

商业贸易

2017年03月21日

友阿股份 (002277)

——员工持股提供安全边际，未来业绩有望多点开花

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2017年03月20日

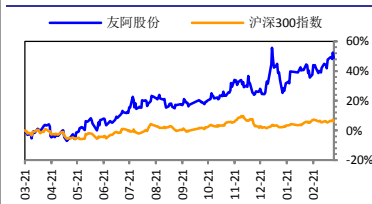
收盘价(元)	16.2
一年内最高/最低(元)	17.38/10.07
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9171
上证指数/深证成指	3250.81/10532.33

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	6.95
资产负债率%	52.05
总股本/流通A股(百万)	708/566
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170320》2017/03/20

《友阿股份(002277)——季报下滑低于预期，控股股东股价诉求强烈》2015/04/17

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **员工持股计划落地，自有物业丰富，为股价提供安全边际。**管理人招商证券资管通过二级市场购买公司股票1580万股(占总股本2.23%)，交易均价12.65元/股。考虑到员工持股计划通过后，控股股东随即进行了股票质押，我们判断所融得资金主要用于员工持股计划。友阿控股将5000万股(占总股本8.83%)股票质押给西藏信托，2016年6月中小板股票信托质押平均成本按6.5%计算，持股计划成本约为13.47元，为股价提供安全边际。此外，公司自有物业占比高达60%，重估价值102.65亿元，为公司奠定价值基础。
- **控股股东增持彰显信心，保障公司战略稳步推行。**2016年10月19日至2017年1月18日，友阿控股以集中竞价方式累计增持848万股(占总股本1.2%)，增持后持股比例上升至30.54%，增持均价13.53元/股，增持价格为股价提供安全边际。控股股东增持表明当前股价存在低估，大股东对未来发展充满信心，保障公司战略稳步推行。
- **业态布局全面，门店储备丰富，项目进入释放周期。**1) 燕山街旧城改造为友谊商店扩容。公司参与实施燕山街旧城项目改造，主要用于扩建友谊商店，目前项目仍处于房屋征收阶段，征收进度约92%。2) 长株潭轻轨开通带来长沙奥莱增长新动力。随着2016年6月地铁1号线的试运行和12月长株潭城际铁路的开通，制约长沙友阿奥莱发展的交通问题将得到根本性解决，预计未来2年内长沙友阿奥莱将迎来井喷式增长。3) 地产业务收入陆续确认提升天津友阿奥莱盈利水平。天津友阿奥特莱斯房地产业务自2015年四季度开始确认收入，随着各楼栋竣工验收工作陆续完成，房地产业务收入将逐步确认。4) 常德友阿国际广场招商工作即将完成。目前，商业金街部分仍在招商过程中，2017年有望全面营业，届时将推动整个项目收入利润快速提高。5) 郴州友阿购物广场商铺、住宅陆续开售。目前，商场部分商铺仍在销售；住宅部分尚未竣工验收，预计2017年开始房地产业务收入将逐步确认。6) 地铁商业带动五一广场地下购物中心发展。长沙五一广场地下购物中心与地铁1、2号线无缝对接，形成地下商业街，项目基坑施工已进入尾声，预计2017年投入使用。7) 邵阳友阿商业广场业态全面，收入可期。商业部分工程已完成封顶工作，即将进入装修阶段，整体项目预计2017年国庆节前进入试营业。
- **风险提示。**公司面临项目进展不达预期的风险，友谊商店扩容仍处于房屋征收阶段，如房屋拆迁遇到困难，可能影响门店扩建进展；五一广场地下购物中心仍在施工，如建设过程遇到困难，存在地下商业街无法如期营业的风险。
- **公司估值较行业可比公司处于较低水平，维持“增持”评级。**我们预计公司2017-2019年实现归母净利润分别为3.27/4.23/5.34亿元，对应定增完成后股本的EPS分别为0.46/0.60/0.75元，剔除长沙银行股权价值，对应当前股价调整后的PE分别为29/20/14倍。从估值角度来看，参考可比公司2017年的PE中位数36倍，友阿股份当前估值处于较低水平，剔除长沙银行后的业务按照行业平均水平估值，合理价格为19.2元，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,180	6,228	6,909	7,801	9,158
同比增长率(%)	3.83	0.78	10.94	12.91	17.40
净利润(百万元)	310	299	327	423	534
同比增长率(%)	-11.98	-3.55	9.30	29.36	26.24
每股收益(元/股)	0.55	0.42	0.46	0.60	0.75
毛利率(%)	17.7	18.8	20.2	21.0	21.5
ROE(%)	9.6	6.1	6.2	7.4	8.6
市盈率	30	38	35	27	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 3.27 亿元、4.23 亿元、5.34 亿元，对应定增完成后股本的 EPS 分别为 0.46 元、0.60 元、0.75 元，剔除长沙银行股权价值，对应当前股价调整后的 PE 分别为 29 倍、20 倍、14 倍。从估值角度来看，参考可比公司 2017 年的 PE 中位数 36 倍，友阿股份当前估值处于较低水平，剔除长沙银行后的业务按照行业平均水平估值，合理价格为 19.2 元，维持“增持”评级。

关键假设点

百货商场类：友谊商店预计 2018 年完成扩容改造，未来三年营收增速分别为 -15/30/20%；阿波罗商业广场部分经营场所及停车位用于公司总部办公，新办公大楼预计 2017 年投入使用，将增加商场百货经营面积，未来三年营收增速分别为 10/5/5%。

购物中心类：常德友阿商业广场 2016 年 1 月底开始营业，项目处于培育期，预计 2017-2019 年营收增速为 100/80/50%；郴州友阿国际广场 2016 年 4 月底开始营业，预计 2017 年开始房地产业务收入将逐步确认，2017-2019 年营收增速为 300/-20/50%；五一广场地下购物中心和邵阳国际广场二期预计 2017 年投入运营，2018-2019 年营收增速为 100/50%。

奥特莱斯类：长沙友阿奥莱的交通问题将随地铁 1 号线和长株潭城际铁路的开通得到解决，预计未来三年营收增速分别为 10/10/10%；天津友阿奥莱项目逐步进入成熟期，房地产业务收入自 2016 年开始确认，未来三年营收增速分别为 -50/15/10%。

有别于大众的认识

对员工持股计划为公司股价带来的支撑作用认识不足。

考虑到员工持股计划通过后，控股股东随即进行了股票质押，我们判断所融得资金主要用于员工持股计划。友阿控股将 5000 万股（占总股本 8.83%）股票质押给西藏信托，2016 年 6 月中小板股票信托质押成本按 6.5% 计算，持股计划成本约为 13.47 元，为股价提供充足的安全边际。

对公司房地产业务收入确认带来的整体业绩提升认识不足。

天津友阿奥特莱斯房地产业务自 2015 年四季度开始确认收入，随着各楼栋竣工验收工作陆续完成，房地产业务收入将逐步确认，提升公司整体盈利水平；郴州友阿购物广场六、七层返租商铺 11 月开始销售，住宅部分尚未竣工验收，仅推出一期 300 套湖景住宅，预计 2017 年开始逐步确认收入；邵阳友阿商业广场首期江景住宅已基本完工，1 号楼已交房，2 号楼仍然在售，国际公馆 A 座基本售罄，未来仍有储备房源不断推出。

股价表现的催化剂

公司未来经营业绩持续回升，长沙银行上市进展顺利

核心假设风险

项目进展不达预期，宏观经济大幅下行

目录

1. 员工持股提供安全边际，股东增持彰显信心	6
1.1 定增完成补充流动资金，助力公司完善全渠道布局.....	6
1.2 员工持股计划落地，提供股价安全边际	6
1.3 控股股东增持彰显信心，保障公司战略稳步推行	7
2. 门店项目储备丰富，各类业态多点开花	7
2.1 业态布局全面，门店梯队完善，项目储备丰富.....	7
2.2 长沙老店扩容提效，后续梯队日渐成熟	8
2.3 自有物业占比较高，重估价值提供安全边际	14
3. 稳步推进全渠道建设，打造完整消费闭环.....	15
3.1 电商渠道流量红利减弱，线上线下走向融合共赢	15
3.2 线上布局日益完善，打造网上城市综合体.....	16
4. 长沙银行上市可期，公司持股溢价有待提高	18
5. 盈利预测与估值.....	18

图表目录

图 1: 友谊商店 A/B 馆.....	9
图 2: 友谊商店位置图.....	9
图 3: 长沙友阿奥特莱斯开业盛况.....	10
图 4: 长沙友阿奥特莱斯全景图.....	10
图 5: 长沙友阿奥特莱斯近年利润总额.....	10
图 6: 长沙友阿奥特莱斯近年利润总额占比.....	10
图 7: 天津友阿奥特莱斯商业效果图.....	11
图 8: 天津友阿奥特莱斯项目规划图.....	11
图 9: 常德友阿国际广场开业盛况.....	11
图 10: 常德友阿国际广场商业效果图.....	11
图 11: 郴州友阿购物广场商业效果图.....	12
图 12: 常德友阿国际广场项目规划图.....	12
图 13: 五一广场地下购物中心项目规划图.....	13
图 14: 五一广场地下购物中心商业效果图.....	13
图 15: 邵阳友阿商业广场商业效果图.....	14
图 16: 邵阳友阿商业广场交通图.....	14
图 17: 2006-2016 年线上线下消费占比和增速.....	15
图 18: 全渠道运营模式图解.....	16
表 1: 非公开发行投资者认购数量及限售期.....	6
表 2: 募集资金使用计划.....	6
表 3: 员工持股计划的持有人情况.....	7
表 4: 友阿门店项目情况.....	8
表 5: 公司自有物业重估价值.....	14
表 6: 公司推进 O2O 模式历程.....	17
表 7: 可比城商行估值水平 (股价采用 2017-03-17 收盘价).....	18
表 8: 营业收入增速假设表.....	19
表 9: 可比上市公司未来两年估值情况 (股价采用 2017-03-17 收盘价).....	20

表 10: 合并损益表 20

1. 员工持股提供安全边际，股东增持彰显信心

1.1 定增完成补充流动资金，助力公司完善全渠道布局

2016年6月，公司完成股票非公开发行。此次定增发行股票1.42亿股，发行价格10.46元/股，募资净额14.55亿元，发行对象5名，分别为创金合信基金、上银瑞金资本、国泰君安证券资管、东吴基金和财通基金，限售期1年。

表 1：非公开发行投资者认购数量及限售期

序号	发行对象名称	发行股数 (万股)	获配金额 (万元)	限售期 (月)
1	创金合信基金管理有限公司	2,839.39	29,700	12
2	上银瑞金资本管理有限公司	3,527.72	36,900	12
3	上海国泰君安证券资产管理有限公司	4,302.10	45,000	12
4	东吴基金管理有限公司	3,537.28	37,000	12
5	财通基金管理有限公司	11.50	120	12
	合计	14,218.00	148,720	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

本次非公开发行募集资金将用于 O2O 全渠道运营平台项目、郴州友阿国际广场项目、常德水榭花城友阿商业广场项目、偿还银行借款及补充流动资金，可有效支持公司打造全渠道运营模式、积极拓展全省商业布局，进一步提升公司的市场占有率及核心竞争力。

表 2：募集资金使用计划

序号	项目名称	项目计划投资总额 (万元)	使用募集资金投资金额 (万元)
1	O2O 全渠道运营平台项目	30,000	10,000
2	郴州友阿国际广场项目	144,128	55,000
3	常德水榭花城友阿商业广场项目	127,312	40,000
4	偿还银行借款和补充流动资金	—	45,000
	合计	—	150,000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 员工持股计划落地，提供股价安全边际

2016年7月，公司完成第一期员工持股计划。管理人招商证券资管通过二级市场购买公司股票1580万股（占总股本2.23%），交易均价12.65元/股，成交金额2亿元，限售期12个月，存续期18个月。考虑到员工持股计划通过股东大会后，控股股东随即进行了股票质押，我们判断所融得资金主要用于员工持股计划。友阿控股将5000万股（占总股本8.83%）股票质押给西藏信托，按2016年6月中小板股票信托质押平均成本6.5%计算，持股计划成本约为13.47元，为股价提供安全边际。

本次员工持股计划参与认购员工 114 人，其中公司董事、监事和高级管理人员 12 人，核心管理人员和骨干员工 102 人，占比分别为 47.5%和 52.5%。本次员工持股计划绑定管理层和核心员工利益，团队激励充分，未来业绩可期。

表 3：员工持股计划的持有人情况

序号	参加对象姓名	职位	持有的计划份额 (万份)	占总份额比例
1	胡子敬	董事长	2,000	10.00%
2	陈细和	董事、总裁	1,200	6.00%
3	崔向东	董事、副总裁	750	3.75%
4	刘一曼	董事、党委副书记	750	3.75%
5	龙建辉	董事、工会主席	750	3.75%
6	杨启中	监事会主席	750	3.75%
7	陈学文	董事、董事会秘书	750	3.75%
8	许惠明	董事	750	3.75%
9	陈景	监事	200	1.00%
10	杨玉葵	监事	100	0.50%
11	龙桂元	财务总监	750	3.75%
12	胡硕	营运总监、品牌招商事业部部长	750	3.75%
公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，共计 12 人			9,500	47.50%
公司及子公司核心管理人员和骨干员工，共 102 人			10,500	52.50%
合计			20,000	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 控股股东增持彰显信心，保障公司战略稳步推行

控股股东近期连续两次增持，大股东对公司发展充满信心。2016 年 10 月 19 日至 26 日，友阿控股以集中竞价方式累计增持 708 万股（占总股本 1%），交易均价 13.23 元/股，增持金额 9369 万元，增持后持股比例上升至 30.34%；2016 年 11 月 1 日至 2017 年 1 月 18 日，友阿控股以集中竞价方式累计增持 140.15 万股（占总股本 0.2%），交易均价 15.03 元/股，增持金额为 2107 万元，增持后持股比例上升至 30.54%。两次增持均价 13.53 元/股，增持价格为股价提供安全边际，控股股东增持表明当前股价存在低估，大股东对未来发展充满信心，保障公司战略稳步推行。

2. 门店项目储备丰富，各类业态多点开花

2.1 业态布局全面，门店梯队完善，项目储备丰富

友阿旗下拥有四类业态，内生外延网络持续布局。友阿股份是湖南零售业龙头企业，旗下拥有高档奢侈品、中高档综合百货、时尚百货及大众百货共 7 家百货商场、2 家购物中

心、2家奥特莱斯及3家电器专卖店和1家黄金珠宝专卖店。其中，7家百货门店和长沙奥特莱斯店龄超过5年，天津奥特莱斯2015年9月进入试营业，常德友阿国际商业广场和郴州友阿购物中心2016年1月和4月分别开业。目前，公司正在合作开发友谊商店东边地块用于门店扩建，设立项目公司建设五一广场地下购物中心，投资邵阳友阿国际商业广场进行主体建设，与常德武陵区政府签订协议拟开发土地建设常德友阿国际广场，与石家庄正定新区管委会签订协议拟建设石家庄友阿奥特莱斯，拟租赁宁乡翡翠湖时代广场部分物业开设百货主力店。公司门店均地处城市核心商圈，业态布局丰富，门店梯队完善，覆盖人群广泛，项目储备丰富，成熟门店保障公司业绩稳定，新建门店助力友阿未来持续发力。

表 4: 友阿门店项目情况

业态类型	门店简称	(预计) 开业日期	位置	定位
百货商场	友谊商店 A/B 馆	1979 年 1 月	长沙袁家岭商圈	高档奢侈品百货
	友谊商城	1995 年 1 月	长沙东塘商圈	综合型中高档百货
	阿波罗商业广场	1998 年 1 月	长沙火车站商圈	综合型中高档百货
	春天百货长沙店	2000 年 5 月	长沙五一广场商圈	时尚百货
	友阿百货朝阳店	2007 年 12 月	长沙人民路立交桥	大众百货
	春天百货常德店	2003 年 12 月	常德人民中路步行街	中高档百货
	郴州友谊中皇城	2005 年 9 月	郴州国庆北路	中高档百货
	翡翠湖时代广场	已签订合作协议	长沙宁乡县	百货主力店
专卖店	友阿电器广场店	2001 年	长沙五一广场	家用电器
	友阿电器赤岗冲店	2005 年	长沙赤岗冲	家用电器
	友阿电器朝阳路店	2011 年	长沙朝阳路	家用电器
	友阿黄金国货陈列馆	2014 年 10 月	长沙五一广场	黄金珠宝
奥特莱斯	长沙友阿奥特莱斯购物广场	2011 年 1 月	长沙天心区大托镇	品牌折扣公园
	天津滨海奥特莱斯购物广场	2015 年 9 月	天津塘沽滨海新区	购物商场+配套住宅
	石家庄友阿奥莱项目	项目土地开发	石家庄正定新区	折扣商品购物商场
购物中心	常德友阿商业广场	2016 年 1 月	常德朗州路与洞庭大道路口	商业综合体
	郴州友阿国际广场项目	2016 年 4 月	郴州国庆北路与同心路路口	商业综合体
	五一广场地下购物中心	2017 年	长沙五一广场	地下购物中心
	邵阳国际广场二期	2017 年	邵阳宝庆东路与五一南路路口	商业综合体
	常德友阿国际广场	项目土地开发	常德朗州路与四眼井街路口	商业综合体

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 长沙老店扩容提效，后续梯队日渐成熟

1) 燕山街旧城改造为友谊商店扩容

友谊商店是友阿集团旗下的旗舰店，定位高端奢侈品精品百货，是湖南省档次最高、综合效益最佳的地标性百货商场。门店位于长沙市袁家岭核心商圈，周边汇集众多星级酒店、高档写字楼及机关事业单位，并紧邻地铁 2 号线，客流量巨大，顾客购买力强劲。商场均为自有物业，2007 年整合原友谊商店和阿波罗商业城，形成友谊商店 A/B 馆，营业面

