

调研深度报告
友阿股份 (002277)
商业贸易
湖南零售龙头，业绩重回上升通道
报告日期: 2017-06-28

评级: **推荐**

上次评级: 推荐

合理区间: **9.28-10.15**

上次预测: 8.96-9.8

当前价格 (元)	6.48
52 周价格区间 (元)	6.14-17
总市值 (百万)	9179.60
流通市值 (百万)	9179.60
总股本 (万股)	141660.52
流通股 (万股)	141660.52
公司网址	www.your-mart.cn

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
友阿股份	4.01	-14.29	10.55
上证综指	2.61	-2.32	10.20

财富证券研究发展中心

刘雪晴	研究助理: 许正
0731-84779556	0731-84779589
liuxq@cfzq.com	xuzheng@cfzq.com
S0530210080001	S0530115070026

相关研究报告:

《公司研究*友阿股份 (002277): 收购欧派亿奢汇, 布局高端奢侈品》2017-05-15

《公司研究*友阿股份 (002277) 2017 年一季报点评: 毛利显著改善, 未来增长值得期待》2017-05-09

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	6265.33	7141.70	7852.33
净利润 (百万元)	299.17	354.57	412.04
每股收益 (元)	0.21	0.25	0.29
每股净资产 (元)	3.48	3.68	3.92
市盈率	30.86	25.92	22.34
P/B	1.86	1.76	1.65

资料来源: 财富证券

投资要点

- 公司是长沙市乃至湖南省最大的百货零售企业, 目前公司拥有 7 家百货商场, 2 家主题购物公园, 4 家购物中心, 2 家专业连锁店, 门店数量和经营面积远超当地主要竞争者。此外, 公司超半数均为自有物业, 抗风险能力强。
- 公司百货业务稳健: 友谊商店 AB 馆为长沙高端奢侈品店, 单店销售额为长沙第一; 长沙友阿奥特莱斯单店跻身全国奥特莱斯 10 强, 近 5 年复合增长率高达 43%, 天津友阿奥特莱斯有望扭亏为赢; 商业地产的毛利率高达 27%, 天津、常德郴州地产项目逐步出售, 有望增厚业绩;
- 公司积极布局 O2O, 实现消费升级: 逐步上线了友阿农博会、友阿果园、友阿海外购、友阿微店四个线上购物平台, 实现线上线下协同发展; 公司大力发展供应链金融, 目前主要运行的有“友阿小贷”、“友阿担保”以及友阿金融服务平台。此外, 公司还战略投资了长沙银行以及隆深机器人公司。
- 我们预计百货 2017-2019 年的营收增速分别为 15%/10%/10%, 房地产项目的营收增速分别为 20%/15%/15%; 预计 2017-2019 年的营业收入分别为 71 亿元, 78.5 亿元, 86.3 亿元, 归母净利润分别为 3.5 亿元、4.1 亿元、4.4 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元以及 0.31 元。从自有物业及金融资产重估价值来看, 公司对应的预计公司的总市值 122 亿元-131 亿元。给予公司 2018 年 32-35XPE, **6-12 个月的合理价位 9.28-10.15, 给予“推荐评级”。**
- 风险提示: 零售行业恢复不及预期; 项目开展不及预期; 新门店培育期延长

目 录

1. 湖南零售龙头	- 4 -
1.1 湖南零售龙头，先发优势明显	- 4 -
1.2 超半数自有物业，抵御风险能力强	- 5 -
1.3 零售业态齐全，整体稳健发展	- 6 -
2. 公司管理稳健，改革动力强	- 8 -
2.1 公司股权结构稳定，管理层经营稳健	- 8 -
2.2 寻求改革，实现良性增长	- 8 -
2.3 高管参与员工持股，机构投资者信心十足	- 9 -
3. 主营业务稳健，商业地产增厚业绩	- 9 -
3.1 零售行业复苏态势明显，上市公司盈利能力提高	- 9 -
3.2 公司营收稳定，百货业务毛利率明显改善	- 11 -
3.3 传统百货龙头地位不可撼动	- 12 -
3.4 新业态奥特莱斯迅猛发展	- 16 -
3.5 商业广场如火如荼，商业地产稳步前进	- 18 -
4. 多元化布局，稳而不乱	- 20 -
4.1 布局 O2O，实现消费升级	- 20 -
4.2 进军供应链金融	- 22 -
4.3 战略投资金融	- 22 -
4.4 涉足机器人领域	- 23 -
5. 盈利预测与投资评级	- 24 -
5.1 盈利预测	- 24 -
5.2 投资评级	- 25 -
6. 主要风险提示	- 26 -
7. 财务预测表	- 27 -

图表目录

图表 1 主力百货门店	- 4 -
图表 2 友阿股份店面分布情况	- 5 -
图表 3 友阿股份自有物业情况	- 5 -
图表 4 长沙友阿奥特莱斯销售额和利润（单位：万元）	- 7 -
图表 5 友阿股份零售业态	- 7 -
图表 6 公司股权结构	- 8 -
图表 7 商业贸易行业全年营业收入及归母净利润情况	- 9 -
图表 8 商业贸易行业 2017Q1 营业收入及归母净利润情况	- 10 -
图表 9 社会消费品零售总额当月同比	- 10 -
图表 10 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速	- 11 -
图表 11 全国百家大型零售企业当月同比增速	- 11 -
图表 12 公司营业收入和归母净利润情况	- 11 -
图表 13 公司销售毛利率和净利率情况	- 12 -
图表 14 2016 年各项业务收入占比	- 12 -
图表 15 各项业务毛利率情况对比	- 12 -
图表 16 友阿销售额和长沙市零售额的情况	- 13 -
图表 17 长沙百货商店 TOP4 销售额	- 13 -
图表 18 友阿春天	- 14 -
图表 19 五一广场地下项目效果图	- 14 -
图表 20 友谊商店 AB 馆	- 15 -
图表 21 阿波罗商业广场	- 16 -
图表 22 长沙友阿奥特莱斯利润及增长率	- 17 -
图表 23 天津滨海新区增速	- 18 -
图表 24 湖南省 14 州市 2016 年 GDP 及增速情况	- 18 -
图表 25 公司商业地产项目经营情况	- 19 -
图表 26 友阿股份百货业务及房地产业务对比	- 20 -
图表 27 友阿股份 O2O 全渠道平台系统	- 21 -
图表 28 O2O 平台建设进行情况	- 21 -
图表 29 友阿股份供应链金融布局	- 22 -
图表 30 上市城商行估值情况（2017 年 6 月 23 日）	- 23 -
图表 31 长沙银行历年分红情况	- 23 -
图表 32 自有物业价值重估	- 25 -

图表 2 友阿股份店面分布情况



数据来源：财富证券

1.2 超半数自有物业，抵御风险能力强

自公司上市以来，公司拥有旗下近半数百货商场房地产的产权，自有物业经营面积超过 50%，近几年新开项目主要以自有物业为主，其中包括郴州市的友谊中皇城和郴州友阿购物中心，邵阳的邵阳友阿购物中心等。较多的自有物业产权极大的规避了租金上涨的风险同时也降低了公司的运营风险，增强了公司在区域内的竞争力。

图表 3 友阿股份自有物业情况

店面名称	所处城市	营业面积	自有或租赁	市场定位	营业状态
阿波罗商业广场	长沙	60213	租赁/自有	综合型中高档	正常营业
友阿春天	长沙	30000	自有	时尚百货	正常营业
友谊商城	长沙	22000	自有	综合型中高档	正常营业
友谊 AB 馆	长沙	46651	自有	精品百货/奢侈品	正常营业
友阿百货	长沙	29000	租赁	大众百货	正常营业

