

增 持 维 持

友阿股份 (002277)

2011 年 11 月 9 日

长沙市外扩张又下一城; 提升长沙银行股权投资比例

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850511010009
luying@htsec.com
021-23219403潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850511010038
panh@htsec.com
021-23219423汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850511040005
wanglt@htsec.com
021-232193992011 年 11 月 8 日收盘于: 21.83 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 11 月 9 日) 发布 (1) 拟在郴州投资兴建以商业为主的综合城市综合体; (2) 以 4.48 元/股的价格受让长沙银行 500 万股股权; 以及 (3) 股票期权授予登记完成等公告。其中, 郴州城市综合体项目尚需经双方审批机构审议以签署正式《合作协议》; 长沙银行股权出让方湖南湘邮科技股份有限公司与公司构成关联方。

简评和投资建议。在上述三则公告中, 股票期权授予登记进展在预期之内, 授予日为 2011 年 10 月 28 日, 激励对象及数量与公司之前公告 (2011/10/27) 完全一致, 本次授予的期权总数 1440 万份, 行权价格 21.92 元。

对于另外两则事项, 我们认为, 在郴州投资城市综合体标志着公司异地连锁战略的纵深推进, 而追加对长沙银行的股权投资则预期将有较好的效益回报。

(1) 公司本次受让长沙银行股权的价格为 4.48 元/股, 总价 2240 万元; 受让后, 公司持股数量将由 13686 万股增至 14186 万股, 持股比例由 7.57% 上升至 7.85%。此次交易无论是交易标的资质、交易时点, 还是交易价格, 都较为合理; 一方面反映了公司对长沙银行长期看好的战略性眼光, 另一方面公司也有望通过获取更丰富的投资收益而增厚企业价值。

长沙银行在湖南省具有较强的规模优势、较好的成长前景和盈利能力。该行目前已在湖南省内形成 33 家分支机构、62 个营业网点的经营网络, 经营规模在长沙市同业中位居前三。2009 年、2010 年及 2011 年前三季度, 该行分别实现主营业务收入 173125 万元、227003 万元和 229016 万元, 净利润 78011 万元、86916 万元和 115000 万元; 其中, 2011 年前三季度营业收入和营业利润分别同比增长 41% 和 55%, 具有较好的增长能力; 同时, 该行今年全年净利润目标为 14 亿元, 折合每股收益约 0.78 元。当前三家城商行 (宁波银行、南京银行和北京银行) PE (2011E) 为 8.5 倍, 以交易后公司持股数 14186 万股计, 以上市商业银行的估值水平做参考, 公司所持长沙银行股权折合公司每股价值为 2.68 元/股。

长沙银行目前已完成了上市辅导, 准备择机向证监会申报; 根据公司提供的信息, 长沙银行目前全面达到银监会确定的“优秀银行”标准, 各项指标基本达到上市银行水平。

本次交易价格较为合理, 主要基于: (A) 以交易价格 4.48 元/股、公司 2011 前三季度的每股收益及每股净资产计, 对应本次交易 PB 为 1.48 倍, 接近于目前三家城商行 1.4 倍的 PB; (B) 公司去年底认购该行定增的价格为 3.1 元/股, 当时对应 PB 为 1.5 倍, 较本次交易略高。

(2) 公司拟与湖南郴州汽车运输集团有限责任公司、湖南熹华投资有限公司合作在郴州投资城市综合体项目, 该项目以商业为主。考虑到郴州汽车运输集团和熹华投资分别拥有本项目的土地使用权和较丰富的房地产投资管理经验, 公司以合作的方式开展项目有利于发挥各方优势, 提高初期投资效率, 并为后续投资管理和经营奠定良好基础; 长远看, 由于公司目前旗下 7 家门店分布在长沙 (5 家)、常德 (1 家) 和郴州 (1 家), 本次投资项目不仅将完善公司在省内二三线城市的经营网络, 而且也有利于提升公司在郴州当地零售市场的品牌效应, 与现有门店形成规模效应。

我们维持之前对公司现有资产和业务较为积极的评价，未来公司的主要看点在于：（1）现有门店持续的品牌调整以及或可存在的扩建空间对内生增长的进一步贡献；（2）两大奥特莱斯的经营是否可能有超预期；以及（3）收购中山集团资产扩建春天百货的进展情况。

维持对公司 2011-12 年EPS的预测分别为 0.86 和 1.10 元（不包括住宅项目收益，我们预计这可能要到 13 年确认），公司目前 21.83 元的股价对应总市值 76 亿（总股本 3.492 亿），剔除公司将持有的价值 9 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 67 亿，对应 2011-12 年PE分别为 22.4 倍和 17.6 倍。维持公司“增持”的投资评级以及目标价 27.76 元（对应 2011 年 30 倍PE再加上公司每股 2 元左右的长沙银行股权价值）。

风险和不确定性： OUTLETS 培育期超预期；网点及储备项目的增加带来资本开支加大；异地扩张的不确定性等。

相关报告：

友阿股份 2011 三季报点评：收入规模快速增长及费用率下降，带来前三季度净利润近 40%增长，维持增持 20111027

友阿股份调研简报：主业经营良好，外延成长关注两大奥特莱斯项目及春天百货扩建，维持增持 20110831

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;	股票投资评级	类别	评级	说明
		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%。		
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 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。	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;	
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	
		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