

2012-12-8

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

友阿股份 (002277)

**成功受让长沙银行股权，业绩确定性较好的低估值品种**

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

《积极布局地线城市，打开外延扩张空间》  
2012/11/22

《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

## 报告要点

### ■ 事件描述

公司于 2012 年 12 月 5 日以 4.4707 元/股的价格竞得湖南湘邮科技股份有限公司挂牌公开转让的长沙银行 600 万股股权，总价 2682.42 万元。本次股权转让完毕后，公司持有长沙银行的股权比例由 7.57% 升至 7.87%。

### ■ 事件评论

- 我们认为公司本次以 4.47 元/股的价格受让长沙银行 600 万股股权，对应 2012 年的 PB 及 PE 分别为 0.95 倍和 4 倍，价格较为合理。2009-2011 年，长沙银行的净资产及净利润的复合增速分别为 55.10% 和 34.92%，且公司近三年的分红收益也分别为 437 万、1572 万和 2053 万，考虑到长沙银行近年来良好的经营情况和稳定的分红情况，未来公司有望获得较为稳定的分红收益。
- 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，公司战略进行调整也开始加快向湖南地线城市的扩张速度，且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。
- 扩建后的春天百货有望在 2013 年元旦前开出，友阿 A/B 馆在今年 3 季度也进行了商品结构调整，我们认为，在 2012 年的基础上，公司已有门店的扩建及调整等有望在未来 1-2 年带来较大的业绩弹性，同时随着长沙奥特莱斯的经营逐渐成熟，未来也有望成为公司稳定的业绩贡献点，除此之外，考虑到 2013 年股权激励费用同比 2012 下降较多，我们预计 2013 年公司业绩仍有望维持较为稳定的高速增长。
- 我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别是 0.65 元和 0.80 元，近两年的复合增速为 24%，对应目前的股价，公司 2012-2013 年的 PE 分别为 13 倍和 10 倍，略低于行业平均估值水平。考虑到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。结合公司目前稳定的业绩增长及较低的估值水平，维持“推荐”评级。

## 竞得长沙银行股权，获取稳定股权投资回报

2012年11月末，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，公司及湖南通程控股股份有限公司均参与本次竞拍。

公司于2012年12月5日以4.4707元/股的价格竞得湖南湘邮科技股份有限公司挂牌公开转让的长沙银行600万股股权，总价2682.42万元。公司作为长沙银行股东，本次受让前共持有长沙银行150,545,723股，持股比例为7.57%，本次受让600万股股权后，公司持有长沙银行股份有限公司股份为156,545,723股，持股比例将升至7.87%。

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。2005-2011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、1572万和2053万。

表 1: 友阿股份对长沙银行股权投资的分红收益情况

会计年度	投资金额 (万元)	年度利润分配			年度利润分配实施后持 股数量 (万股)
		利润分配方案	送股数量 (万股)	现金红利 (万元)	
2005年	7,500	每10股派发现金红利0.9元	---	360	5,000
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
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
2008年	0	每10股送2股	1,456	---	8,736
2009年	0	每10股送2股，每10股派 发现金红利0.5元	1,747	437	10,484
2010年	9927	每10股派发现金红利1.5元	---	1572	13,686
2011年	0	每10股送红股1股派现金股 利1.5元	1,369	2,053	15,055

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从受让价格来看，2011年长沙银行的净资产为58.36亿元，净利润为14.20亿元，对应当年的股本，每股净资产及每股净利润分别为2.93元/股和0.71元/股；且2009-2011年，长沙银行的净资产及净利润的复合增速分别为55.10%和34.92%；同时2012年1-3季度，长沙银行的净资产及净利润已经分别达到70.48亿元和16.65亿元，考虑到前三季度较好的运营情况，我们预计2012年长沙银行的每股净资产及每股净利润分别为4.72元和1.12元，对应4.47元/股的受让价格，PB及PE分别为0.95倍和4倍，而目前银行业的平均PB约为1倍，PE为5-6倍，该受让价格较为合理。

表 2: 长沙银行 2009-2012 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
2011年	12,376,950	583,649	327,739	142,024
2012年 Q1-Q3	13,674,950	704,805	305,370	166,541

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，参考目前的市场环境，公司以 4.47 元/股的价格受让长沙银行股权较为合理，考虑到长沙银行近年来良好的经营情况和稳定的分红情况，未来有望获得较为稳定的分红收益。