长沙友阿奥莱	长沙	99377	租赁	购物公园	正常营业
天津友阿奥莱	天津	134200	自有	购物公园	培育期
友阿黄金	长沙	9000	自有	专卖店	正常营业
郴州友谊中皇城	郴州	15000	自有	中高档百货	正常营业
友阿春天常德店	常德	15000	租赁	中高档百货	正常营业
常德友阿	常德	56000	自有	百货+商业街	培育期
郴州友阿	郴州	68000	自有	百货+商业街	培育期
邵阳友阿	邵阳	80000	自有	百货+商业街	在建
五一广场地下购物中心	长沙	52000	租赁	购物中心	拟试运行

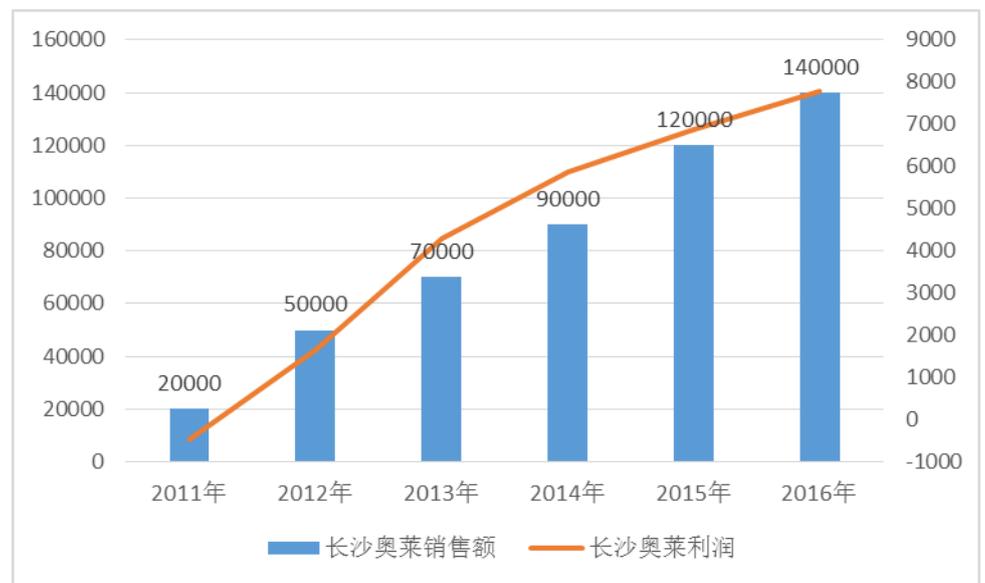
数据来源：公司公告，财富证券 注：营业面积不包括商业地产及住宅。

1.3 零售业态齐全，整体稳健发展

公司以百货零售为主要业务，经营业态包括百货商场、奥特莱斯（折扣店）、购物中心、专业店、网络购物平台。百货商场的定位包括高档精品百货、中高档综合百货、时尚百货、大众百货，覆盖了城市 80% 以上的消费者群体。目前公司正式运营中的百货有 7 家，包括位于长沙核心商圈的友谊商店 AB 馆、友谊商城、阿波罗商业广场、友阿百货、友阿春天、还有位于湖南省地州市核心地段的郴州友谊中皇城和春天百货常德店。

公司旗下有 2 家奥特莱斯主题购物公园：长沙友阿奥特莱斯和天津友阿奥特莱斯。长沙友阿奥莱经过 5 年多的运营，销售额和净利润均成爆发性增长，复合增长率分别高达 43% 和 44%，目前长沙友阿奥特莱斯已经跻身中国奥特莱斯前十强。天津奥特莱斯目前正在试营业。

图表 4 长沙友阿奥特莱斯销售额和利润（单位：万元）



数据来源：公司年报，财富证券

公司目前已投入运营和在建的大型购物中心有 4 家，分别为常德友阿国际广场、郴州友阿国际广场、邵阳友阿国际广场以及长沙五一广场地下购物中心。此外公司还拥有 2 家专业连锁店：专营黄金珠宝的国货陈列馆和专营家电的友阿电器超市。拥有 4 个上线的网络购物平台：“友阿农博汇”、“友阿果园”、“友阿海外购”和“友阿微店”。

可以发现本公司拥有多层次的百货业务结构以及多样的零售业态，使公司拥有最广泛的顾客基础，能满足顾客不同的购物体验需求。同时，在拓展新的机会时有更多的选择和组合空间，从而使公司具有更强的竞争力。

图表 5 友阿股份零售业态

传统百货	友谊商店 AB 馆 阿波罗商业广场 友阿春天 友谊商城 友阿百货	购物中心	常德友阿国际广场 郴州友阿国际广场 邵阳友阿国际广场 五一广场地下购物中心
	郴州友谊中皇城 友阿春天常德店	专业连锁	友阿黄金 友阿电器
奥特莱斯	长沙友阿奥莱 天津友阿奥莱	网上购物平台	友阿农博汇 友阿果园 友阿海外购 友阿微店

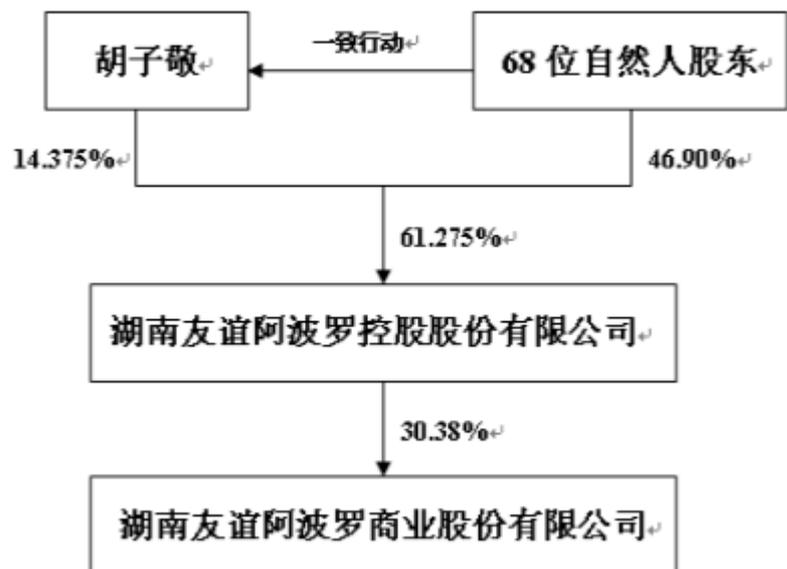
数据来源：公司年报，财富证券

2. 公司管理稳健，改革动力强

2.1 公司股权结构稳定，管理层经营稳健

公司的控股股东为湖南友谊阿波罗控股股份有限公司（简称友阿控股），持有公司 30.54% 的股份，胡子敬先生持有友阿控股 1,150 万股，占友阿控股总股本的 14.375%，此外，胡子敬先生还通过一致行动关系控制友阿控股投票权的 46.90%，合计实际控制友阿控股投票权的 61.275%，是本公司实际控制人。

图表 6 公司股权结构



数据来源：公司公告，财富证券

友阿控股成立之初的第一大股东为长沙市商业国有资产经营有限公司，持股比例为 36.25%，2003 年 12 月 26 日，根据长沙市政府关于“国有资本从竞争性领域和一般行业中有序退出、鼓励经营者持大股、建立经营者激励机制，经营者可根据协商价格优先购买国有股权”的精神，将持有的 640 万股（占总股本的 8%）转让给胡子敬。之后，胡子敬先生就一直为公司的实际控制人。长期以来，胡子敬先生深的公司员工信任，树立了较高的威信，取得了良好的经营业绩，也确立了公司在湖南百货零售领域的领先地位，使公司实现了持续稳定的发展。

2.2 寻求改革，实现良性增长

公司的核心管理团队在当地从事百货零售业最长超过 30 年，具有丰富的百货业管理经验，对当地市场十分了解，由此保证了公司更准确的市场定位和销售商品的组合选择。不过仍然值得注意的是，公司从股权分制改革以来，取得了较大的成绩，但是公司内部还有老国企的影子，也仍然存在很多官僚作风，效率不高的情况，特别是旗下主力门店各自为王的现象比较明显。公司聘请外部咨询机构，深化内部管

