

外延扩张起航，内生高速增长

友阿股份 (002277.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

● 外延扩张迈出重要一步

公司为加快在湖南省内二线城市的扩张进程，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开发“郴州友阿购物中心”（暂定名）城市综合体项目。三方拟成立郴州市友阿购物中心股份有限公司，注册资金5亿元人民币，其中公司2.55亿元，占比51%；郴汽集团以土地使用权出资2亿元，占比40%；熹华投资出资0.45亿元，占比9%。该项目位于郴州市繁华的北湖商圈，计划总投资约9.6亿元，总建筑面积23万平方米，其中主力百货店6.2万平方米，情景式商业街3.8万平方米，大型超市及家电卖场3万平方米，高档精装住宅4万平方米以及酒店式湖景公寓6万平方米。项目计划2012年9月动工，2014年年底试营业。

● 优化公司区域布局

公司现有门店中5家集中于长沙，仅有2家门店在二、三线城市，且规模不大。我们认为，该项目是公司发展战略的重要一步，有益于公司在省内布局的进一步渗透，更大程度的分享消费升级与消费普及所带来的红利，有利于提升公司在湖南省内的规模优势以及品牌影响力。

● 同店保持高速增长，奥莱贡献日益显现

公司2011年前三季度收入增长主要来自百货门店内生性增长。友谊商店A、B馆和友阿百货通过品牌调整，销售稳步提升，预计两店全年增幅超过50%。除春天百货因受地铁施工影响，销售增速有所下降外，我们预计公司其他各门店全年增幅基本都在30%左右。全面开业的长沙奥特莱斯通过调整、提升品牌档次，增加海外直采比例，聚客能力逐步增强，有望成为未来公司业绩增长的新引擎。

● 投资建议

我们预计2011-2013年公司营业收入和归属于母公司净利润复合增长率分别为22.9%和26.3%，2011-2013年EPS分别为0.86元、1.10元和1.37元，对应PE分别为23X、15X以及14X。公司是湖南地区百货龙头，随着现有门店品牌结构的调整升级，内生增长仍有空间。春天百货的扩建工程以及两个奥特莱斯项目有望成为公司未来业绩高速增长的新动力。此外，股票期权激励计划覆盖的管理层非常全面且力度很大，这是公司业绩稳步提升的有力保证。我们维持对公司“推荐”评级。

陈雷

☎: (8610) 6656 8162

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020010

卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060003

市场数据	时间 2011.11.30
A股收盘价(元)	19.83
A股一年内最高价(元)*	28.77
A股一年内最低价(元)*	19.50
上证指数	2333
市净率	4.0
总股本(万股)	34920
实际流通A股(万股)	20613
限售A股(万股)	14306
流通A股市值(亿元)	40.88
注: *价格未复权	

相关研究

- 1、友阿股份(002277): 同店增长保持高速，奥特莱斯渐入佳境(20111027)
- 2、友阿股份(002277): 品牌调整到位，同店保持高速增长(20110817)
- 3、友阿股份(002277): 股权激励为管理层注入动力(20110704)
- 4、友阿股份(002277): 内涵式增长大幅推升公司业绩(20110329)

表 1:友阿股份 (002277) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1521	1337	1858	2295	2806	营业收入	2747	3564	4953	6117	7478
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2215	2898	4034	4952	6056
应收账款	15	15	27	34	41	营业税金及附加	32	40	54	67	82
预付款项	36	432	983	1660	2488	销售费用	145	164	218	263	337
其他应收款	17	19	26	32	40	管理费用	155	184	243	294	359
存货	59	267	155	190	232	财务费用	-3	-15	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	91	190	190	190	190	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	582	550	13	28	44	投资收益	0	7	0	0	0
在建工程	2	51	13	16	18	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	203	299	404	541	644
无形资产	136	151	130	126	123	营业外收支净额	-1	-4	0	0	0
长期待摊费用	171	144	106	91	76	税前利润	202	296	404	541	644
资产总计	2634	3259	3502	4663	6058	减: 所得税	51	76	101	135	161
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	151	220	303	406	483
应付票据	70	87	122	149	183	归属母公司净利	150	216	299	384	477
应付账款	338	477	654	803	982	少数股东损益	1.34	3.60	4.04	21.65	6.44
预收款项	531	765	1090	1491	1982	基本每股收益	0.77	0.62	0.86	1.10	1.37
应付职工薪酬	37	52	52	52	52	稀释每股收益	0.77	0.62	0.86	1.10	1.37
应交税费	2	-25	-25	-25	-25	财务指标					
其他应付款	113	117	117	117	117	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	23.8%	29.8%	39.0%	23.5%	22.3%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	15.0%	38.7%	45.5%	34.1%	19.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	24.6%	44.5%	38.2%	28.7%	24.0%
负债合计	1115	1508	2062	2655	3375	盈利性					
股东权益合计	1519	1751	2054	2460	2943	销售毛利率	19.4%	18.7%	18.6%	19.1%	19.0%
现金流量表						销售净利率	5.4%	6.1%	6.0%	6.3%	6.4%
净利润	151	220	303	406	483	ROE	9.9%	13.0%	15.2%	16.4%	16.9%
折旧与摊销	18	19	19	20	21	ROIC	9.8%	11.8%	14.7%	16.5%	16.4%
经营活动现金流	399	1	426	294	339	估值倍数					
投资活动现金流	7	-109	-20	-20	-20	PE	27.9	34.7	23.2	15.1	14.4
融资活动现金流	883	15	115	163	191	P/S	1.5	2.1	1.5	1.2	1.0
现金净变动	1288	-94	521	437	511	P/B	2.7	4.3	3.6	3.0	2.4
期初现金余额	412	1521	1337	1858	2295	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1701	1427	1858	2295	2806	EV/EBITDA	12.2	21.1	13.6	9.5	7.3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn