

区域高端商业龙头 增长稳健可期

友阿股份 (002277)

我们在近日调研了友阿股份，与公司董秘就公司经营现状、未来发展和投资项目进展等进行了交流和讨论

调研结论

公司定位高端 四季度业绩持续改善

公司是长沙市乃至湖南省连锁百货龙头，目前在省内拥有8家百货店（其中长沙6家，常德、郴州各1家）、3家独立电器店（均在长沙）及品牌代理公司、小额贷款公司等。百货、家电和小额贷款三大业务中，百货业务是公司最主要的盈利来源，收入占比在90%以上。公司扎根于湖南省，享受区域经济增速快和地区消费能力强劲带来的优势。公司在区域内门店布局优越，门店覆盖长沙五大商圈之中主要四个，占据了长沙主要商圈的有利位置及常德、郴州核心商圈位置，能充分分享行业龙头的增长收益。

目前就公司经营情况来看，1-9月份营业收入保持在15%的增长速度。步入四季度，无论是同比还是环比的增速都较快，10月份百货同比增长30%左右，家电同比下降20%，受到春天百货闭店装修的影响，整体同比增长约20%。11月份百货同比增长35%，三家主力门店增长在30%-40%之间。主要受到经济低迷的影响，今年过节效应强过往年，下半年客流与销售额都明显呈现攀高趋势。压抑了近一年的消费欲望，有望在四季度得以释放。

今年业绩亮点主要体现在两个方面。第一，主力百货门店业绩增长平稳，门店根据各自自身的经营定位，加速品牌升级调整，以满足消费者的需求。同时由于公司自有物业比例较高，固定费用可控，物业租金上涨对公司形成的压力较小。第二，公司长沙奥特莱斯经营理念独具一格，在精准定位区域辐射客户群后，主要经营国内一线品牌。业绩远远超过预期，销售额有望超过5亿，含税利润预计在1500万左右。

2013年业绩增长点明确

我们预计明年公司整体收入增长在15%-20%，利润增长点明确，主要体现在两个方面，奥特奥斯和友阿春天（为避免混淆提高公司品牌辨识度，公司已将旗下原春天百货更名为友阿春天）。

首次评级

买入

王喆

wangzhebj@csc.com.cn

010-85130210

执业证书编号：S1440510120022

当前股价：7.62元

目标价格6个月：9.9元

调研日期：2012年11月29日

发布日期：2012年12月5日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-20.46/-13.03	-23.42/-19.13	-37.88/-20.90

12月最高/最低价(元) 19.92/7.37

总股本(万股) 55872.00

流通A股(万股) 55872.00

总市值(亿元) 42.57

流通市值(亿元) 42.57

近3月日均成交量(万) 379.18

主要股东

湖南友谊阿波罗控股股份有限公司 41.25%

股价表现



友阿春天拓宽目标客户群体，将经营品牌与王府井、平和堂适当错位，但维持在中高端百货的定位。友阿春天一期将于 2013 年元月底二月初开业，经营面积由原来的 1.6 万平米扩展到 3 万平米。友阿春天二期工程由于涉及到棚户区改造，开业时间暂未确定。友阿春天是自有物业，未受到物业租金上涨带来的压力，预计 2013 年销售额可达到 4-5 亿，7000 万左右的毛利，除去扩建的投入分摊。奥特莱斯明年计划营业收入约 7.5 亿，毛利率维持在 10%-12% 左右，含税利润 3000 万左右。长沙奥特莱斯虽然为租赁物业，但是租赁合约为 40 年，受到租金上涨压力较小。公司奥特莱斯业绩高速增长的原因有两点。首先，品牌和目标顾客定位清晰，没有一位按照以往奥特莱斯的固有印象引进国际大牌，而主要针对国内一线品牌，分析区域辐射的客户群体的消费需求，先站稳脚跟，同时也为以后和大品牌谈判打下坚实的根基。其次，公司利用场地大的优势进行跨界营销，例如车展、音乐会等主题活动，提供了一种新型生活休闲购物方式。