理体制改革，推行精细化全面预算管理，增强企业竞争软实力，主要的措施有三项：

一、对集团总部的职能机构进行精简，将 20 多个职能部门精简到 13 个；二、加强对店面的预算管理，制定详细的预算目标；三、加强考核管理，增强核心岗位人员的责任意识、竞争意识和危机意识。

2.3 高管参与员工持股，机构投资者信心十足

公司于 2016 年 7 月份以二级市场购买的方式，进行了第一期员工持股计划，累计购买股数为 1580 万股，占公司总股本的比例为 2.23%，购买的均价为 12.65 元，进行赋权后的价格约为 6.29 元，本次员工持股计划包括了 12 名公司董事以及 114 名核心员工。

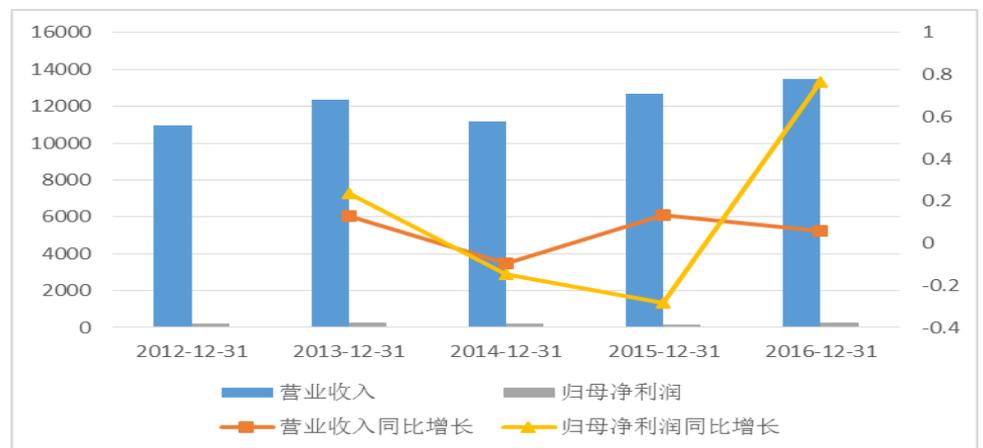
此外，公司于 2016 年 6 月份进行了定向增发，发行对象为 5 名特定机构投资者，发行的总股本为 14218 万股，占发行后总股本的 20.07%，发行价格为 10.55 元，进行赋权后的价格约为 5.2 元。该部分限售股的解禁时间为 2017 年 6 月 20 日。同时受“减持”新规的影响，不太可能出现清仓式减持，且机构投资者对公司也是充满信心，有长期战略合作的打算。

3. 主营业务稳健，商业地产增厚业绩

3.1 零售行业复苏态势明显，上市公司盈利能力提高

自 2013 年以来，由于受到电商的冲击以及经济增速下滑的影响，实体零售行业的收入及利润均大幅下滑，而自 2016 年开始，归母净利润增速大幅提高，年报数据显示，商业贸易上市公司营业收入为 1.35 万亿，同比增长 6.08%，增速较上年下降 7.39 个 pct.。净利润为 294.10 亿元，同比增长 97.81%，增速较上年提升 131.71 个 pct.。归母净利润为 270.03 亿元，同比增长 76.39%，较上年提升 104.65 个 pct.。销售净利润率为 2.18%，较上年提升 1.01 个 pct.。

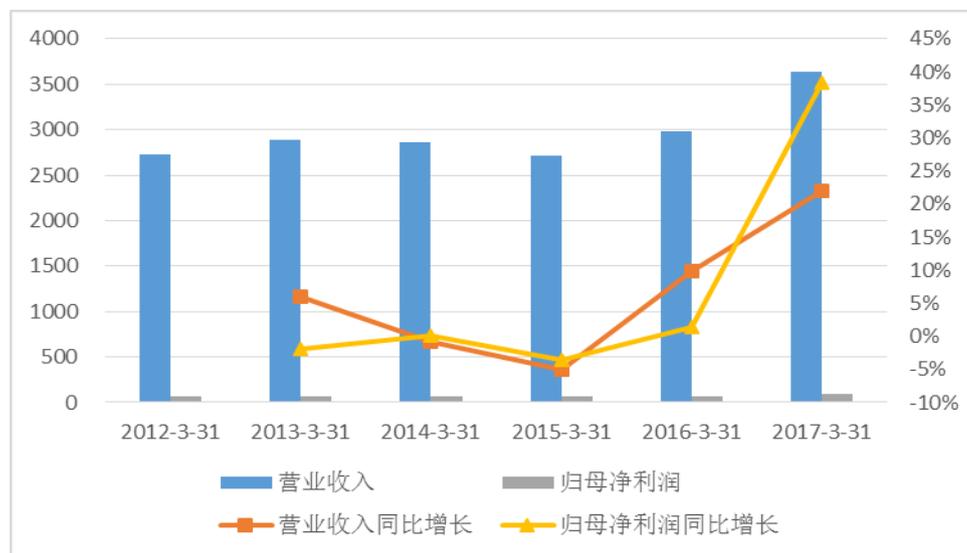
图表 7 商业贸易行业全年营业收入及归母净利润情况



资料来源：wind，财富证券

2017 年一季报数据显示，商业贸易上市公司营业收入为 3638 亿，同比增长 21.94%，增速较上年提升 12.06 个 pct。净利润为 95.91 亿元，同比增长 32.23%，增速较上年提升 25.2 个 pct。归母净利润为 89.47 亿元，同比增长 38.45%，较上年提升 37.45 个 pct。销售净利率为 2.64%，较上年提升 0.21 个 pct。

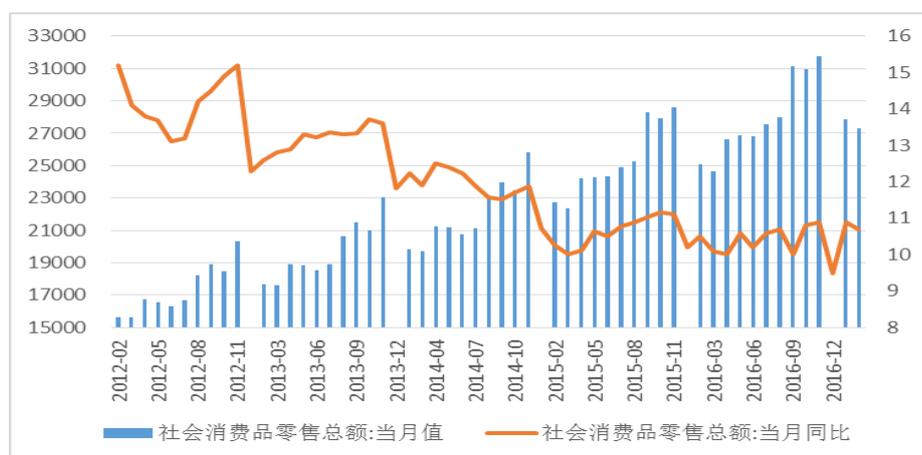
图表 8 商业贸易行业 2017Q1 营业收入及归母净利润情况



资料来源: wind, 财富证券

此外，从社会消费品零售额以及监测的全国大型零售企业数据来看，复苏态势也比较明显。2017 年 4 月，社会消费品零售总额为 2.73 万亿元，同比增长 10.7%，其中限额以上企业消费品零售总额为 1.23 万亿元，同比增长 9.2%。