积 6.26 万平方米，A 馆主要面向高端客户，B 馆主要针对年轻消费群体，囊括购物餐饮、娱乐休闲、文化社交等多项功能，改造后 2009-2012 年净利润复合增速 38.7%。

2014 年，公司与长沙市城东棚户区改造投资有限公司合作，实施友谊商店东边燕山街旧城项目改造，项目占地面积约 2.2 万平方米，主要用于扩建友谊商店，将其打造成以高端百货零售为主的顶级商业城市综合体。目前项目仍处于房屋征收阶段，征收进度约 92%，预计项目完成后将有利于商场停车场所等配套设施完善，实现门店与地铁无缝对接，单店收入有望再次大幅提高。

图 1：友谊商店 A/B 馆



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 2：友谊商店位置图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2) 长株潭轻轨开通带来长沙奥莱增长新动力

长沙友阿奥特莱斯于 2011 年 1 月开始试营业，9 月正式开业，自开业起一直保持稳定增长，当年实现营收 1.7 亿元，2015 年营收超过 12 亿元，复合增速高达 63.4%，利润率增幅超过 20%，远超同期公司百货业务，成为公司业绩增长的重要推动力。2015 年，长沙友阿奥莱成功跻身中国奥特莱斯单店业绩十强，并获得中国连锁经营协会“201 年 CCFA 最佳奥特莱斯型购物中心奖”。

长沙友阿奥特莱斯位于长沙城区边缘，地处长沙、株洲、湘潭“三市融城”的中心位置，占地面积 17 万平方米，是中南地区最大的购物公园。门店以销售品牌折扣商品为主，同时集休闲、餐饮、娱乐为一体，目前拥有品牌数突破 300 个，年调整率 25%-30%，休闲娱乐区配套 6000 平米国际标准电影院，12000 平米巨型儿童天地，7000 平米国内首创室内冰雪游乐场等多种休闲娱乐项目，同时满足消费者“吃喝玩乐购”的全方位需求。随着 2016 年 6 月地铁 1 号线的试运行和 12 月长株潭城际铁路的开通，制约长沙友阿奥莱发展的交通问题将得到根本性解决，预计未来 2 年内长沙友阿奥莱将迎来井喷式增长。

图 3：长沙友阿奥特莱斯开业盛况



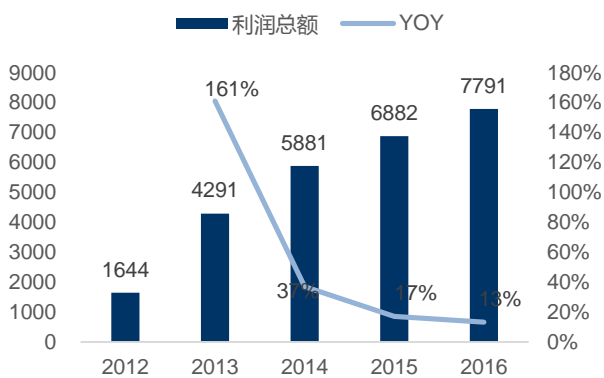
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 4：长沙友阿奥特莱斯全景图



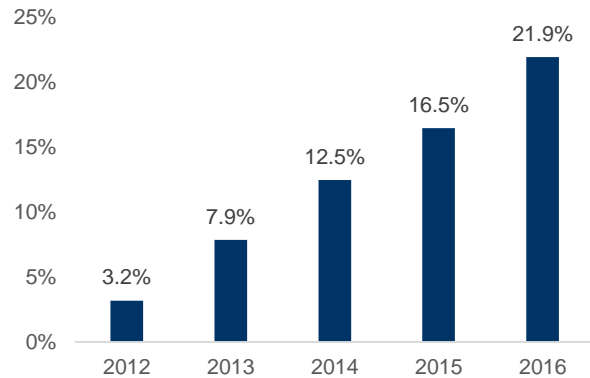
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 5：长沙友阿奥特莱斯近年利润总额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：长沙友阿奥特莱斯近年利润总额占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3) 地产业务收入陆续确认提升天津友阿奥莱盈利水平

天津友阿奥特莱斯是公司省外开发的第一个项目，也是目前滨海最大的城市综合体，于 2015 年 9 月 30 日开始试运营，目前尚处于培育期。项目地处天津滨海塘沽海洋高新区，南邻京津塘高速公路，西接滨海新区中环线，距离高铁滨海站仅 3 公里，周围已形成“三横两纵一快速”的高速路网格局，达到“半小时通勤圈”。项目总建筑面积 29.33 万平米，均为公司自有物业，包括大型国际购物商场“友阿奥特莱斯”和商业配套地产“奥莱城”两部分，其中位于南侧的天津友阿奥特莱斯购物公园地上建筑面积 13.42 万平方米（自营商业面积 8.65 万平方米，可售商业面积 4.77 万平方米），地下车库面积 5.9 万平方米；位于北部的奥莱城总占地 3.5 万平米，公寓住宅面积 7.7 万平方米，地下车库面积 2.31 万平方米，由 TOWNHOUSE 别墅类产品和盛景花园 14 栋 15-18 层的小高层组成。

项目南侧的购物公园主要经营国际一线服饰品牌的折扣商品、国际知名运动休闲品牌、男女装、皮鞋、皮具等。除主题卖场外，购物公园还配有儿童乐园、小吃街、酒吧、娱乐城、电影院等多项娱乐和餐饮辅助功能设施。借助于长沙友阿奥特莱斯成功的经营管理经

验，项目将逐步进入成熟期，预计年客流量超过 1000 万人次，年销售额达 7 亿元，利润总额达 1.5 亿元。项目北侧的奥莱城房地产业务自 2015 年四季度开始确认收入，随着各楼栋竣工验收工作陆续完成，房地产业务收入将逐步确认，提升公司整体盈利水平。

