



下跌即是买入机会

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 11 月 18 日)	20.53 元
目标价	28.00 元
行业	零售
报告发布日期	2011 年 11 月 21 日 星期一

证券分析师 王佳
执业证书编号: S0860510120020

事件

友阿股份股价近三个交易日下跌 7.88%，截止前一交易日收盘价格为 20.53 元，股价相比前期最低点仅高出 5.28%。

点评

我们分析认为近期公司股价下跌，可能主要是由于投资者对大盘的担忧引起公司股价的调整，近三个交易日大盘下跌 4.53%。公司基本面没有任何变化，公司成长性及竞争优势依然明显，股价下跌为投资者提供了以更低成本介入的机会。

公司基本面良好，长沙奥特莱斯超预期：公司目前经营稳定，基本面没有发生变化，各项目进展也较为顺利，公司长沙奥特莱斯继 10 月份正式全面开业后，经营情况好于预期。十一黄金周期间，门店经营情况较好，黄金周期间平均日销售额 200 万左右，其中两天甚至超过 300 万元。黄金周后，门店经营良好态势依然持续，周一至周五，平均每天销售 60-80 万，周末 150 万左右。因此长沙奥特莱斯 10 月份已经实现盈利，综合来看 2011 年长沙奥特莱斯亏损好于预期，预计亏损 1500 万元左右，好于之前预期的-2000 万元。

公司目前股价具备安全边际：经过三天调整，目前 20.53 元的股价，已经具备良好安全边际。公司是零售上市公司中少数实施股权激励公司，股权激励价格是 21.98 元，股权激励实施后管理层和股东利益趋于一致，未来公司释放业绩动力更足；同时 4-6 月份，大股东不断增持上市公司股票，增持价格在 21-22 元之间，彰显出大股东对公司未来发展之信心。我们认为凭借公司现有业务和未来资产储备，看好公司未来 3-5 年可持续快速增长。

外延式扩张更加完善产业布局：公司已于 2011 年 10 月 26 日开始筹划在郴州建设以商业为主的综合城市综合体。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。我们认为此次扩张是继春天百货改扩建、国货陈列馆、天津奥特莱斯项目后又一次大的综合体项目，该项目预计 2 年后投产，项目建成后，公司在湖南地区影响力进一步加强，公司可持续增长能力进一步加强。

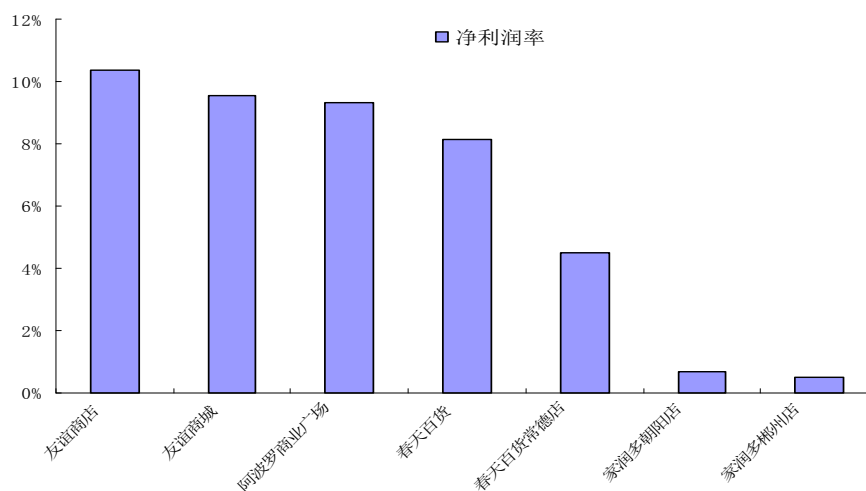
业绩增长确定，维持公司买入评级：公司作为区域性百货龙头，在长沙地区拥有绝对优势，公司激励机制较好，管理层较为稳定，且公司绝对优势的人才资源、稳健的扩张及较高的内生性增长成为公司未来业绩增长的重要保障，维持预测公司 11-12 年 EPS 分别为 0.89 元和 1.18 元预测，P/E 分别为 23.3 倍和 17.4 倍，维持公司买入评级。