图表 9 社会消费品零售总额当月同比

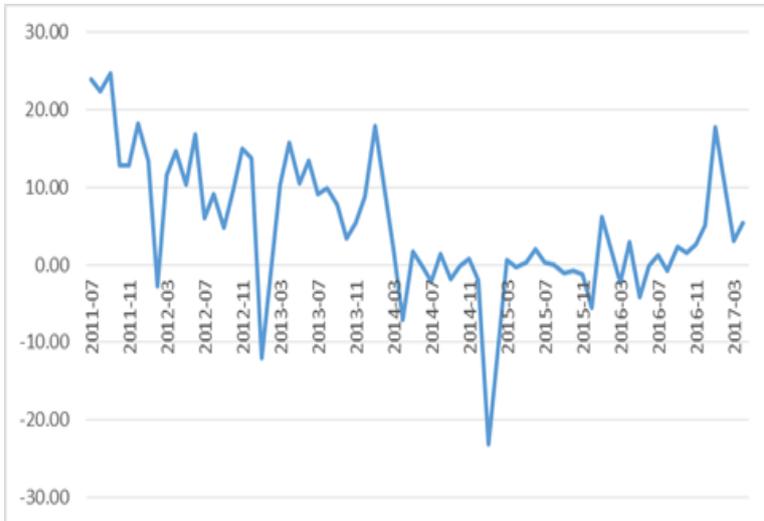


资料来源: wind, 财富证券

此外，从全国零售 50 强的数据来看，从 2016 年年初开始，零售额累计同比均是下降，而下降的幅度逐步减小，2016 年四个季度的零售额累计同比的涨跌幅度分别为 -5.2%、-3.1%、-1.9% 和 -0.5%，而 2017 年 1-4 月份的零售额累计同比上升 17.8%、

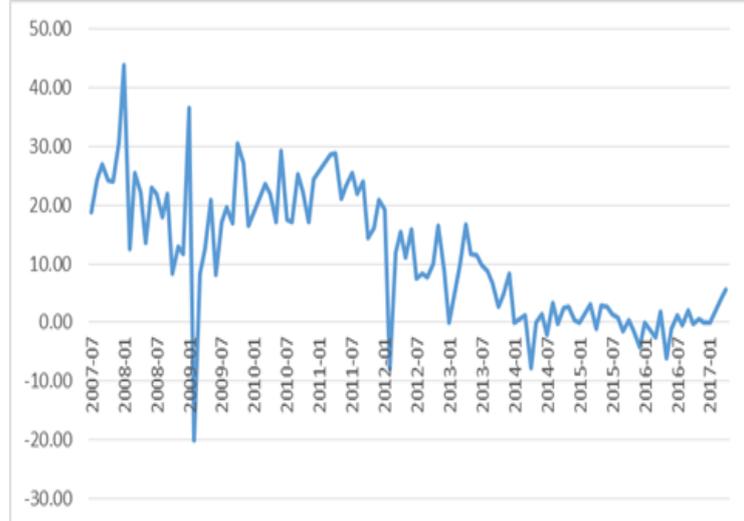
1.6%、2%和 5.5%，连续 7 个月的零售额环比增加。百家大型零售企业的 2017 年 4 月份的零售额同比增加 5.7%。

图表 10 全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增速



资料来源: wind, 财富证券

图表 11 全国百家大型零售企业当月同比增速

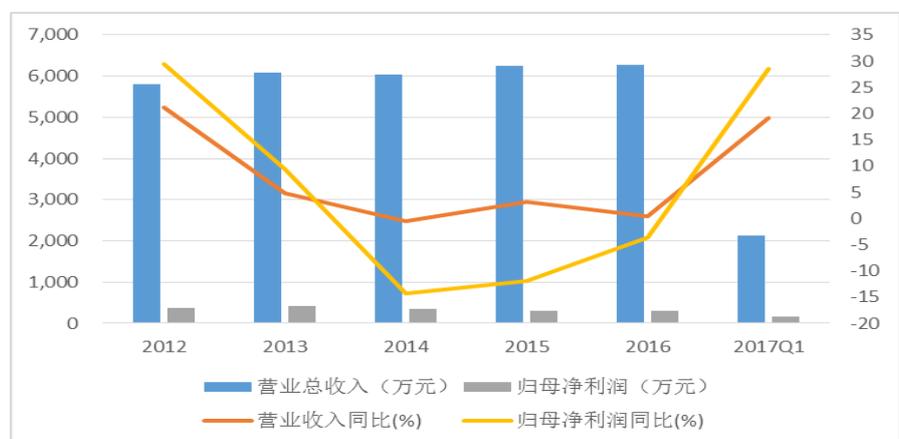


资料来源: wind, 财富证券

3.2 公司营收稳定，百货业务毛利率明显改善

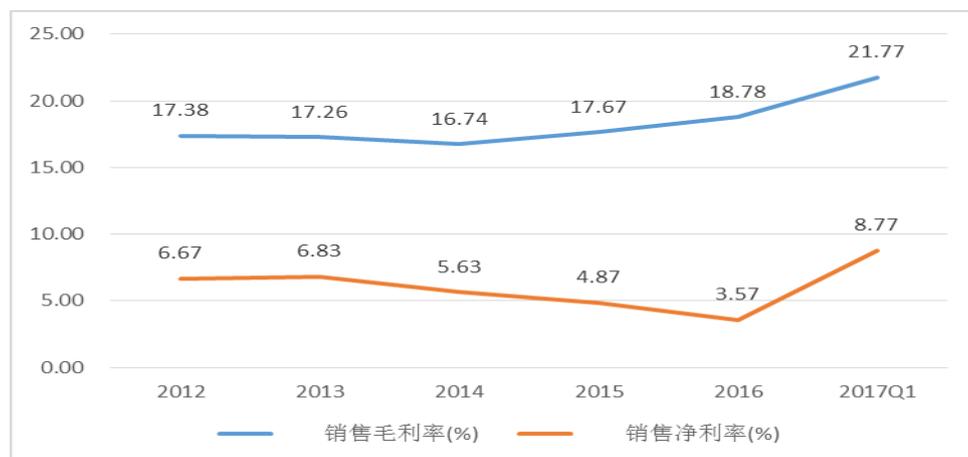
从公司的收入和利润情况来看，公司近几年收入保持稳定，净利润连续三年下降，2017Q1 重回增长态势，营业收入同比增长 19.24%，归母净利润同比增长 28.63%，增速为 2014 年一季度以来首次由负转正。近 3 年公司的销售毛利率稳步上升，从 16.74%提高至 18.78%，而销售净利率有所下降，从 5.63%下降到 3.57%。主要原因是商业地产开始确认收入，而商业地产的毛利率显著高于百货，而净利率下降主要是由于多家新店处于培育期，培育期的费用较高导致。

图表 12 公司营业收入和归母净利润情况



资料来源: wind, 财富证券

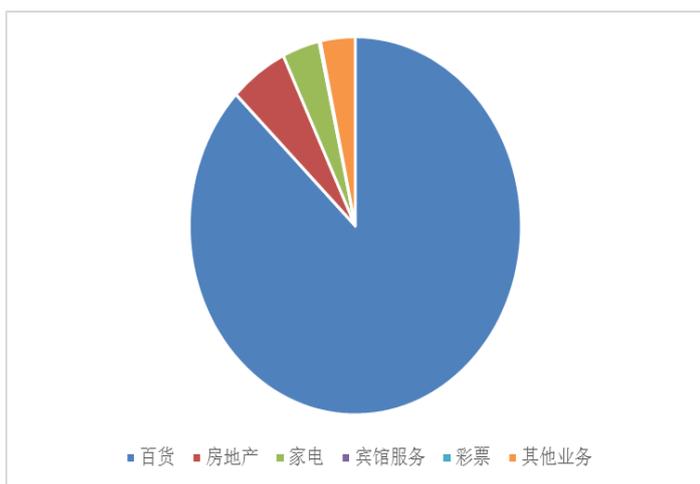
图表 13 公司销售毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 财富证券