图 7：天津友阿奥特莱斯商业效果图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 8：天津友阿奥特莱斯项目规划图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

4) 常德友阿国际广场招商工作即将完成

常德友阿国际广场于 2016 年 1 月 30 日试运营，目前仍处于培育阶段，是常德市城区规模最大，品牌最丰富的单体购物广场，也是湖南省内二线城市开设的第一家商业综合体。项目地处常德市两大主干道朗州路与洞庭大道交汇处，北邻常德首屈一指的综合型生活超市大润发，占地面积 32.4 亩，总建筑面积 12.6 万平方米，单层面积超过 1.5 万平方米，属于公司自有物业。整个商场分为两大区域，包括 5.6 万平方米的自营商场及 3.7 万平方米的时尚天幕步行街，商场地上 7 层，1-5 层为购物区，6-7 层为餐饮、巨幕影城等休闲娱乐区，地下车库面积 3.3 万平方米，共 2 层上千个停车位，步行街每层与商场内部连通以共享人流，是目前常德唯一的大型玻璃天幕景观。常德友阿国际广场自试营业以来，与现有的大润发超市形成良好的业态互补，满足顾客一站式购物、休闲、餐饮、娱乐需求，极大提升了整个区域的商业氛围，截至 2016 年三季度，营业额突破 2 亿元，日均人流量达 10 万人次，单日最高人流量近 50 万人次，单日最高营业额逾 500 万元。目前，友阿国际广场商业金街部分仍在招商过程中，2017 年有望全面营业，届时将推动整个项目收入利润快速提高。

图 9：常德友阿国际广场开业盛况



图 10：常德友阿国际广场商业效果图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

资料来源：公司官网，申万宏源研究

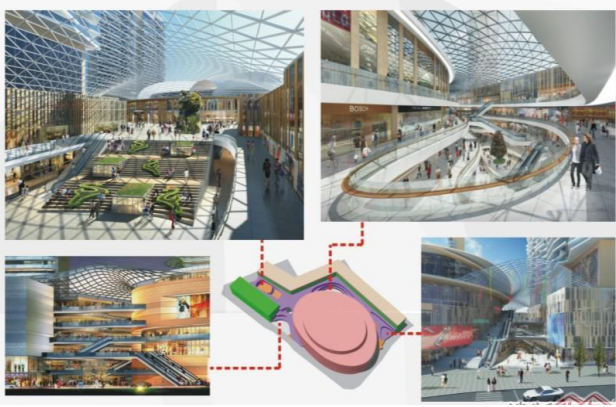
5) 郴州友阿购物广场商铺、住宅陆续开售

郴州友阿国际广场于 2016 年 4 月 30 日试运营，目前仍处于培育阶段，是集旗舰型购物中心、时尚潮流步行街、城市豪宅、国际化居住型公寓等为一体的多功能、现代化、综合性多维空间的城市综合体。项目位于城市主干道国庆北路与同心路交汇处，地处郴州市北湖商圈核心地段，也是城市总体规划中商业金融区的核心位置。郴州友阿国际广场属公司自有物业，采用“主力店+商业街+住宅”模式，占地面积 60 亩，总建筑面积达 23.4 万平方米，其中商业面积 15.8 万平方米，住宅面积 3.2 万平方米，另有 3.9 万平方米地下车库，配备 2000 余个车位。

购物中心分为地下 2 层，地上 7 层，业态包含国际名品百货、潮流服饰、时尚快餐、IMAX 电影院、退台式露台餐厅等。主题商场采用“情景体验式”规划，包括欧式风情街、地中海风情街等，主要涵盖潮流服饰、鞋帽、潮包、眼镜饰品、家居、数码等生活相关业态，同时配套餐饮、美甲、美发等体验业态。天幕室内商业街顶部由全景玻璃天幕覆盖，街道设计融合中西风情，并配合特色商品陈列、街道美景园林，与购物中心无缝融合，共享人流。2015 年 12 月 19 日商铺开盘当天，3 小时销售 3.8 亿，商铺解筹率高达 90%。目前，商场首层 YOYO 商街现铺、二、三层主题返租商铺基本售罄，六、七层美食街返租商铺 2016 年 11 月开始销售。

住宅部分包括 1 栋铂金公寓和 4 栋湖景豪宅，铂金公寓户型面积在 40-68 m² 之间，集投资、居住、商务、办公于一体，填补了郴州高端公寓的市场空白，湖景豪宅户型面积在 60-140 m² 之间，坐北朝南，独占北湖公园第一排。目前，住宅部分尚未竣工验收，仅推出一期 300 套 95-110 m² 湖景住宅，预计 2017 年开始房地产业务收入将逐步确认。

图 11：郴州友阿购物广场商业效果图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 12：常德友阿国际广场项目规划图

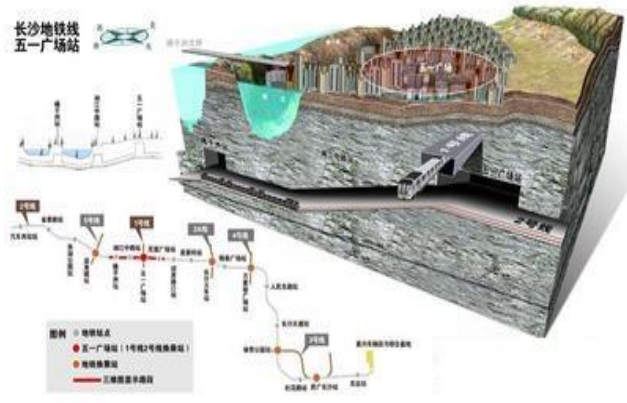


资料来源：公司官网，申万宏源研究

6) 地铁商业带动五一广场地下购物中心发展

长沙五一广场地下购物中心为公司在建项目，位于长沙五一广场核心商圈和地铁一、二号线交汇处。地下将开发3层总建筑面积约7.93万平方米的空间，其中商业空间将超过5万平方米，商场负2层与五一广场地铁站的站厅层在同一标高，实现商场与地铁的无缝对接，负三层停车场面积约2万余平方米，可以容纳600余台车辆停放。此外，项目靠黄兴路一侧将开挖一个约20米宽、300米长的下沉广场，与地下商场直接连通，使得地下、地上人流均能方便地进入地下商场。公司于2013年5月14日以一次性支付不低于5.4亿元的项目建设投资款以及9亿元30年经营期转让费的报价成功竞得“五一广场绿化用地地下空间开发工程项目”，于2013年8月27日出资1.2亿元与北京朝玉春澜国际投资咨询有限公司共同设立“长沙友阿五一广场商业有限公司”专门进行项目建设。目前，项目基坑施工进入尾声，预计2017年投入使用。

