

增 持 维 持

友阿股份（002277）

2011 年 9 月 29 日

股权激励草案基本不变，期权费用对净利润影响较小

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

2011 年 9 月 28 日收盘于：20.20 元
6 个月目标价：27.76 元

联系人：李宏科
lhk6064@htsec.com
021-23219671

友阿股份今日（2011 年 9 月 29 日）公告《股票期权激励计划（草案修订稿）》。与前次草案（2011 年 7 月 4 日公告）相比，本次修订主要包括：略上调 ROE 考核指标、测算股票期权理论价格和对公司业绩的影响，并新增配股时的股票期权数量调整方法。

简评和投资建议。整体来看，修订稿相比前次草案整体变动不大。维持之前对此次股权激励计划的看法，即激励对象范围比较全面充分，21.92 元（2011 年 9 月 28 日公司股票收盘于 20.20 元）的行权价较为合理，可行权日上一年度的公司经审计净利润分别不低于 2010 年净利润的 120%、144%和 172.8%（即前次所表述的复合增长率不低于 20%）的行权条件相对显得平淡，我们仍认为公司未来的业绩应该在一定程度上超出这个底线。

（1）财务业绩考核指标由“加权平均净资产收益率、复合净利润增长率”修改为“加权平均净资产收益率、净利润增长率”。从净利润增速指标看（参见表 1），业绩考核标准未变，只是表达方式由复合增长率修改为以 2010 年为基数的累积增长率；而从净资产收益率看，第一个行权期仍以 10%为考核标准，而第二、三个行权期则分别由前次草案的 10%提高至 11%和 12%，对公司未来的经营和管理效率提出了更高要求。

表 1 友阿股份股权激励计划（草案修订稿行权条件）

行权期	业绩指标	本次修订处
第一个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 120%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 10%。	无
第二个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 144%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 11%。	加权平均 ROE 由 10%提高至 11%
第三个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于 2010 年度净利润的 172.8%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于 12%。	加权平均 ROE 由 10%提高至 12%

资料来源：《友阿股份：关于对公司股票期权激励计划（草案）的修订说明》20110929，海通证券研究所

（2）测算了股票期权的理论价值及其对公司 2011-14 年经营业绩的影响。在行权价格和标的股票目前价格 21.92 元（2011 年 6 月 30 日收盘价）、分 1-3 年 3 个不同的行权期（分别对应行权比例为 40%、40%和 20%）、年化波动率 39.5%，以及无风险利率 3.44%的参数假设下，按 Black-Scholes 模型计算友阿股份股票期权的理论价值为 7223.081 万元，其中三个行权期的公允价值分别占比约 30%、43%和 27%（参见表 2）。

根据公司对未来业绩的测算，股票期权费摊销将减少 2011-14 年净利润分别为 1653 万元、2460 万元、1065 万元和 240 万元（参见表 3）。我们按目前股本 3.492 亿测算，期权费摊销将减少当年 EPS 分别为 0.047 元、0.070 元、0.030 元和 0.007 元；按我们对公司 2011-12 年分别为 0.859 元和 1.095 元的盈利预测，上述期权费影响仅分别占比 5.5% 和 6.4%，对公司整体业绩的影响不大。

表 2 友阿股份股票期权理论价值

行权期	期权份数（万份）	期权份数占比（%）	公允价值（万元）	公允价值占比（%）
第一个行权期	576	40.00	2164.081	29.96
第二个行权期	576	40.00	3124.786	43.26
第三个行权期	288	20.00	1934.214	26.78
合计	1440	100.00	7223.081	100.00

资料来源：《友阿股份：关于对公司股票期权激励计划（草案）的修订说明》20110929，海通证券研究所

表 3 友阿股份股票期权费用及对净利润的影响测算（2011-14）

年份	摊销额（万元）	归属于母公司所有者的净利润减少数额（万元）	EPS 减少数额（元）
2011	2204	1653	0.047
2012	3280	2460	0.070
2013	1420	1065	0.030
2014	320	240	0.007
合计	7223	5417	0.155

注：1. 由于公司可能存在业绩考核不能达标、激励对象因故取消期权等情况，将造成部分期权的注销，因此上述期权费用为最高值；2. 上述数据是根据假设授予日为 2011 年 6 月 30 日和对公司未来业绩的预测基础上测算而得，因实施股权激励计入各年度相关成本或费用以审计数据为准。

资料来源：《友阿股份：关于对公司股票期权激励计划（草案）的修订说明》20110929，海通证券研究所

（3）增加了配股时的股票期权数量调整方法。修订稿在“草案”对资本公积金转增股本、派送股票红利、股票拆细和缩股事项的基础上，增加了配股时的期权数理调整方法。

我们维持对公司 2011-2012 年的盈利预测，即摊薄每股收益分别为 0.86 元和 1.1 元（不包括住宅项目收益，我们预计住宅项目可能要到 2013 年确认收益），公司目前 20.20 元的股价对应总市值 70.54 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 63.54 亿，对应 2011-12 年 PE 分别为 21.2 倍和 16.6 倍，估值低于行业平均水平。维持公司“增持”的投资评级和目标价 27.76 元（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）。

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；股权激励草案尚需通过证监会的批准。

相关报告：

友阿股份 2011 半年报点评：上半年扣非后净利润增长近 40%，业绩持续高增长，维持增持 20110817

友阿股份公告点评：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，维持增持 20110704

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

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：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 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;	类别 评级 说明		
	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%。
	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; 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		中性	
		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。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明