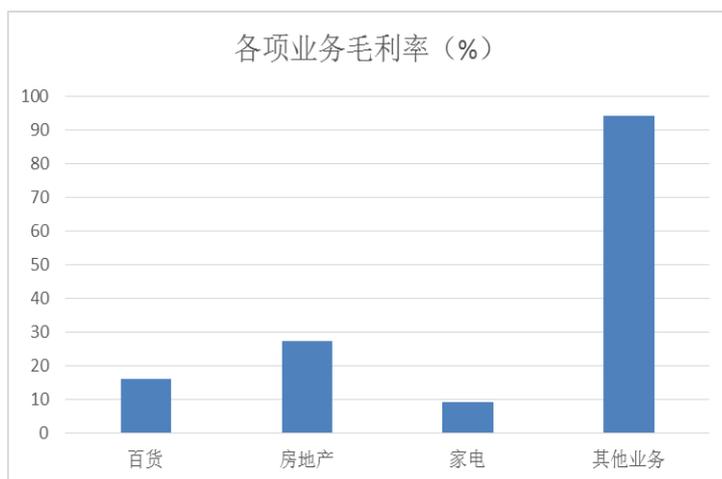
同时分业态来看, 公司的百货业务占总营收的比重为 87.22%, 百货毛利率提升了 0.86 个 pct. 至 16.21%; 房地产业务占总营收的比重为 5.62%, 毛利率为 27.36%; 家电总总营收的比重为 3.63%, 毛利率为 9.15%; 其他业务占总营收的比重为 3.37%, 毛利率为 93.98%。

图表 14 2016 年各项业务收入占比



资料来源: wind, 财富证券

图表 15 各项业务毛利率情况对比



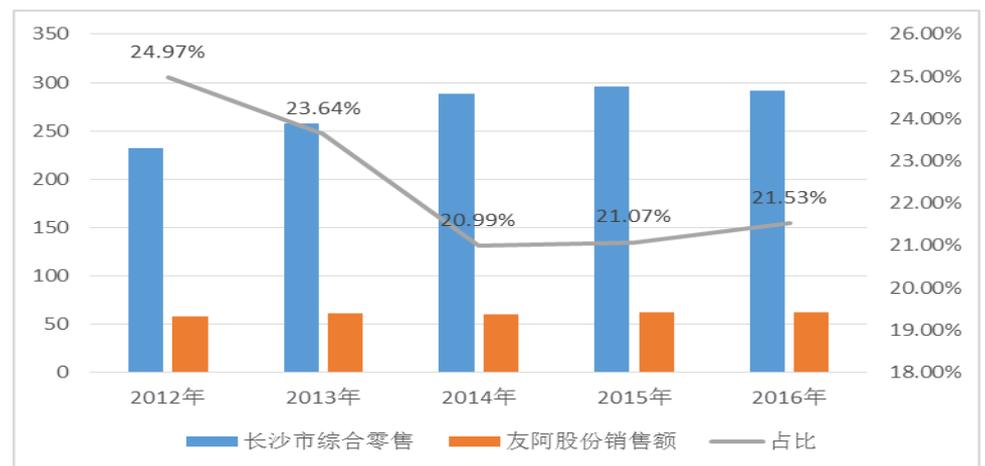
资料来源: wind, 财富证券

3.3 传统百货龙头地位不可撼动

从竞争环境来看, 国内百货业在面对外资百货的竞争时, 拥有“先入为主”的优势: 优先占据城市的商圈、率先树立品牌形象。而商圈形成后的难以替代性, 老

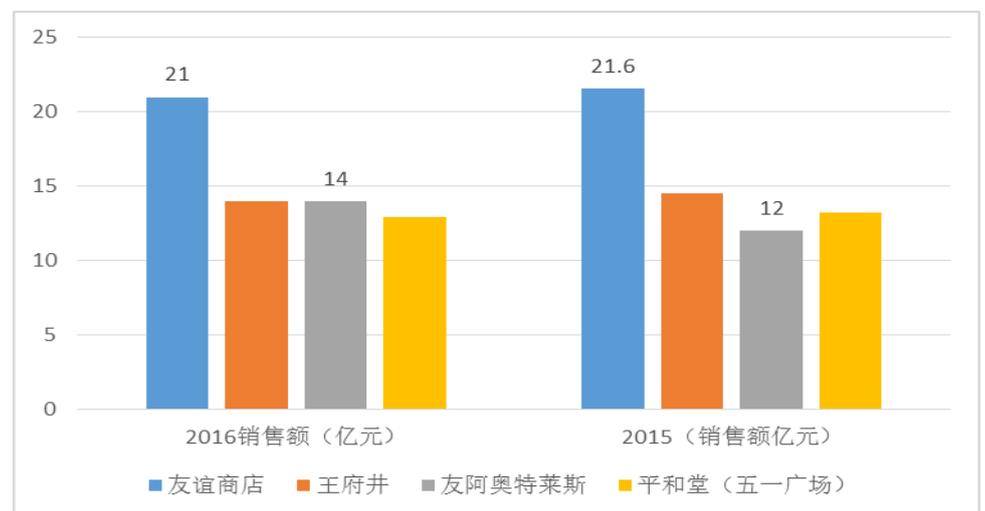
牌百货店品牌效应和口碑效应的难以挤压性，都为外资百货的进入构筑了较高的门槛。公司一直是长沙市乃至湖南省最大的百货零售企业。目前公司正常经营的七家百货门店，在长沙就拥有 5 家百货门店以及 1 家黄金陈列馆。2017 年公司的实际经营面积达 22.69 万平方米。友谊商店 AB 馆单店蝉联长沙百货单店销售额第一位，友阿奥特莱斯位居第 3 位，且公司历年的总销售额占长沙市综合零售的 20% 以上。

图表 16 友阿销售额和长沙市零售额的情况



数据来源：长沙统计年鉴，公司公告，财富证券

图表 17 长沙百货商店 TOP4 销售额



数据来源：赢商网，财富证券

春天百货+五一广场地下购物中心占据市级中心商圈

公司经营的春天百货处于五一广场商圈的核心位置，且于 2012 年完成了第一期改造，经营面积由之前的 1.6 万平方米增加至 3 万于平方米。此外公司于 2013 年获得了五一广场绿化用地超过 6 万平方米地下空间 30 年的经营权，该项目总建筑面积

约为 61760 平方米，其中商业面积约为 38568 平方米，于 2017 年国庆试营业。

五一广场商圈是长沙人流最旺、消费需求最大的商圈。平和堂、王府井百货、新世界等百货店以及黄兴南路步行街均云集在此。地铁 1、2 号线的换乘站的建成，使得五一广场的人流量更具爆发性的增长，其商机无限。公司密集在此商圈的布局，旨在打造一个以国际国内一线品牌领衔的名品集群，汇集影院、餐饮、娱乐、休闲等众多业态的新型现代 shopping mall，五一广场地下项目将与定位时尚的友阿新春天百货一起在五一商圈形成更强大的竞争力。

图表 18 友阿春天



数据来源：友阿股份官网，财富证券

图表 19 五一广场地下项目效果图



数据来源：<http://roll.sohu.com/20130520/n376458307.shtml>，财富证券

友谊商店（AB 馆）扩建提质改造，定位高端奢侈品

友谊商店（AB 馆）位处袁家岭商业圈中心位置（地铁 2 号线袁家岭站），周边环境集多家五星级酒店、高档写字楼和事业单位，“友谊购精品，精品在友谊”的品牌形象深入人心，认知度很高，具有极强的品牌效应。该商场也是商务部评定的全国 35 家“金鼎店”之一，也是湖南省唯一一家被评为“金鼎店”的百货商场。

公司于 2008 年完成了改扩建工程，经营面积超过 46000 平方米以及 1200 平方米的停车场地，引进了 Gucci、Emporio Armani、Cartier、Burberry、Aquascutum 等国际等一线品牌，至此友谊商店（AB 馆）成为了一个高档次的整体五星级购物场所，也是真正意义上的高端奢侈品百货精品店，大大增加了公司在高端奢侈品业态的竞争力。为了进一步确保公司在湖南商端百货店的龙头地位，提升公司整体竞争力，公司拟进一步扩建友谊商店 AB 馆，将其打造成一个以高端百货零售为主的长沙顶级的商业城市综合体。至 2016 年年末，项目仍处于房屋征收阶段，征收进度约 92%。