风险因素：经济下滑带影响消费

表 1：公司具体业务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
百货收入	3230	4427	5443	6622
家电收入	262	282	311	326
零售总收入	3492	4709	5754	6948
百货营业成本	2648	3638	4484	5470
家电营业成本	250	271	298	313
总成本	2898	3909	4782	5783
百货综合毛利率	18.02%	17.82%	17.63%	17.40%
家电综合毛利率	4%	4%	4%	4%
综合毛利率	16.99%	16.99%	16.90%	16.77%
其他业务收入	72	76	80	84
总收入	3564	4785	5834	7032
总成本	2898	3909	4782	5783
毛利率	18.67%	18.31%	18.04%	17.77%

资料来源：东方证券研究

图 1：公司旗下门店净利润率情况


资料来源：公司公告，东方证券整理

表 1：长沙奥特莱斯经营情况

长沙奥特莱斯	2011E	2012E	2013E
主营收入	200	400	800
营业成本	174	350	696
毛利率	13%	13%	13%
主营利润	26	50	104
租金成本	6	6	6
折旧及费用	40	40	40
利润总额	-20	4	58
净利润	-20	3	44

资料来源：东方证券预测

表 2：天津奥特莱斯地产业务情况

	2013 年结算（公司 51%权益）
天津奥特莱斯	2013E
结算面积	7.7
结算均价	11000
主营收入	8.47 亿元
毛利率	48%
净利润率	15%
净利润	6500 万

资料来源：东方证券预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,070	3,310	3,718	4,464	营业收入	3,564	4,785	5,834	7,879
现金	1,337	1,673	2,805	3,270	营业成本	2,898	3,909	4,782	6,235
应收账款	15	38	46	62	营业税金及附加	40	0	0	0
其他应收款	19	44	53	72	营业费用	164	239	263	410
预付账款	432	961	469	611	管理费用	184	263	298	465
存货	267	594	344	449	财务费用	-15	-35	-50	-50
其他					资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1,189	1,222	1,659	2,314	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	550	659	1,055	1,688	投资净收益	7	7	7	7
无形资产	151	156	161	165	营业利润	300	416	549	827
其他	394	407	443	460	营业外收入	1	2	3	2
资产总计	3,259	4,532	5,377	6,778	营业外支出	5	1	1	1
流动负债	1,474	2,530	3,089	4,100	利润总额	296	417	551	828
短期借款	0	0	0	0	所得税	76	104	138	207
应付账款	477	818	1,001	1,305	净利润	220	313	414	621
其他	996	1,712	2,089	2,795	少数股东损益	4	3	3	62
非流动负债	34	34	34	34	归属于母公司净利润	217	310	411	559
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.89	1.18	1.60
其他	34	34	34	34	主要财务比率				
负债合计	1,508	2,564	3,123	4,134	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	88	97	106	117	成长能力				
股本	349	349	349	349	营业收入	29.8%	34.3%	21.9%	35.1%
资本公积	788	788	788	788	营业利润	47.7%	38.7%	32.1%	50.6%
留存收益	526	735	1,010	1,389	归属于母公司净利润	44.7%	43.0%	32.6%	36.2%
归属母公司股东权益	1,663	1,872	2,147	2,527	获利能力				
负债和股东权益	3,259	4,532	5,377	6,778	毛利率	18.7%	18.3%	18.0%	20.9%
现金流量表					净利率	6.2%	6.5%	7.1%	7.9%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	12.4%	15.7%	18.2%	21.2%
经营活动现金流	482	942	1,220	1,452	ROIC	8.2%	9.1%	10.0%	11.5%
净利润	220	310	411	559	偿债能力				
折旧摊销	97	87	99	137	资产负债率	46.3%	56.6%	58.1%	61.0%
财务费用	-15	-35	-50	-50	负债权益比率	90.7%	137.0%	145.5%	163.6%
投资损失	-7	-7	-7	-7	流动比率	1.40	1.31	1.20	1.09
营运资金变动	174	581	761	806	速动比率	0.93	0.69	0.94	0.83
其他	-3	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-601	-64	-27	-97	总资产周转率	1.21	1.23	1.18	1.3
资本支出	610	323	283	405	应收账款周转率	232	179	138	144
长期投资	7	4	4	5	每股指标 (元)				
其他	2	255	253	303	每股收益	0.62	0.89	1.18	1.60
筹资活动现金流	117	92	61	91	每股经营现金流	1.38	2.70	3.50	4.16
借款增减	0	0	0	0	每股净资产	5.02	5.64	6.46	7.57
普通股增加	20	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	35.42	24.77	18.68	13.72
其他	97	92	61	91	P/B	4.4	3.9	3.4	2.9
现金增加额	-196	336	1,132	464					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均线：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn