

外延扩张迈出实质一步，受让银行股权属长期利好

公司研究简报

◆公告概要

1) 公司拟受让湖南湘邮科技股份有限公司在湖南省联合产权交易所挂牌公开转让的长沙银行500万股股权,挂牌价格为4.48元/股,总价2,240万元。
2) 公司拟在郴州投资兴建以商业为主的城市综合体,已于2011年10月26日开始筹划,目前与合作方湖南郴州汽车运输集团有限责任公司(郴州汽车)、湖南熹华投资有限公司(熹华投资)就项目合作框架达成意向。

◆受让长沙银行股权,有利于中长期收益:

公司作为长沙银行股东已有5年,一直以来具有较为稳定的投资回报(2010年和3Q2011公司分别收到长沙银行分红4368万和1573万元)。且长沙银行已全面达到银监会确定的“优秀银行”要求,各项结构性指标基本达到上市银行水平。我们认为虽然短期城商行IPO成功尚需一定时日,但中长期一旦成功上市即将为公司带来更为可观的投资效益,因此公司投资长沙银行类似于购置可转债,不但短期可获得较为稳健的分红收益,未来还可以一次性享受IPO上市后的较高回报。我们根据最新公告情况,估算长沙银行含权价值大约在2.58元/股(见后文)。

◆外延扩张迈出实质性一步,城市综合体是行业大趋势:

我们认为此次郴州城市综合体的意向,有利于完善公司业务布局,树立公司向省内二三线城市扩张的典范。此前,友阿股份外延扩张缓慢一直遭资本市场诟病,而此项目若能顺利实施,则会进一步扩大公司在郴州乃至整个湖南地区的影响力,有利于公司拓展经营业务和提升经营业绩,提升公司整体竞争力,使公司获得强有力的持续经营与发展能力。而建设包含酒店、零售、展览中心、办公等一体化的城市综合体是未来行业趋势,目前全国一线/二线/三线城市的分布分别为60%/25%/15%,相对一线城市而言,城市综合体地标作用在目前相对竞争不激烈的二线城市这种作用更为显著。

◆维持买入评级,6个月目标价30.78元:

由于公告尚未披露城市综合体的细节,我们暂维持2011-2013年公司EPS分别为0.87/1.14/1.50元的预判,未来三年复合增长率34.2%,6个月目标价30.78元(含2.58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以及公司未来区域的招商及垄断优势,此次受让长沙银行股权及郴州外延扩张应属于中长期正面利好。

◆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	6,081	7,672
营业收入增长率	23.76%	29.74%	38.13%	23.55%	26.15%
净利润(百万元)	150	216	305	397	522
净利润增长率	24.60%	44.46%	40.92%	30.25%	31.60%
EPS(元)	0.43	0.62	0.87	1.14	1.50
ROE(归属母公司)	9.94%	13.00%	15.90%	17.88%	19.92%
P/E	51	35	25	19	15

买入(维持)

当前价/目标价: 21.83/30.78元

目标期限: 6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号: S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 3.49

总市值(亿元): 76.23

一年最低/最高(元): 19.50/28.77

近3月换手率: 32.83%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.36	1.31	7.30
绝对	11.03	-4.55	-15.22

相关研报

友阿股份: 业绩符合预期, 高质量的营业增速---3Q2011 季报点评

.....2011-10-26

友阿股份: 股权激励获证监会批文, 目前价位予以积极推荐---公司公告点评

.....2011-09-28

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

图表 1：友阿股份 EPS 预测拆分

2006-2013 年友阿股份 EPS 拆分 (2011 年 11 月 08 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	1.38
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	1.14	1.50
	2012E	估值倍数	股票价值					
百货	1.04	25	26.00					
家电	0.00	25	0.00					
超市	0.00	25	0.00					
品牌代理	0.04	25	1.00					
小企业融资	0.06	20	1.20					
投资收益	0.00	1	0.00					
合计	1.14		28.2					
长沙银行股权价值			2.58					
总计			30.78					

