

2012-11-21

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

友阿股份 (002277)

积极布局地县城市，打开外延扩张空间

分析师：童兰

☎ (8627)65799539

✉ tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040003

联系人：李锦

☎ (8627)65799539

✉ Lijin3@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《3 季度费用控制情况极其良好，股权激励费用将主要在 4 季度体现》2012/10/14

《长沙银行分红和银行理财产品收益使得业绩大幅增长》2012/8/22

《内生增长强劲，低估值的高弹性品种》2012/7/24

报告要点

■ 事件描述

友阿股份今日发布两则公告；1) 董事会同意公司购买位于湖南邵阳核心商业区宝庆路的在建商业房产，用于开始“邵阳友阿购物中心”，本次拟购房产的总面积为 3.25 万平米，购房总金额为 3.19 亿元；2) 湖南湘邮科技股份有限公司以总价 2412.42 万元（4.0207 元/股）的价格挂牌公开转让其持有的 600 万股长沙银行股份有限公司股权，公司拟受让该部分股权。

■ 事件评论

- 公司之前的百货业务主要集中在长沙市内，而随着湖南省内消费的迅速崛起，长沙周边的地县城市消费力也得到了显著提升，而作为湖南省内的商业龙头，公司开始积极布局地县城市市场符合公司“立足长沙，拓展湖南，面向全国的布局方针，重点发展连锁高端百货，创新性地开发主题购物广场”的战略，湖南广阔的地县城市市场也为公司提供了广阔的外延扩张空间，且依靠公司在湖南地区多年积累的商业经营管理经验及强大的品牌招商能力，我们看好公司渠道下沉的经营效果。
- 从扩张成本上来看，邵阳友阿购物中心项目购置成本约为 0.98 万/平米，成本较低。除此之外，公司目前储备的外延扩张项目还包括郴州友阿购物中心及天津奥特莱斯；体量分别约为 13 万平米（商业部分）及 10 万平米（奥莱部分），对应的商业部分投资分别为 5 亿元和 5.5 亿元；较低的扩张成本降低了外延扩张的培育压力。
- 公司以 4.02 元/股的价格受让长沙银行股权并不够便宜，但考虑到本次通诚控股也参与本次长沙银行股权竞拍，使得公司本次受让长沙银行股权存在一定的不确定性。
- 我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别是 0.65 元和 0.80 元，对应目前的股价，2012-2013 年 PE 分别为 12 倍和 10 倍。得益于公司良好的物业条件和较为稳定的同店增长，公司的经营水平一直趋于稳定。考虑到公司推出管理层股权激励后，管理层与公司股东利益一致化有利于公司整体经营水平的提升，看好公司未来的经营前景。给予“推荐”评级。

加速布局湖南地线城市，稳定湖南商业龙头地位

公司本次购买邵阳核心商业区宝庆路的邵阳国际商业广场4号楼负2层至第7层指定区域及附属设备室用于开始“邵阳友阿购物中心”，总面积约为3.25万平方米，购房总金额约为3.19亿元，购置单价约为0.98万/平米。

继公司在2011年投资“郴州友阿购物中心”城市综合体后，本次布局邵阳是公司加快向湖南省内各地州市扩张步伐的另一举动；邵阳目前人口总量约为754万，为湖南省人口第一大市，2010年当地人均可支配收入及人均消费支出分别约为9778元和7029元，均位于湖南省内较低水平。但公司购本次买的物业位于邵阳国际商业广场城市综合体内，而该综合体项目建筑总面积约23万平方米，包括12万平方米的住宅部分，8万平方米的商业部分及850个停车位，项目建成后，将成为邵阳规模最大、业态最齐全、规划最超前的现代化都市综合体。