项目储备丰富 促进未来发展

除去友阿春天，公司还有四个储备项目，国货陈列馆、天津友阿奥特莱斯、郴州友谊购物中心和邵阳百货，预计将于 2013-2014 年陆续竣工开业。

国货纪念馆由于涉及内部和外立面的改造，开业时间暂未确定，预计为 2013 年上半年。新开业的国货纪念馆更注重文化意义，营业面积为 1 万平方米左右，定位与菜百类似。

天津奥特莱斯店预计于 2014 年 8 月后开业，51% 股权，定位与长沙奥特莱斯店类似，营业面积 8-10 万平方米。和天津目前有名气的项目“佛罗伦萨小镇”，将错位经营，吸引不同客户群。公司已经成功培育长沙奥特莱斯，可以引进原班人马复制现在的成功模式。预计培育期 2-3 年。

郴州购物中心，预计今年年底开工，2014 年下半年完工。公司在郴州还有一个项目友谊中皇店。中皇店平均营业收入 3 亿左右，由于受到面积局限（1.5-1.8 万平方米），不是很利于公司进行新的战略规划。新开工的郴州购物中心开业后，将与现在的中皇店错位经营，继续加强公司在郴州的竞争优势。

邵阳友阿目前已经开工，2014 年 9 月 30 日交房，2015 年春节前开业。整个项目城市综合体经营面积 8 万平方米，邵阳友阿为城市综合体的一部分，定位于高端百货店。该综合体项目建筑总面积约 23 万平方米，包括 12 万平米的住宅部分，8 万平米的商业部分及 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。

表 1：友阿股份门店储备情况

门店	所在城市	物业属性	经营面积（平方米）	定位
友阿春天改扩建	长沙	自有	60000	中高端百货
国货陈列馆	长沙	自有	10000	黄金珠宝
天津奥特莱斯	天津	租赁	100000	中高档折扣商品
郴州购物中心	郴州	自有	62000	综合性地标级商业中心
邵阳友阿	邵阳	自有	32500	城市综合体

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

小额贷款公司 年内利润翻倍

作为延展产业链而设立的小额贷款公司于2010年11月成立，注册资本2亿元公司持有90%的股份，客户以区域内商业网点及各类商贸企业、公司供应商和中小型及微型企业为主。公司充分利用自身商业客户资源和资金充裕的优势，拓宽公司的盈利能力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。小额贷款公司自成立起，营业利润一直在迅猛攀升，为公司带来了稳定的利润收入，预计今年营业利润将突破6000万。

表 2：小额贷款公司营业收入情况

年份	营业收入（万）	营业利润（万）	净利润（万）
2010 年	47.11	-18.55	-18.55
2011 年	4072	3031	2276
2012 年 1H	3412	/	1910.04

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

首次给予“买入”评级

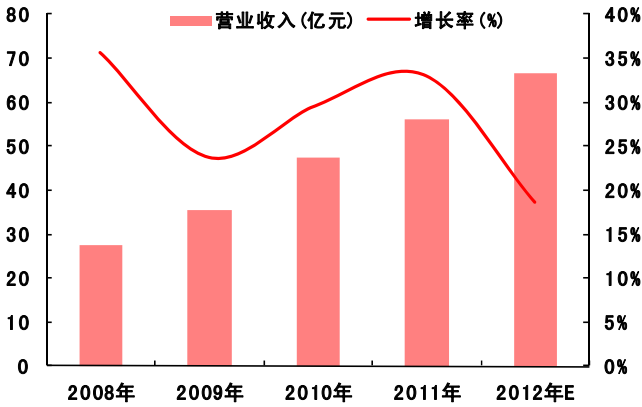
预计公司 2012-14 年 EPS 分别为 0.69 元、0.83 元、1.01 元，对应的 PE 分别为 11.04X、9.13X、7.52X，公司主力门店内生增长强劲，并加速在湖南省其他城市中高端零售商业市场的扩张，巩固了公司在湖南中高端商业领域的龙头地位。同时尝试多业态发展，长沙奥特莱斯业绩超预期，小额贷款公司也带来稳定利润收入。公司目前估值较低，利润增长确定。首次评级，给予公司“买入”评级。