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：友阿股份长沙银行股权含权价值在 2.58 元

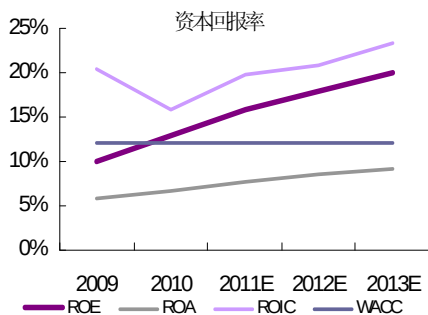
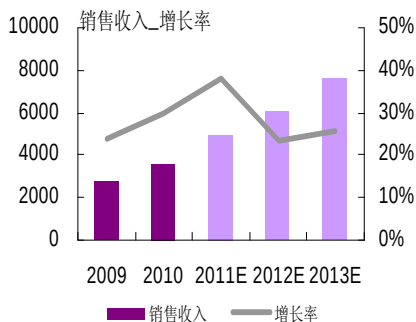
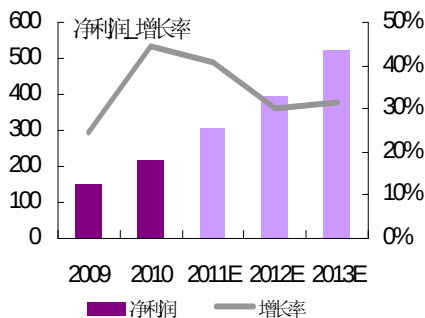
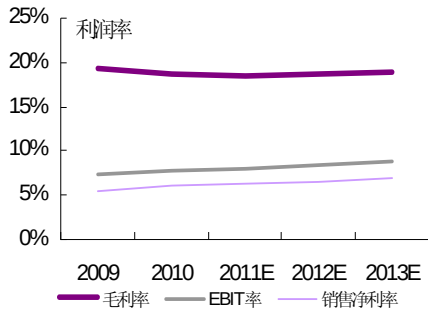
长沙银行含权价值计算 (2011 年 11 月 08 日更新)

	2009	2010	2011E	2012E
净利润 亿元	7.8	8.69	9.9935	11.49253
净利润增速%		11.41%	15%	15%
长沙银行注册资本 亿	11.73	18.08	18.08	18.08
银行股 市盈率	10	10	10	10
EPS 元	0.66	0.48	0.55	0.64
长沙银行每股价值/价格	6.65	4.81	5.53	6.36
友阿股份所持股数 亿元	0.8736	1.3686	1.4186	1.4186
友阿股份股本	3.49	3.49	3.49	3.49
长沙银行对友阿贡献价值	1.66	1.88	2.25	2.58

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
- 20110928 友阿股份：股权激励获证监会批文，目前价位予以积极推荐---公司公告点评
- 20111026 友阿股份：业绩符合预期，高质量的营业增速---3Q2011季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,747	3,563	4,922	6,081	7,672
营业成本	2,215	2,898	4,008	4,950	6,226
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	258	322
管理费用	155	184	256	298	368
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	536	706
利润总额	202	296	413	536	706
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	396.76	522.13

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,634	3,259	4,005	4,751	5,765
流动资产	1,647	2,070	2,350	2,784	3,509
货币资金	1,521	1,337	1,820	2,129	2,686
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	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	248	311
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	2,434	3,040
无息负债	1,115	1,508	1,997	2,434	3,040
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,519	1,751	2,008	2,317	2,726
股本	194	349	349	349	349
公积金	1,000	867	897	937	963
未分配利润	311	447	669	933	1,309
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	761	1,023
净利润	150	216	305	397	522
折旧摊销	81	97	68	89	112
净营运资金增加	-56	469	-267	50	60
其他	319	-301	924	225	330
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	437	606
净现金流	1,109	-196	483	310	556

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%	23.55%	26.15%
净利润增长率	24.60%	44.46%	40.92%	30.25%	31.60%
EBITDA 增长率	14.08%	33.27%	21.79%	30.95%	31.06%
EBIT 增长率	16.63%	38.22%	40.24%	30.77%	32.12%
估值指标					
PE	51	35	25	19	15
PB	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	12	20	16	12	9
EV/EBIT	17	27	19	14	11
EV/NOPLAT	23	36	25	19	14
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	5	6	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.37%	18.67%	18.58%	18.60%	18.85%
EBITDA 率	10.23%	10.51%	9.26%	9.82%	10.20%
EBIT 率	7.29%	7.77%	7.89%	8.35%	8.75%
税前净利润率	7.36%	8.30%	8.39%	8.81%	9.20%
税后净利润率 (归属母公	5.45%	6.07%	6.19%	6.52%	6.81%
ROA	5.73%	6.74%	7.73%	8.46%	9.18%
ROE (归属母公司) (摊	9.94%	13.00%	15.90%	17.88%	19.92%
经营性 ROIC	20.46%	15.92%	19.76%	20.92%	23.41%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.40	1.21	1.18	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	1.14	1.50
每股红利	0.17	0.15	0.27	0.35	0.45
每股经营现金流	1.41	1.38	2.95	2.18	2.93
每股自由现金流(FCFF)	0.48	-1.94	0.63	0.06	0.44
每股净资产	4.31	4.76	5.48	6.35	7.50
每股销售收入	7.87	10.20	14.10	17.42	21.97

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）

日期	股价	目标价	评级
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
2011-09-28	20.20	30.97	买入
2011-10-26	21.50	31.48	买入

资料来源：光大证券研究所

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@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com