我们认为，公司之前的百货业务主要集中在长沙市内，而随着湖南省内消费的迅速崛起，长沙周边的地线城市消费力也得到了显著提升，而作为湖南省内的商业龙头，公司开始积极布局地线城市市场符合公司“立足长沙，拓展湖南，面向全国的布局方针，重点发展连锁高端百货，创新性地开发主题购物广场”的战略，湖南广阔的地线城市市场也为公司提供了广阔的外延扩张空间，且依靠公司在湖南地区多年积累的商业经营管理经验及强大的品牌招商能力，我们看好公司渠道下沉的经营效果。

表 1：友阿股份门店情况

门店	城市	开业时间	营业面积 (万平方米)	物业取得状况	市场定位
友谊商店 AB 馆	长沙	2008-01	4.66	自有	高端精品
阿波罗商业广场	长沙	1998-01	4.60	租赁	综合中高档
友谊商城	长沙	1995-01	2.20	自有	综合中高档
春天百货长沙店	长沙	2000-05	1.60	租赁	时尚中高档
春天百货常德店	常德	2003-12	1.50	租赁	综合中高档
友阿百货	长沙	2007-12	2.90	租赁	大众百货
郴州店	郴州	2008-04	1.50	自有	综合中高档
友阿奥特莱斯	长沙	2011-10	10.00	自有	高端折扣店

资料来源：长江证券研究部

而从扩张成本上来看，邵阳友阿购物中心项目购置成本约为0.98万/平米，成本较低。除此之外，公司目前储备的外延扩张项目还包括郴州友阿购物中心及天津奥特莱斯；体量分别约为13万平方米（商业部分）及10万平方米（奥莱部分），对应的商业部分投资分别为5亿元和5.5亿元；其中郴州项目及天津奥莱项目均属合作开发项目。

我们认为，公司目前储备的项目体量与各地区的经济及居民消费情况较为吻合，且较低的扩张成本降低了外延扩张的培育压力。同时郴州购物中心及天津奥特莱斯项目以商业+地产的模式进行有利于加速现金流的回收并缩短项目投资回收期。

表 2：友阿股份储备项目及建设进度情况

项目名称	项目内容	投资额	项目进度
------	------	-----	------

春天百货扩建项目	将春百原有的经营面积从 1.6 万平米提升至约 7 万平米	拆迁+拿地差不多 3 个亿, 另外建安预计 2-3 个亿, 总投资合计约 5-6 亿	2012 年将春天百货由 4.5 层扩至 6 层, 面积增加约 1.1 万平米, 预计这部分 2013 年元旦开业
郴州友阿购物中心项目	拟建成一个具有复合型、多功能商业区域, 包括约 6.2 万平米的主力百货店, 3.8 万平米的商业街, 3 万平米的超市及家电卖场, 约 10 万平米的住宅	计划总投入资金额为人民币约 9.6 亿元, 自主经营及出租部分 5 亿元, 其中土地成本约 1.3 亿元, 建设成本约 3.7 亿元, 出售住宅及商铺部分投资 4.6 亿元, 其中土地成本约 1.2 亿元, 建设成本约 3.4 亿元	计划 2012 年年底开始动工建设, 预计 2014 年年底完工并投入试营业
天津奥特莱斯项目	奥特莱斯建设及经营面积约 10 万平米, 占地面积约 112111.50 平方米, 房地产开发、经营开发建筑面积为 77000 的公寓住宅, 占地面积 35023.50 平方米	计划总投资金额为人民币约 9.5 亿元, 其中土地成本约 2.9 亿元, 建设成本约 6.6 亿元, 其中住宅建设成本约 3 亿元, 商业建设成本约 3.6 亿元	项目住宅部分已开工, 预计 2013 年 8 月份达到预售条件; “奥特莱斯”部分正处在规划审批阶段, 预计 2013 年 3 月左右完成报建手续并开工, 2014 年 8 月前试营业
邵阳友阿购物中心	邵阳国际商业广场 4 号楼负二层至第七层指定区域及附属设备室总面积约 32,490.33 平方米	购房总金额约 3.19 亿元, 自有资金	2014 年 9 月 30 日交付日