图表 20 友谊商店 AB 馆



数据来源：友阿股份官网，财富证券

阿波罗商业广场毗邻长沙火车站和长株潭汽车站

阿波罗商业广场定位综合型中高档百货，地处长沙市客流、物流集散中心的火车站商圈，紧临长株潭汽车站，四通八达，具有优越的交通和地理优势。建筑面积 9 万平方米，营业面积 6 万平方米。近几年，阿波罗商业广场的净利润虽然有所下降，但每年依然能够贡献 1 个亿左右的利润，是公司的主力门店之一。

图表 21 阿波罗商业广场



数据来源：友阿股份官网，财富证券

公司还通过店面装修改造，确立了友阿百货（朝阳店）在长沙中档百货业的龙头地位。常德友阿国际广场和郴州友阿国际广场目前处于培育期，有望在 2-3 年内扭亏为赢，贡献利润。公司于 2017 年 5 月份收购了宁波欧派亿奢汇 51% 的股权，进一步加强了公司在高端奢侈品板块的布局。

在传统百货这块，公司主要的战略为：升级百货店业态，加快购物中心布局落地，提升公司主业的竞争力。具体措施有三项：1、现有传统百货店回归零售本质，找准定位，强化企业品牌，以销售商品为核心，优化供应链，升级服务，打造适应市场发展需求的新传统百货店；2 是加快购物中心拓展项目的建设 and 试营业工作，扩大经营规模，提高区域市场占有率；3、是大力发展“友阿海外购”和“友阿微店”，稳步推进全渠道零售平台的建设，实现主业的多渠道发展。

3.4 新业态奥特莱斯迅猛发展

奥特莱斯英文名为“outlets”，主要是销售过季、下架以及断码的品牌商品为主，在国内已经迅速发展为一种新的商业业态。在零售行业整体下滑的情况下，奥特莱斯逆势增长。目前长沙共有五家奥特莱斯，其中友阿奥特莱斯的业绩最好，同时也跻身中国奥特莱斯前十强。

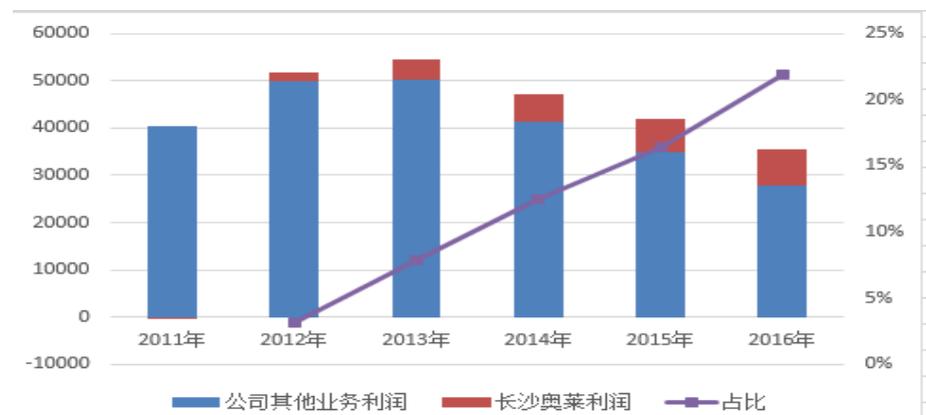
长沙友阿奥特莱斯跻身全国奥莱十强

长沙友阿奥特莱斯，位于长沙新兴的大托区商圈，长、株、潭三地交汇处，目前地铁一号线和城轨已经开通，交通十分便利。项目总用地面积约 153618 平米，总建筑面积为 99377 平米。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，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。

长沙友阿奥特莱斯于 2011 年试营业，当年的销售额为 1.68 亿，在 2012 年就已经扭亏为赢，2016 年销售额高达 14 亿，利润近 8000 万，净利润的复合增长率高达

47.55%。

图表 22 长沙友阿奥特莱斯利润及增长率



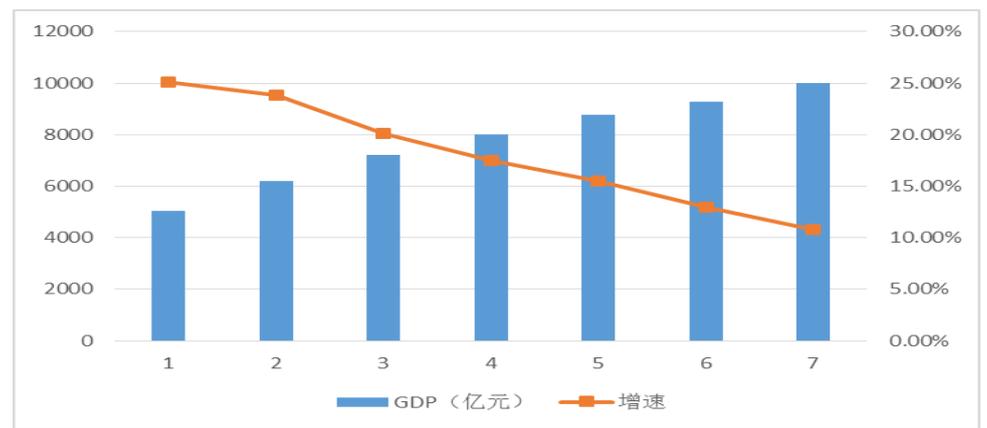
数据来源: wind, 财富证券

滨海新区发展潜力巨大，天津友阿奥特莱斯有望贡献利润

公司于 2011 年投资建设和经营天津滨海新区“奥特莱斯”城市综合体项目，用地东至宁海路，南至京津高速公路，西至西中环，北至云山道。总建筑面积为 29.33 万平方米。其中：公寓住宅面积 7.7 万平方米，公寓地下车库面积 2.31 万平方米；商业部分地上建筑面积 13.42 万平方米，地下车库面积 5.9 万平方米。主要的经营范围包括两类：一是奥特莱斯的建设和经营，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。二是房地产项目的开发和经营。

滨海新区是天津市下辖的副省级区、国家级新区和国家综合配套改革试验区，国务院批准的第一个国家综合改革创新区。位于天津东部沿海地区，环渤海经济圈的中心地带，总面积 2270 平方公里，常住人口 297 万，是中国北方对外开放的门户、高水平的现代制造业和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心、宜居生态型新城，被誉为“中国经济的第三增长极”，2016 年，滨海新区完成 GDP10002.31 亿元，同比增长 10.8%，成为全国首个迈入万亿俱乐部的国家级新区，实现近三年年均增长 13%，远超全国平均水平，也超过长沙市 2016 年的 GDP (9323.70 亿元) 水平。

图表 23 天津滨海新区增速



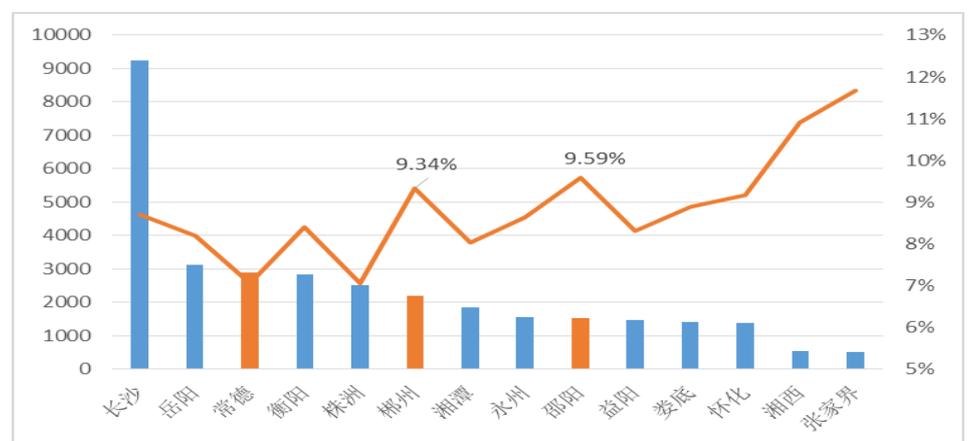
数据来源: wind, 财富证券

目前天津共有 6 家奥特莱斯, 其中业绩最好的为武清奥特莱斯-佛罗伦萨小镇, 2016 年销售额超过 36 亿元, 占地面积 18 万平方米, 建筑面积 7 万平方米。而天津友阿奥特莱斯商业建筑面积也高达 13 万平方米。天津友阿奥特莱斯于 2015 年 9 月 30 日试营业, 目前还处于培育期。天津友阿 2016 年的营业收入 3.2 亿, 净利润为-3976 万, 今年有望盈亏平衡甚至盈利。同时, 依托滨海新区的发展, 天津友阿商品房的销售也会逐步贡献利润, 天津友阿奥特莱斯必定会成为公司主要的利润增长点之一。