## 加速布局湖南地县市场，业绩增速确定性较高

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，公司提出了“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，同时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；在此背景下，公司近年来也开始加快湖南地县城市的商业布局。

目前公司储备的项目较多，主要包括：春天百货扩建项目、郴州友阿购物中心项目、天津奥特莱斯项目及邵阳友阿购物中心项目；且开业时间主要集中在 2013-2014 年，丰富的项目储备将有望成为未来的收入及利润新增点。

表 1：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 月前后试营业
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

除此之外，2011年新开业的长沙奥特莱斯项目运营情况良好，预计2012-2013年的收入分别有望达到5亿和8亿元，收入及利润均将维持较高增速；同时由于春天百货于2012年7月开始扩建装修停业，扩建后经营面积将新增1.1万平米，2013年元旦前有望开出，我们预计扩建后的春天百货2013年销售预计为5.5-6亿元；而友阿A/B馆于2012年3季度进行了品牌升级调整，将A座2楼调至A座3楼，而将2楼引进了大量二线品牌，品牌结构更为合理，2012年友阿A/B馆的收入增速约为18%，在整体零售市场低迷的背景下已属良好，我们预计品牌调整后的友阿A/B馆有望在未来两年将保持较快的收入和利润增速。

我们认为，在2012年的基础上，公司已有门店的扩建及调整等有望在未来1-2年带来较大的业绩弹性，同时随着长沙奥特莱斯的经营逐渐成熟，未来也有望成为公司稳定的业绩贡献点，除此之外，考虑到2013年股权激励费用同比2012下降较多，我们预计2013年公司业绩仍有望维持较为稳定的高速增长。

## 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稳定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。

我们预计公司2012-2013年EPS分别是0.65元和0.80元，近两年的复合增速为24%，对应目前的股价，公司2012-2013年的PE分别为13倍和10倍，略低于行业平均估值水平。考虑到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。结合公司目前稳定的业绩增长及较低的估值水平，维持“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
<b>营业收入</b>	<b>4782</b>	<b>5604</b>	<b>7133</b>	<b>8492</b>	货币资金	1875	2277	3150	4161
营业成本	3906	4535	5790	6905	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>875</b>	<b>1068</b>	<b>1343</b>	<b>1586</b>	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	301	354
销售费用	211	243	310	369	<b>流动资产合计</b>	<b>2588</b>	<b>3108</b>	<b>4206</b>	<b>5416</b>
%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	371	433	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.1%	5.3%	5.2%	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	30	30	递延所得税资产	15	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>382</b>	<b>485</b>	<b>597</b>	<b>698</b>	其他非流动资产	434	434	434	434
%营业收入	8.0%	8.7%	8.4%	8.2%	<b>资产总计</b>	<b>4907</b>	<b>5640</b>	<b>6925</b>	<b>8174</b>
营业外收支	19	10	10	10	短期贷款	50	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>400</b>	<b>495</b>	<b>607</b>	<b>708</b>	应付款项	642	745	951	1134
%营业收入	8.4%	8.8%	8.5%	8.3%	预收账款	1044	1224	1558	1854
所得税费用	104	124	152	177	应付职工薪酬	80	92	118	141
净利润	296	371	455	531	应交税费	10	12	15	17
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>290.5</b>	<b>365.1</b>	<b>447.6</b>	<b>521.8</b>	其他流动负债	1027	1195	1524	1815
少数股东损益	5	6	8	9	<b>流动负债合计</b>	<b>2852</b>	<b>3268</b>	<b>4165</b>	<b>4962</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.52</b>	<b>0.65</b>	<b>0.80</b>	<b>0.93</b>	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	55	55	55	55
					<b>负债合计</b>	<b>2907</b>	<b>3323</b>	<b>4220</b>	<b>5017</b>
					归属于母公司	1909	2219	2600	3043
					少数股东权益	91	97	105	114
					<b>股东权益</b>	<b>2000</b>	<b>2316</b>	<b>2705</b>	<b>3157</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>4907</b>	<b>5640</b>	<b>6925</b>	<b>8174</b>
					<b>基本指标</b>				
						2011A	2012E	2013E	2014E
					EPS	0.520	0.653	0.801	0.934
					BVPS	5.47	6.35	7.44	8.71
					PE	16.35	13.01	10.61	9.10
					PEG	0.76	0.60	0.49	0.42
					PB	1.56	1.34	1.14	0.98
					EV/EBITDA	6.41	3.43		
					ROE				

**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的范围内，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。