资料来源: 长江证券研究部

投资长沙银行业务, 获取稳定股权投资回报

湖南湘邮科技股份有限公司以总价 2412.42 万元 (4.0207 元/股) 的价格挂牌公开转让其持有的 600 万股长沙银行股份有限公司股权, 并且公告期满, 如征集到两个及以上符合条件的意向受让方, 则采取网络竞价的交易方式确定受让方。公司拟受让该部分股权, 除此之外, 湖南通程控股股份有限公司也拟参与竞拍湖南湘邮科技股份有限公司持有的长沙银行股份有限公司 600 万股股权。

而在此之前, 湖南湘邮科技股份有限公司曾于 2011 年 10 月 11 日以 4.48 元/股价格挂牌转让其持有的长沙银行 500 万股股权; 公司参与本次股权转让, 但因挂牌截止日出现两个意向受让者而进入拍卖程序, 从而使得公司放弃该次以竞拍方式受让长沙银行股份有限公司 500 万股股权。

长沙银行目前在湖南省内已经设立了 33 家分支机构 62 个营业网点, 辐射整个湖南, 综合实力在全国 140 多家城商行中排名前列, 经营规模在长沙市同业中位居前三; 鉴于长沙银行良好的成长性, 长沙银行也连续多年送股分红, 保证投资这的投资回报。2005-2010 年, 仅 2007-2008 年两年未实现分红, 公司其他年度的分红收益分别为 360 万, 509 万, 437 万和 1572 万。

表 3: 友阿股份对长沙银行股权投资的分红收益情况

会计年	投资金额	年度利润分配	年度利润分配实	持股
-----	------	--------	---------	----

度	(万元)	利润分配方案	送股数量 (万股)	现金红利 (万元)	施后持股数量 (万股)	比例
2005年	7,500	每10股派发现金红利0.9元	----	360	5,000	7.50%
2006年	137	每10股派发现金红利1元, 资本公积金每10股转增1股	509	509	5,600	7.45%
2007年	0	每10股送2股, 资本公积金每10股转增1股	1,680	----	7,280	7.45%
2008年	0	每10股送2股	1,456	----	8,736	7.45%
2009年	0	每10股派发现金红利0.5元	1,747	437	10,484	7.45%
2010年	9927	每10股派发现金红利1.5元	----	1572	13,686	7.57%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

而从受让价格来看, 2010年长沙银行的净资产为45.77亿元, 净利润为8.69亿元, 对应当年的股本, 每股净资产及每股净利润分别为2.53元/股和0.48元/股, 而2009-2010年, 公司的净资产及净利润增速分别为88%及11%, 假设2010-2012年间长沙银行的净资产及净利润复合增速分别为50%及15%, 预计2012年长沙银行的每股净资产及每股净利润分别为5.69元和0.63元, 对应4.02元/股的受让价格, PB及PE分别为0.7倍和6.32倍, 而目前银行业的平均PB约为1倍, PE为5-6倍, 该受让价格并不足够便宜。

表4: 长沙银行2009-2010年的部分财务情况

会计年度	总资产 (万元)	净资产 (万元)	主营业务收入 (万元)	净利润 (万元)
2009年	6,452,244	242,636	173,125	78,011
2010年	8,334,725	457,724	227,003	86,916

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

我们认为, 公司以4.02元/股的价格受让长沙银行股权并不足够便宜, 但考虑到本次通诚控股也参与本次长沙银行股权竞拍, 使得公司本次受让长沙银行股权存在一定的不确定性。

预计2012-2013年每股收益分别为0.65元和0.80元, 给予推荐评级

我们认为, 公司作为湖南省商业百货龙头, 业绩近年来增长较为稳定, 且公司2012-2013年看点如下:

- 1) 公司的百货门店主要分布在长沙市内的各主要商圈, 物业条件均较为优良, 并且大部分门店均已走出培育期, 业绩贡献较为直接, 各百货门店较高的同店增长也有助于公司收入及利润保持较为稳定的增速;