3.5 商业广场如火如荼, 商业地产稳步前进

自 2011 年开始, 友阿股份依托自己的品牌优势, 在湖南省的地级市开始布局商业广场, 同时也进军商业地产, 截止 2016 年年底, 除五一广场地下购物中心和天津友阿奥特莱斯城市综合体之外, 常德友阿国际广场及郴州友阿国际广场已经开始试营业, 邵阳友阿国际广场也在建设当中。其中, 常德, 郴州, 邵阳的 GDP 分别位于湖南省 14 州市的第 3、6、9 位, 郴州和邵阳的 GDP 增速为全省第 3 和第 4 名。

图表 24 湖南省 14 州市 2016 年 GDP 及增速情况



数据来源: wind, 财富证券

常德友阿国际广场

“常德友阿国际广场”项目地块位于常德市朗州路、四眼井街的核心商业区，毗邻步行街商圈的金钻广场，总建筑面积约 128,000 平方米（其中：商业面积约 62,000 平方米，住宅面积约 35,000 平方米）。该项目属于百货主力店+商业街模式的都市综合体，至本报告期末，项目已完成建设，主力店于 2016 年 1 月 30 日投入试营业，商业地产也已经在售。

郴州友阿国际广场

“郴州友阿购物中心”项目位于郴州市国庆北路与同心路交汇处，东临马家坪市场，南临北湖公园。该项目属于百货主力店+商业街+住宅模式的都市综合体。主力店于 2016 年 4 月 30 日投入试营业，商业地产和商住楼也已经在售。

邵阳友阿国际广场

“邵阳友阿国际商业广场”项目位于邵阳核心商业区宝庆路，拟建成一个集“购物、休闲、娱乐、居住”为一体的商业综合体。目前项目已进入设备安装阶段，力争 2017 年 11 月份投入试营业。

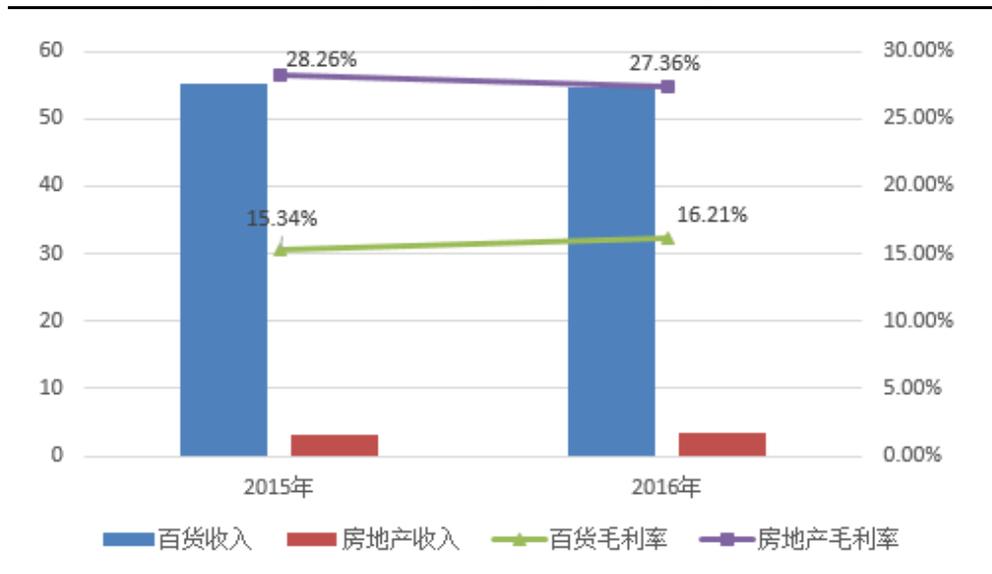
和传统百货门店相比，商业地产的毛利率较高，公司近几年主要的项目投资均为城市综合体，这种模式结合了百货，商业街及住宅。公司的地产项目主要分为住宅出售和商铺出租两类。从 2015 年开始，公司的地产项目贡献利润，毛利率高达 27%。

图表 25 公司商业地产项目经营情况

项目	模式	商业地产面积 (万 m ²)	进度
天津友阿奥特莱斯	购物公园+公寓	10.01	2015 年四季度开始贡献收入
郴州友阿国际广场	百货主力店+商业街+住宅	13.8	2016 年四季度开始贡献收入
常德友阿国际广场	百货主力店+商业街	3.5	2017 年一季度开始贡献收入
五一广场地下项目	购物中心	6.18	2017 年国庆试营业
邵阳友阿国际广场	百货主力店+商业街	8.9	2017 年 11 月试营业

数据来源：公司公告，财富证券

图表 26 友阿股份百货业务及房地产业务对比



数据来源: wind, 财富证券

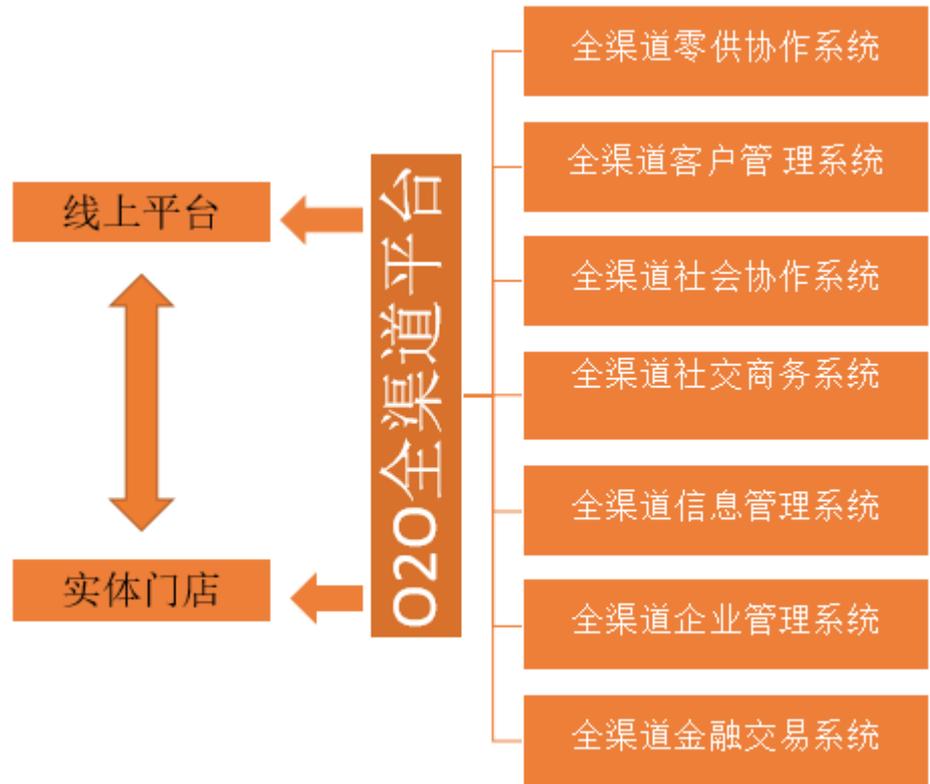
4. 多元化布局，稳而不乱

4.1 布局 O2O，实现消费升级

目前中国的零售业正处于在业态转型和模式创新中寻找发展机遇的阶段。渠道下沉、体验升级、服务便利升级将成为零售业未来的发展趋势，而 O2O 模式则将互联网技术应用与零售核心能力充分对接。