图 13: 五一广场地下购物中心项目规划图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 14: 五一广场地下购物中心商业效果图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

7) 邵阳友阿商业广场业态全面，收入可期

邵阳友阿国际商业广场为公司在建项目，位于双清区宝庆东路、五一南路两条城市主干道交汇处，是邵阳市重点工程。项目总规划35万平米，商业建筑面积15.2万平米，由名品购物中心、多层天幕步行街、地下商业、娱乐区、屋顶商业五大主题商业及高品质江景住宅、创新商务公寓、大型地下停车场等聚合而成，是集吃、喝、玩、乐、购、办公、住宅为一体的一站式商业中心。商业广场内部通过100余台横跨四层的飞天自动扶梯将平面与垂直空间紧密串联，建成后将成为邵阳市内体量最大、业态最全、服务最好、价值最高的商业综合体。目前，商业部分工程已完成封顶工作，即将进入装修阶段，世界500强沃尔玛超市已成功入驻，必胜客、IMAX巨幕影院等国际知名企业已达成入驻意向，商业广场首期江景住宅已基本完工，1号楼已交房，2号楼仍然在售，国际公馆A座基本售罄，整体项目预计2017年国庆节前进入试营业。

图 15: 邵阳友阿商业广场商业效果图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 16: 邵阳友阿商业广场交通图



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

2.3 自有物业占比较高, 重估价值提供安全边际

公司采用重资产运营模式, 自有物业重估溢价高。公司自有物业比例达 60%, 且均位于城市核心商圈, 质优价高, 为公司奠定价值基础。目前, 公司自有物业包括 9 家门店及 1 栋综合办公大楼, 营业面积达 70 万平米, 权益面积近 50 万平米, 物业重估价值 102.65 亿元, 为公司市值提供充足的安全边际。行业步入“新零售”阶段, 电商巨头加码线下进程加速, 实体门店渠道入口价值重估有望助力公司市值提升。

表 5: 公司自有物业重估价值

门店名称	门店地址	营业面积 (万平方米)	持股比例	权益面积 (万平方米)	单价 (万元)	权益价值 (亿元)
友谊商店 A/B 馆	长沙袁家岭商圈	6.3	100%	6.3	2.5	15.65
友谊商城	长沙东塘商圈	3.1	100%	3.1	2.5	7.75
春天百货长沙店	长沙五一广场商圈	3.0	100%	3.0	2.5	7.50
郴州友谊中皇城	郴州国庆北路	1.8	100%	1.8	2.0	3.60
中山集团国货陈列馆	长沙五一广场商圈	1.0	100%	1.0	2.5	2.50
天津滨海奥特莱斯购物广场	天津塘沽滨海新区	8.6	51%	4.4	2.0	8.77
常德友阿商业广场	常德朗州路与洞庭大道路口	9.5	51%	4.8	2.0	9.69
郴州友阿国际广场项目	郴州国庆北路与同心路路口	16.3	71%	11.6	2.0	23.15
邵阳国际广场二期	邵阳宝庆东路与五一南路路口	15.2	51%	7.8	2.0	15.50
综合办公大楼	长沙芙蓉区朝阳路	5.7	100%	5.7	1.5	8.54
合计		70.45		49.4		102.65

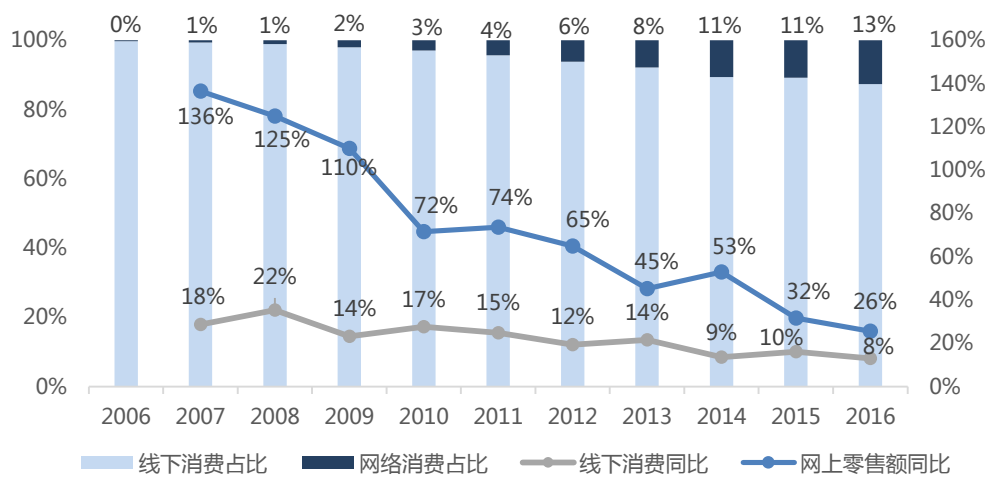
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3. 稳步推进全渠道建设，打造完整消费闭环