- 2) 长沙友阿奥特莱斯于 2011 年 9 月底正式全面开业, 随着一线品牌招商情况的逐步改善及公司宣传活动逐步到位, 奥特莱斯的收入增速有望在未来 3 年内持续保持较高增速, 未来将有望成为公司新的收入和利润贡献点;
- 3) 春天百货长沙店扩建后有望在 2013 年春节前开出, 扩建完毕后春天百货的经营面积将新增约 1.1 万平米, 届时预计春天百货长沙店的整体商品定位会提升, 且春百前面的地铁广场届时在那期间也将修好, 目前的交通问题将得到解决。预计扩建后的春天百货将在 2013-2014 年有较好的业绩增长。
- 4) 公司目前储备项目较多, 积极向地县城市进行外延扩张, 且依靠公司多年的商业经营经验及强大的品牌招商能力, 公司的渠道下沉不仅为公司打开了外生长空间, 同时也为公司的长期业绩增长提供新增利润来源。

我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别是 0.65 元和 0.80 元, 对应目前的股价, 2012-2013 年 PE 分别为 12 倍和 10 倍。得益于公司良好的物业条件和较为稳定的同店增长, 公司的经营水平一直趋于稳定。考虑到公司推出管理层股权激励后, 管理层与公司股东利益一致化有利于公司整体经营水平的提升, 看好公司未来的经营前景。给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	4782	5604	7133	8492	货币资金	1875	2277	3149	4152
营业成本	3906	4535	5790	6905	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	875	1068	1343	1586	应收账款	129	147	187	222
%营业收入	18.3%	19.1%	18.8%	18.7%	存货	306	355	453	541
营业税金及附加	56	66	84	100	预付账款	78	91	116	138
%营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	200	239	298	354
销售费用	211	243	310	369	流动资产合计	2588	3108	4203	5408
%营业收入	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	242	297	364	433	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.1%	5.3%	5.1%	5.1%	长期股权投资	531	531	531	531
财务费用	1	6	10	15	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	固定资产合计	976	1221	1425	1481
资产减值损失	3	1	2	1	无形资产	364	345	328	312
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	20	30	20	20	递延所得税资产	15	0	0	0
营业利润	382	485	594	688	其他非流动资产	434	434	434	434
%营业收入	8.0%	8.7%	8.3%	8.1%	资产总计	4907	5640	6921	8166
营业外收支	19	10	10	10	短期贷款	50	0	0	0
利润总额	400	495	604	698	应付款项	642	745	951	1134
%营业收入	8.4%	8.8%	8.5%	8.2%	预收账款	1044	1224	1558	1854
所得税费用	104	124	151	174	应付职工薪酬	80	92	118	141
净利润	296	371	453	523	应交税费	10	12	15	17
归属于母公司所有者的净利润	290.5	365.1	445.5	514.4	其他流动负债	1027	1195	1522	1815
少数股东损益	5	6	8	9	流动负债合计	2852	3268	4163	4961
EPS (元/股)	0.52	0.65	0.80	0.92	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	594	939	1401	1460	其他非流动负债	55	55	55	55
取得投资收益	20	30	20	20	负债合计	2907	3323	4219	5017
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1909	2219	2598	3035
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	91	97	105	114
固定资产投资	-159	-456	-471	-385	股东权益	2000	2316	2703	3149
其他	-490	0	0	0	负债及股东权益	4907	5640	6921	8166
投资活动现金流净额	-649	-426	-451	-365	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.520	0.653	0.797	0.921
银行贷款增加(减少)	50	-50	0	0	BVPS	5.47	6.35	7.44	8.69
筹资成本	55	-61	-77	-92	PE	15.81	12.58	10.31	8.93
其他	487	0	0	0	PEG	0.75	0.60	0.49	0.43
筹资活动现金流净额	593	-111	-77	-92	PB	1.50	1.29	1.10	0.95
现金净流量	537	402	872	1003	EV/EBITDA	6.07	3.22	1.62	0.42
					ROE	15.2%	16.5%	17.2%	17.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。