

股权激励获证监会批文，目前价位予以积极推荐

公司研究简报

◆公告梗概：

公司公布股权激励方案修正案 1) 激励计划拟授予激励对象 1440 万份股票期权，占公告日公司股本 4.124% 2) 行权价为 21.92 元，在计划授权日满 12 个月后，第 1-3 行权期分别可以行权 40%/40%/20%。3) 行权条件为每个行权日上一年的净利润分别不低于 2010 年净利润的 120%/140%/172.8%(即每年净利润 CAGR 不低于 20%)，审计加权 ROA 分别不低于 10%/11%/12%。4) 本次激励计划授予激励对象 35 人，占总员工的 1.38%。公司股权激励修正案已获证监会备案无异议通过，待股东大会批准后生效。

◆股权激励实现应无大碍，短期股价上涨动力充足：

我们认为此次股权激励方案有助于未来实现公司和资本市场的利益一致。而每年 20% 的净利润复合增长率门槛较低，我们认为公司未来实现股权激励方案完全轻而易举可以实现，从 1H2011 公司中报表现情况来看，净利润增速达 40%，较高的增速保证了未来净利润增速即使略低于 20%，仍有较大把握达到行权的目标。此外由于公司前 2 个行权期行权比例较重，均为 40%，因此我们认为公司短期释放业绩动力仍较为充足。

◆无论从区域垄断性，还是消费潜力来看，都予以积极推荐：

我们再次重申之前的观点，目前中国百货业态，除了王府井、天虹及大商三驾马车隶属全国扩张以外，其余百货企业仍无法达到跨区域扩张的阶段和能力。而选择区域百货的标的，很大程度上和当地的消费习惯和消费能力息息相关（我们始终认为选择区域百货，更应关注未来消费升级能力和经济状况），友阿股份目前销售占长沙大型百货销售 40% 之多，垄断能力极强，而湖南省的消费习惯和消费能力都能支持未来公司经营情况持续提升。1H2011 公司内生性增长再超预期，营业收入增速创历史新高。虽然友谊 A/B 馆未来增速预计将有所下滑，但在其百货梯队中，未来友阿百货朝阳店以及阿波罗商业广场，我们认为品牌提升还有很大空间，此外中长期春天百货的扩建也将给公司注入新的活力和增长潜力。

◆维持买入评级，目前价位予以强烈推荐：

不考虑地产业务，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 30.97 元（含 3.28 元长沙银行隐含价值），对应 2012 年主业 25 倍 PE。我们长期看好湖南地区的消费潜力，目前股价距离股权激励行权价亦有 7.7% 的上涨空间，即使只考虑 2012 年主业，亦只有 20X 估值，维持买入评级不变，认为公司隶属区域百货第一梯队标的物，目前股价我们予以强烈推荐，

◆风险提示：

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	394	520
净利润增长率	24.60%	44.46%	40.92%	29.31%	32.12%
EPS（元）	0.43	0.62	0.87	1.13	1.49
ROE（归属母公司）	9.94%	13.00%	15.90%	17.77%	19.89%
P/E	47	33	23	18	14

买入（维持）

当前价/目标价：20.35/30.97 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿（执业证书编号：S0930510120009）

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebsecn.com

市场数据

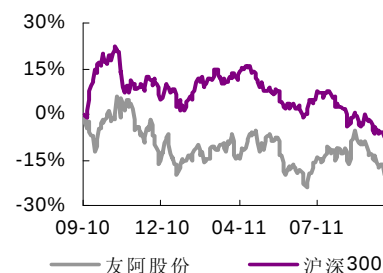
总股本(亿股)：3.49

总市值(亿元)：71.06

一年最低/最高(元)：19.65/28.77

近 3 月换手率：36.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.10	9.99	-12.57
绝对	-15.11	-4.03	-22.71

相关研报

友阿股份：业绩基本符合预期，营业收入增速创历史新高---1H2011 中报点评

.....2011-08-16

友阿股份：股权激励和盘托出，看好中报业绩表现---公司公告点评

.....2011-07-03

友阿股份：业绩超预期，奠定全年较高业绩增

图表 1：行权条件 ROA 略有提高，其余相同

友阿股份股权激励方案修改前后对比

行权期	业绩指标（修改前）	业绩指标（修改后）
行权基期	2010 年度	2010 年度
行权股价	21.92 元	21.92 元
第一个行权期	- 可行权日上一年的公司经审计净利润较 2010 年度的年复合增长率不低于 20%； - 可行权日上一年的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 10%。	- 可行权日上一年的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 120%； - 可行权日上一年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	- 可行权日上一年的公司经审计净利润较 2010 年度的年复合增长率不低于 20%； - 可行权日上一年的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 10%。	- 可行权日上一年的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 144%； - 可行权日上一年的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 11%。
第三个行权期	- 可行权日上一年的公司经审计净利润较 2010 年度的年复合增长率不低于 20%； - 可行权日上一年的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 10%。	- 可行权日上一年的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 172.8%； - 可行权日上一年的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 12%。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：友阿股份 EPS 预测拆分

2006-2013 年友阿股份 EPS 拆分 (2011 年 8 月 16 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
	2012E	估值倍数	股票价值					
百货	1.03	25	25.75					
家电	0.00	25	0.00					
超市	0.00	25	0.00					
品牌代理	0.03	25	0.74					
小企业融资	0.06	20	1.20					
投资收益	0.00	1	0.00					
合计	1.13		27.69					
长沙银行股权价值			3.28					
总计			30.97					

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：友阿股份所含长沙银行股权估值为 3.28 元

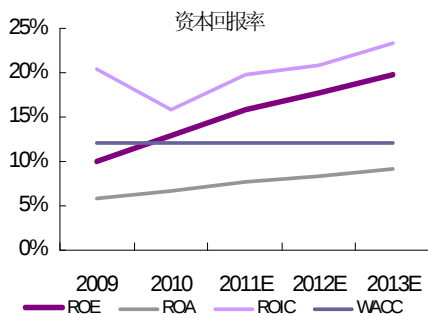
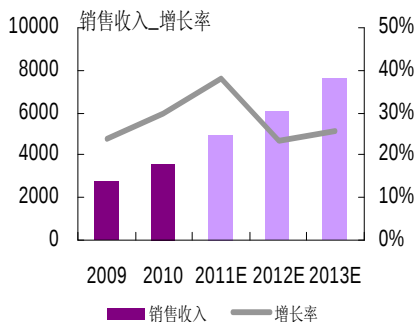
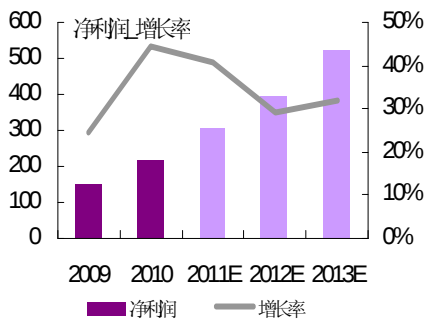
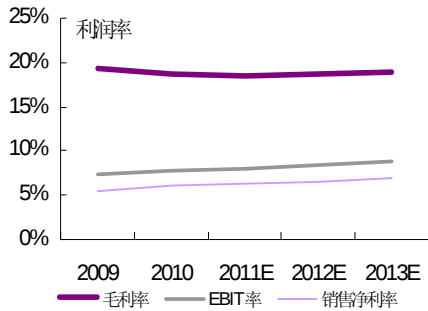
友阿股份所含长沙银行股权估值情况 (2011 年 8 月 16 日更新)

	2008	2009	2010	2011E
净利润 亿元		7.8	11.2	15.12
净利润增速%			43.59%	35%
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	0.62	0.84
长沙银行每股价值/价格		6.65	6.19	8.36
友阿股份所持股数量 亿元		0.8736	1.3686	1.3686
友阿股份股本		3.49	3.49	3.49
长沙银行对友阿贡献价值		1.66	2.43	3.28

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
- 20110414 友阿股份：业绩超预期，奠定全年较高业绩增速---1Q2011季报点评
- 20110703 友阿股份：股权激励和盘托出，看好中报业绩表现---公司公告点评
- 20110816 友阿股份：业绩基本符合预期，营业收入增速创历史新高---1H2011中报点评