3.1 电商渠道流量红利减弱，线上线下走向融合共赢

线上消费增速持续放缓，电商平台尝试全渠道转型。线上渠道经过多年的高速增长，已面临着流量红利减弱后的增速放缓趋势，线上消费额增速已从 100+% 的高点回落至 26%，预计未来仍将出现进一步下滑，电商的纯线上发展方式遇到瓶颈，不少线上平台开始尝试向线下拓展，打造全渠道运营平台。全渠道模式即企业为了满足消费者任何时候、任何地点、任何方式购买的需求，采取实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务渠道整合的方式进行销售，提供给顾客无差别的购买体验。相对于单纯的电商渠道或实体渠道，全渠道模式通过整合和重构线上线下的资源打造出完整的消费闭环，提升顾客消费体验，助力零售商经营效益提升。

图 17：2006-2016 年线上线下消费占比和增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18: 全渠道运营模式图解



资料来源: 互联网, 申万宏源研究

3.2 线上布局日益完善, 打造网上城市综合体

公司自 2013 年开始试水 O2O 商业模式, 依托线下资源打造网上城市综合体。2013 年 12 月, 公司与腾讯公司携手合作推出“微购友阿”微信公众平台, 开创零售百货业布局 O2O 模式先河。2014 年制定了通过平台融合打通 O2O 路径的转型升级计划, 并于 8 月投资成立控股子公司湖南友阿云商网络有限公司, 研发和运营 O2O 平台。2015 年 5 月, 公司与 SAP 公司签署战略合作协议, 启动全渠道运营平台建设, 推进数字化零售转型。友阿 O2O 并不是简单的实体店网络化, 而是借力 SAP 公司将实体店的会员、商品、导购、库存、供应链等核心资源在 O2O 全渠道发力, 打造对外一体化运作的数字化零售运营平台, 实现线上线下无缝对接, 打造网上城市综合体。一方面, 友阿拥有供应链优势, 议价能力强, 能为线上提供丰富的商品与服务; 另一方面, 公司线下门店占据核心商圈, 交通便利, 优质客户资源丰富, 能为客户提供“线上购买、线下体验”及“现场下单, 直接提货”的购物体验, 加快线上线下融合。

公司现已形成“特品汇+农博汇+海外购+友阿果园+友阿微店”五位一体线上格局。2014 年 10 月, 中国首家由实体零售商打造的线上折扣网站——友阿“特品汇”正式上线。2015 年 1 月, 食品食材电商交易平台“友阿农博汇”试运营, 致力于打造 B2B2C 特色农产品购物平台。2015 年 6 月, 跨境电商平台“友阿海外购”正式上线运营, 打造自有跨境电商平台。2015 年 7 月, 友阿农博汇平台打造的“友阿果园”上线, 上线三日订单超过 3 万单。2016 年 4 月, 友阿微店正式推出, 首期项目计划开店 10000 家, 移动社交购物平台价值凸显。

公司将跨境电商作为未来重点发展方向，不断丰富商品内容，拓展直邮通道。友阿海外购将在湖南开近 50 家线下体验店，完善“海外购”的购物体验，力求打造全国体验店最多、规模最大的 O2O 跨境电商。消费者如在体验店选中心仪的商品，只需现场扫描二维码，规格、产地、价格等信息便一目了然。体验店的商品价格比通过一般贸易途径购买最多可便宜 40%，成功下单后，货物从保税区发货，5 天左右的时间即可直邮到家，方便快捷。

表 6: 公司推进 O2O 模式历程

时间	事件	经营特色	产品风采
2013.12	正式试水 O2O 商业模式，与腾讯公司携手合作推出“微购友阿”	增强客户与商场互动性，及时了解友阿最新动态，时刻捡便宜、兑积分，门店导航等服务提升购物体验。	
2014.08	成立友阿云商，专业研发和运营 O2O 平台		
2014.10	推出“友阿特品汇”打造中高端正品特卖网站	依托友阿奥特莱斯品牌直营店，线上线下同质同价；推出准新品，竞争力强；品种齐全，数量丰富，有 2000+ 供应商资源，近 300 个品牌，SKU 数超过 10 万。	
2015.01	“友阿农博汇”上线运营，打造特色农产品购物平台	B2B2C 特色网购平台，定位于进口食品、湖南省农产品和全国新奇特产；与长沙大河西农产品物流中心战略合作；引进美国生鲜电商 Farmigo 模式打造友阿果园，就近的农场与消费者智能匹配。	
2015.05	与 SAP 签订战略合作协议，推进数字化零售转型		
2015.06	“友阿海外购”上线运营，打造自有跨境电商平台	基于友阿实体店资源，拥有多家实体购物体验店，直接跟保税区合作，支持国内退货；线上销售、线下展示的模式，实物展示与虚拟展示相结合，以展示和体验为主。	
2016.04	友阿微店正式推出，首期计划开店 10000 家	简化网上开店流程，任何人关注“友阿微店”公众号即可成为友阿微店的实习店长；微店招募合伙人仅一级，坚持只销售国内外知名品牌，对合伙人合理分佣。	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 长沙银行上市可期，公司持股溢价有待提高

公司自 2005 年起就涉足金融板块，开始银行业布局。2005 年 3 月，公司参与长沙银行增资，占其注册资本的 7.50%，之后通过参与增发、竞拍受让等多种方式增持长沙银行股份。截至 2016 年底，公司持有长沙银行 2.29 亿股股份，占其总股份的 7.42%，位列长沙银行第四大股东。

长沙银行上市在即，公司有望获得持股重估溢价。自城商行首次登陆 A 股市场以来，长沙银行便一直筹备上市，早在 2009 年 3 月就与中信证券签订了上市辅导协议。2016 年 11 月 17 日，长沙银行获湖南银监局批准 IPO，发行规模不超过 10 亿股，12 月 22 日上市申请获证监会受理，结束长达 7 年的筹备过程。若长沙银行成功上市，按照目前 A 股城商行平均 1.44 倍的 PB 估值水平，公司持有长沙银行股权价值将达到 29.04 亿元，重估溢价约 25 亿元。

