计	1508	2475	2311	2779	主要财务比率				
少数股东权益	88	95	103	112	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	349	349	349	349	成长能力				
资本公积	788	788	788	788	营业收入	29.7%	31.9%	24.3%	20.8%
留存收益	526	774	1075	1450	营业利润	47.5%	36.8%	30.1%	25.6%
归属母公司股东权益	1663	1911	2212	2587	归属于母公司净利润	44.5%	38.9%	30.3%	25.9%
负债和股东权益	3259	4481	4626	5478	获利能力				
					毛利率(%)	18.7%	19.1%	18.9%	18.6%
					净利率(%)	6.1%	6.4%	6.7%	7.0%
					ROE(%)	13.0%	15.7%	17.7%	19.0%
					ROIC(%)	71.4%	78.2%	100.0%	225.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	46.3%	55.2%	50.0%	50.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.40	1.00	1.03	1.05
					速动比率	1.22	0.89	0.82	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	1.21	1.21	1.28	1.40
					应收账款周转率	233	241	222	219
					应付账款周转率	7.11	7.26	7.40	7.31
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.62	0.86	1.12	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	2.57	1.81	3.21
					每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.47	6.33	7.41
					估值比率				
					P/E	36.85	26.54	20.36	16.17
					P/B	4.79	4.17	3.60	3.08
					EV/EBITDA	17	13	10	8
现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	482	898	634	1119					
净利润	220	307	399	502					
折旧摊销	97	117	134	144					
财务费用	-15	-14	-16	-34					
投资损失	-7	-7	-8	-8					
营运资金变动	174	627	186	504					
其他经营现金流	12	-133	-62	12					
投资活动现金流	-601	-851	-352	-495					
资本支出	511	818	200	360					
长期投资	-99	0	0	0					
其他投资现金流	-190	-33	-152	-135					
筹资活动现金流	-77	562	-674	-83					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	155	0	0	0					
资本公积增加	-155	0	0	0					
其他筹资现金流	-77	562	-674	-83					
现金净增加额	-196	608	-393	541					

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。