风险提示

国内消费增速下降，或使得公司内生增长速度低于预期。

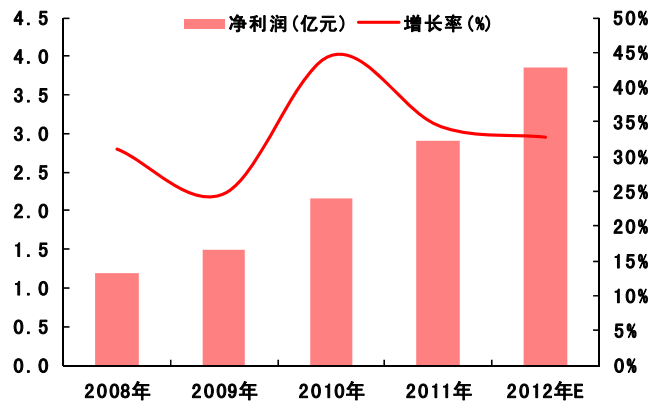


图1: 公司近年来营业收入及增长



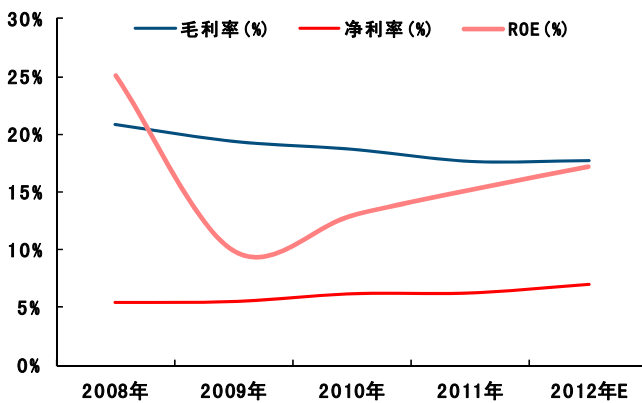
资料来源: 公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图2: 公司近年来净利润及增长



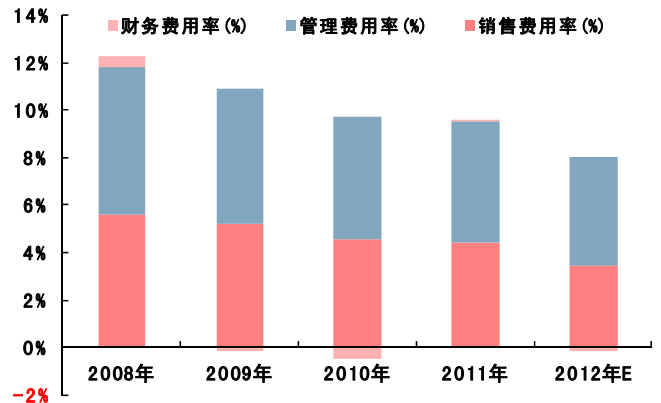
资料来源: 公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图3: 公司近年来综合毛利率、净利率和ROE 情况



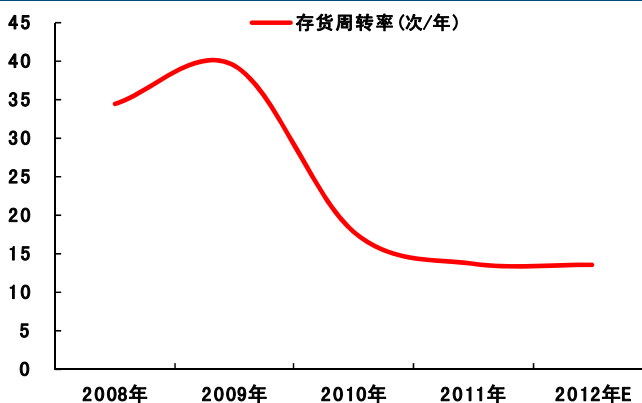
资料来源: 公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图4: 公司近年来期间费用率情况



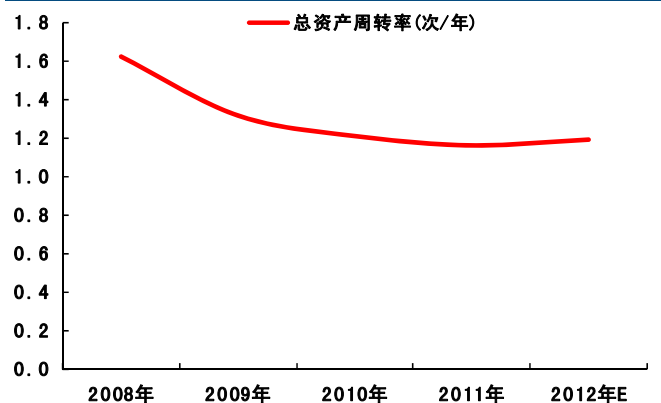
资料来源: 公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图5: 公司近年来存货周转率情况