表 7：可比城商行估值水平（股价采用 2017-03-17 收盘价）

股票代码	股票名称	PB 倍数				PE 倍数			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
600919.SH	江苏银行	1.41	1.33	1.24	-	10.96	9.80	8.70	-
601009.SH	南京银行	1.38	1.29	1.14	-	8.76	7.17	6.02	-
601169.SH	北京银行	1.21	1.16	1.03	-	8.45	7.67	6.73	-
601229.SH	上海银行	1.25	1.31	1.15	0.92	10.09	9.18	7.99	8.12
002142.SZ	宁波银行	1.40	1.50	1.32	1.14	9.02	7.78	6.37	6.77
600926.SH	杭州银行	1.52	1.55	1.42	-	14.87	13.57	12.53	-
601997.SH	贵阳银行	1.89	1.94	1.64	1.22	10.89	9.62	8.02	6.49
	均值	1.44	1.44	1.28	1.09	10.43	9.25	8.05	7.13

资料来源：WIND，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

我们预计：

1) **百货商场类**：友谊商店预计 2018 年完成扩容改造，未来三年营收增速分别为 -15/30/20%；阿波罗商业广场部分经营场所及停车位用于公司总部办公，新办公大楼预计 2017 年投入使用，将增加商场百货经营面积，未来三年营收增速分别为 10/5/5%。

2) **购物中心类**：常德友阿商业广场 2016 年 1 月底开始营业，项目处于培育期，预计 2017-2019 年营收增速为 100/80/50%；郴州友阿国际广场 2016 年 4 月底开始营业，预计 2017 年房地产业务收入将逐步确认，2017-2019 年营收增速为 300/-20/50%；五一广场地下购物中心和邵阳国际广场二期预计 2017 年投入运营，2018-2019 年营收增速为 100/50%。

3) **奥特莱斯类**: 长沙友阿奥莱的交通问题将随地铁 1 号线和长株潭城际铁路的开通得到解决, 预计未来三年营收增速分别为 10/10/10%; 天津友阿奥莱项目逐步进入成熟期, 房地产业务收入自 2016 年开始确认, 未来三年营收增速分别为 -50/15/10%。

表 8: 营业收入增速假设表

收入增速	2015	2016	2017E	2018E	2019E
百货类					
友谊商店	-5.1%	-30.0%	-15.0%	30.0%	20.0%
友谊商城	-23.4%	-30.0%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
阿波罗商业广场	-11.5%	23.4%	10.0%	5.0%	5.0%
春天百货长沙店	12.0%	-25.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
友阿百货朝阳店	-5.8%	-15.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
春天百货常德店	1.9%	-15.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
郴州友谊中皇城	-2.4%	-15.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
翡翠湖时代广场					100.0%
购物中心					
常德友阿商业广场			100.0%	80.0%	50.0%
郴州友阿国际广场项目			300.0%	-20.0%	50.0%
五一广场地下购物中心				100.0%	50.0%
邵阳国际广场二期				100.0%	50.0%
常德友阿国际广场					
岳阳项目					
奥特莱斯					
长沙友阿奥特莱斯购物广场	17.9%	46.9%	10.0%	10.0%	10.0%
天津滨海奥特莱斯购物广场		0.3%	-50.0%	15.0%	10.0%
石家庄友阿奥莱项目					
专卖店					
友阿电器	-9.4%	1.5%	5.0%	0.0%	0.0%
友阿黄金	598.2%	10.2%	5.0%	5.0%	5.0%
餐饮住宿					
友谊宾馆					
乐美食餐饮					
金融					
友阿担保公司	-7.8%	-56.4%	3.0%	8.0%	3.0%
友阿小贷公司	-37.9%	-29.6%	3.0%	3.0%	3.0%
其他					
友阿彩票科技	83.9%	-3.2%	30.0%	20.0%	10.0%
合计	3.2%	0.4%	10.2%	15.7%	17.5%

资料来源: 申万宏源研究

根据以上预测, 我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 3.27 亿元、4.23 亿元、5.34 亿元, 对应定增完成后股本的 EPS 分别为 0.46 元、0.60 元、0.75 元, 剔除长沙银行股权价值, 对应当前股价调整后的 PE 分别为 29 倍、20 倍、14 倍。从估值角度来看, 参

考可比公司 2017 年的 PE 中位数 36 倍，友阿股份当前估值处于较低水平，剔除长沙银行后的业务按照行业平均水平估值，合理价格为 19.2 元，维持“增持”评级。

表 9：可比上市公司未来两年估值情况（股价采用 2017-03-17 收盘价）

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2017 年 PE	2018 年 PE
600682.SH	南京新百	401.10	48	35
603123.SH	翠微股份	54.98	44	42
600859.SH	王府井	126.37	17	15
600827.SH	百联股份	288.00	26	24
	中位值	207.19	36	30

资料来源：申万宏源研究

表 10：合并损益表

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	6,237.84	6,265.34	6,909.41	7,800.75	9,157.66
二、营业总成本	5,857.51	5,955.97	6,571.79	7,342.95	8,561.24
其中：营业成本	5,087.49	5,057.89	5,513.71	6,162.59	7,188.76
营业税金及附加	72.35	86.67	95.58	107.91	126.68
销售费用	300.30	396.96	437.77	494.24	580.21
管理费用	321.14	408.74	450.75	508.90	597.42
财务费用	34.28	-16.15	76.39	69.08	68.37
资产减值损失	22.44	9.98	-2.40	0.22	-0.21
加：公允价值变动收益	0.78	-1.04	0.01	-0.08	-0.37
投资收益	48.66	29.51	42.14	39.85	37.17
三、营业利润	429.78	337.83	379.76	497.58	633.21
加：营业外收入	3.19	21.97	8.68	11.28	13.98
减：营业外支出	14.61	4.58	10.16	9.78	8.18
四、利润总额	418.36	355.22	378.28	499.07	639.01
减：所得税	117.59	132.96	132.38	180.85	237.03
五、净利润	300.77	222.26	245.90	318.22	401.99
少数股东损益	-9.41	-76.91	-80.77	-104.53	-132.05
归属于母公司所有者的净利润	310.18	299.17	326.67	422.75	534.03
六、基本每股收益	0.55	0.47	0.46	0.60	0.75
全面摊薄每股收益	0.44	0.42	0.46	0.60	0.75

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。