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	81	97	68	89	112
营业税费	32	40	54	67	84
销售费用	145	164	221	261	320
管理费用	155	184	256	297	366
财务费用	-3	-15	-18	-22	-25
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	413	532	703
利润总额	202	296	413	532	703
少数股东损益	1	4	5	5	7
归属母公司净利润	149.62	216.15	304.61	393.89	520.40

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,634	3,259	4,005	4,741	5,744
流动资产	1,647	2,070	2,350	2,775	3,488
货币资金	1,521	1,337	1,820	2,122	2,670
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	822	1,085	1,333
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	2,008	2,314	2,722
股本	194	349	349	349	349
公积金	1,000	867	897	937	963
未分配利润	311	447	669	931	1,305
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	1,030	754	1,014
净利润	150	216	305	394	520
折旧摊销	81	97	68	89	112
净营运资金增加	-56	469	-267	50	59
其他	319	-301	924	221	323
投资活动产生现金流	-122	-601	-530	-395	-391
净资本支出	118	511	400	400	400
长期投资变化	91	190	-1	-1	-1
其他资产变化	-331	-1,302	-930	-794	-790
融资活动现金流	738	-77	-17	-57	-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	483	302	548

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%	40.92%	29.31%	32.12%
EBITDA 增长率	14.08%	33.27%	21.79%	30.12%	31.52%
EBIT 增长率	16.63%	38.22%	40.24%	29.80%	32.67%
估值指标					
PE	47	33	23	18	14
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	11	18	15	11	9
EV/EBIT	16	25	17	14	10
EV/NOPLAT	21	33	23	18	13
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	4	5	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.37%	18.67%	18.58%	18.61%	18.87%
EBITDA 率	10.23%	10.51%	9.26%	9.78%	10.23%
EBIT 率	7.29%	7.77%	7.89%	8.31%	8.77%
税前净利润率	7.36%	8.30%	8.39%	8.77%	9.22%
税后净利润率 (归属母公	5.45%	6.07%	6.19%	6.49%	6.82%
ROA	5.73%	6.74%	7.73%	8.41%	9.18%
ROE (归属母公司) (摊	9.94%	13.00%	15.90%	17.77%	19.89%
经营性 ROIC	20.46%	15.92%	19.76%	20.77%	23.35%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.40	1.21	1.17	1.19
速动比率	1.46	1.22	1.10	1.07	1.08
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					
EPS	0.43	0.62	0.87	1.13	1.49
每股红利	0.17	0.15	0.27	0.34	0.45
每股经营现金流	1.41	1.38	2.95	2.16	2.90
每股自由现金流(FCFF)	0.48	-1.94	0.63	0.05	0.44
每股净资产	4.31	4.76	5.48	6.35	7.49
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

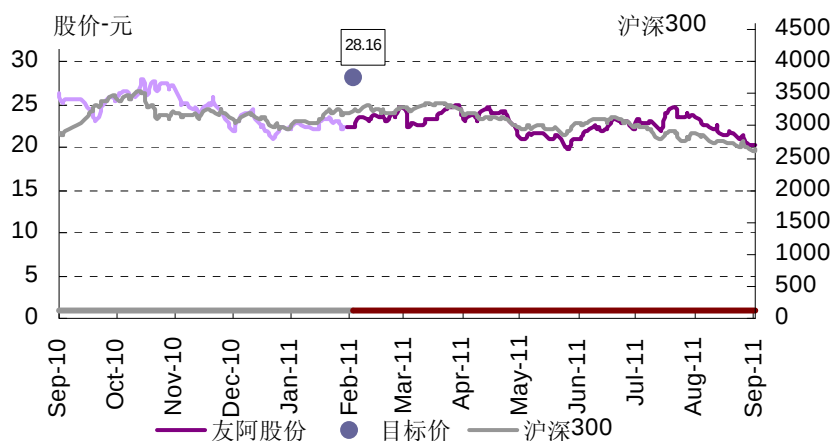
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。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。

投资建议历史表现图

友阿股份 (002277)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
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
2011-04-14	23.40	32.26	买入
2011-07-03	21.92	32.26	买入
2011-08-16	24.73	30.97	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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com