资料来源: 公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图6: 公司近年来总资产周转率情况



资料来源: 公司财务报表 中信建投证券公司研发部



报表预测

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
流动资产	2588	2091	2630	3272	
现金	1875	1458	1912	2462	
应收账款	17	26	31	36	
应收票据	0	0	0	0	
预付账款	78	92	103	116	
存货	306	381	450	524	
其他	312	134	134	134	
非流动资产	2319	2449	2461	2487	
固定资产	964	978	994	1009	
无形资产	364	356	349	341	
其他	992	1114	1118	1137	
资产总计	4907	4539	5091	5759	
流动负债	2852	2148	2281	2429	
短期借款	50	100	100	100	
应付票据	114	102	120	140	
应付账款	527	457	540	629	
预收款项	1044	1213	1246	1286	
其他	1116	276	275	275	
非流动负债	55	55	55	55	
长期借款	0	0	0	0	
其他	55	55	55	55	
负债合计	2907	2203	2337	2484	
少数股东权益	91	98	106	116	
母公司股东权益	1909	2238	2649	3159	
负债和股东权益	4907	4539	5091	5759	
现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
经营活动	1722	-216	583	693	
净利润	296	392	474	576	
折旧摊销	118	95	103	112	
财务费用	1	-8	-7	-12	
投资损失	-20	-40	-40	-40	
营运资金变动	1347	-674	48	56	
其它	-20	19	3	2	
投资活动	-1226	-185	-78	-100	
资本支出	996	72	68	89	
长期投资	10	-0	0	0	
其他	-2232	-257	-146	-189	
筹资活动	-7	-15	-51	-44	
短期借款	50	50	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他	-57	-65	-51	-44	
现金净增加额	489	-417	454	549	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	4741	5626	6674	7811	
营业成本	3906	4631	5473	6374	
营业税金及附加	56	65	77	90	
销售费用	211	197	234	273	
管理费用	242	256	304	355	
财务费用	1	-8	-7	-12	
资产减值损失	3	2	2	2	
公允价值变动收益	0	1	2	3	
投资净收益	20	40	40	40	
营业利润	381	523	632	768	
营业外收入	19	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	400	523	632	768	
所得税	104	131	158	192	
净利润	296	392	474	576	
少数股东损益	5	7	8	10	
归属母公司净利润	290	386	466	566	
EBITDA	518	610	729	868	
EPS (元)	0.83	0.69	0.83	1.01	
主要财务比率					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入增长	33.0%	18.7%	18.6%	17.0%	
营业利润增长	27.4%	37.2%	20.9%	21.4%	
母公司净利增长	34.4%	32.7%	20.9%	21.4%	
获利能力					
毛利率	17.6%	17.7%	18.0%	18.4%	
净利率	6.1%	6.9%	7.0%	7.2%	
ROE	15.2%	17.2%	17.6%	17.9%	
ROIC	14.4%	15.8%	16.4%	16.8%	
偿债能力					
资产负债率	59.2%	48.5%	45.9%	43.1%	
净负债比率	-95.6%	-60.7%	-68.4%	-74.8%	
流动比率	0.91	0.97	1.15	1.35	
速动比率	0.80	0.80	0.96	1.13	
每股指标 (元)					
每股收益	0.83	0.69	0.83	1.01	
每股经营现金流	1.70	-0.39	1.04	1.24	
每股净资产	5.47	4.01	4.74	5.65	
估值比率					
P/E	9.16	11.04	9.13	7.52	
P/B	1.39	1.90	1.61	1.35	
EV/EBITDA	1.62	2.14	3.36	2.19	



分析师介绍

王喆：中国人民大学数量经济学硕士，批发和零售贸易行业分析师。2007年进入证券行业，专注于将行业基本面分析与公司财务分析相结合，发掘行业内最有投资价值上市公司。

报告贡献人

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海燕 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622