O2O 全渠道运营平台项目，能使得公司实现线上线下相互融合、相互促进，从而带动现有商业零售业务的增长，进一步扩大公司现有商业零售的业务空间和运营效率，从而促进公司长远发展。公司的 O2O 战略不是简单的实体店网络化，而是致力于打造线上线下融合的 O2O 全渠道运营平台，以实现公司的全面转型升级，打造全渠道的智慧零售。

图表 27 友阿股份 O2O 全渠道平台系统



数据来源：财富证券

图表 28 O2O 平台建设进行情况

平台	成立时间	定位及功能
微购友阿	2013.12.19	微信公众平台
友阿特品汇	2014.10.20	中高端线上折扣网站
友阿农博会	2015.1.30	政府支持的 B2B、B2C 农产品购物平台
友阿海外购	2015.6.13	全渠道跨境电商平台，和多个线下实体店结合
友阿果园	2015.7.31	农博会旗下优质水果电商平台
友阿微店	2016.4.28	开放性创业平台
友阿金融平台	2017.5.18	为供应商和消费者提供一站式服务

数据来源：公司公告，财富证券

4.2 进军供应链金融

友阿金融是以友阿股份为核心，为友阿股份上游供应链客户提供融资服务的平台。公司目前主要运行的有友阿小额贷款有限公司（简称“友阿小贷”）、友阿投资担保有限公司（简称“友阿担保”）以及友阿金融服务平台（www.yajr2277.com），该平台包括“友阿E贷宝”和“友阿E购宝”两部分。

友阿金融是在传统百货的基础上，为了提高生产效率，加强产业升级，通过运用先进的大数据、CFCA 安全认证、移动互联网技术，为友阿股份供应商和友阿股份优质会员提供一站式金融服务，主要服务的对象为供应商和消费者。对供应商放贷前，通过对借款人历史交易记录的查询，根据风险评级，确定信贷额度，提高了借贷效率，在提高贷款效率，节约人工成本的同时让利于借款企业，实现了友阿与供应商共同发展。对消费者而言，通过对借款人消费记录的查询，购买力的判定，确定授信额度，促进新的消费需求。

图表 29 友阿股份供应链金融布局

公司或者平台		持有比例	成立时间	主营	2016 年净利润
友阿小贷		90%	2010.11.15	发放贷款	762.37
友阿担保		97.45%	2012.1.5	担保	393.10
友阿金融服务平台	友阿 E 贷宝	100%	2017.5.18	为供应商提供授信额度	试运行
	友阿 E 购宝			为消费者提供授信额度	试运行

数据来源：公司年报，财富证券

4.3 战略投资金融

除友阿金融平台之外，公司还战略投资了长沙银行以及资兴村镇银行。

长沙银行是湖南省首家区域性股份制商业银行，成立于 1997 年 8 月 18 日，截止 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额 3835 亿元，所有者权益 199 亿元，营业收入超 100 亿，归母净利润为 31.88 亿元，综合实力跃居全球银行业 500 强和中国银行业 50 强。公司为长沙银行的第四大股东，持股比例约为 7.42%，长沙银行连续多年送股分红，投资回报效益良好。自 2011 年以来，每年分红均超过 2000 万元，近日，公司已收到长沙银行 2016 年分红款 3429.5 万元，该分红款将记入 2017 年投资收益。

此外，长沙银行已于 2016 年 12 月 26 日向证监会提交了 IPO 申请材料，并领取了《申请受理通知书》。若长沙银行成功上市，公司持有的股权将会提升公司整体市值。

图表 30 上市城商行估值情况 (2017 年 6 月 23 日)

股票代码	股票名称	营收	净利润	PE	PB
002142.SZ	宁波银行	236.45	78.10	8.71	1.52
600926.SH	杭州银行	137.33	40.21	13.31	1.41
601009.SH	南京银行	266.21	82.62	7.70	1.22
601128.SH	常熟银行	44.75	10.41	23.36	2.58
601997.SH	贵阳银行	101.59	36.54	9.58	1.71
行业均值		157.27	49.58	12.53	1.69
	长沙银行	100.41	32.52		

数据来源: wind, 财富证券

若成功上市, 给予长沙银行 1.69 倍的 PB 或 12.53 倍的 PE, 长沙银行总市值为 333.6 亿-375.9 亿, 友阿股份持有 7.42%, 总价值约为 24.95 亿元-27.89 亿元。

图表 31 长沙银行历年分红情况

年度	现金红利(万元)	年度	现金红利(万元)
2005 年	360	2006 年	509
2007 年	送股	2008 年	送股
2009 年	送股+437	2010 年	1572
2011 年	送股+2053	2012 年	送股+2348
2013 年	2850	2014 年	2883
2015 年	2286	2016 年	3429.5

数据来源: 公司公告, 财富证券

资兴浦发村镇银行于 2009 年 9 月 29 日成立, 大股东为上海浦发银行, 占比 51%, 友阿股份占比 9%。自 2013 年-2015 年, 每年的现金分红为 173 万、233 万、127 万, 2016 年发生小额亏损, 未进行分红。

4.4 涉足机器人领域

公司拟在对主营业务进行转型升级的同时通过投资多元业务, 增加新的盈利点, 提升公司整体盈利水平和竞争力。公司认为工业机器人是高端装备制造产业的重要组成部分, 未来市场发展空间巨大, 公司于 2017 年 5 月 17 日发布公告, 以自有资金以现金方式出资人民币 7,875.00 万元认购隆深机器人新增注册资本, 占总注册资本的 15%。隆深机器人公司集成业务和本体业务竞争优势明显, 行业地位领先, 公司增资隆深机器人能够有助于其扩大产能开拓市场, 将业务做大做强, 同时给公司增加新的盈利点, 提升公司整体盈利水平, 实现公司与其发展的双赢。

隆深机器人 2016 年度合并报表营业收入 8,837.27 万元，净利润 1,186.22 万元。2017 年一季度营业收入 3,479.12 万元，营业利润 386.66 万元，净利润 383.78 万元。同时，隆深机器人的实际控制人承诺 2017、2018、2019 经审计的归母净利润分别不低于人民币 3,500 万元、4,550 万元、5,915 万元。若不能完成业绩承诺，则对友阿股份进行现金补偿。在完成业绩承诺的情况下，隆深机器人对应 2017/2018/2019 年的 PE 分别为 15 倍/11.54 倍/8.88 倍。

5. 盈利预测与投资评级

公司制定了以百货零售业务为核心，按照连锁经营，区域做强的总体战略，力争成为湖南百货零售服务业的市场引领者。为了应对中国经济“新常态”时期零售业发展的机遇与挑战，公司自主积极转型升级，一方面进行渠道升级，积极实施线上线下融合的 O2O 战略，另一方面快速抢占优质门店资源，持续拓展和完善地州市的网点分布。此外，公司还强化金融业务对业绩的支撑，同时寻求新的增长点。公司将稳步推进金融业务的提升，加强其对公司业绩的支撑，同时主动寻求和把握投资机会，关注有利于企业发展的并购整合和资产低价购买机会，增加新的增长点，提升企业整体盈利能力。

5.1 盈利预测

我们采用两种方法分别对公司进行估值：一是收入增长带来公司业绩增长，二是对门店及自有物业价值重估。

按照 EPS 估值

我们预计公司未来的收入增长动力主要来自百货业务、房地产业务、金融相关业务以及友阿电器。

百货业务：随着零售行业的复苏，公司传统百货门店基本保持持平，奥特莱斯项目有望持续高增长。预计老店面基本持平，新店面成倍增长，其中天津友阿奥特莱斯有望实现爆发性增长。预计百货业务 2017-2019 年的营收增速分别为 15%/10%/10%，毛利率保持 16% 左右。

房地产业务：目前常德、郴州以及天津商业地产项目已经开始贡献利润，加上 2017 年国庆五一广场地下项目的试营业，预计房地产项目 2017-2019 年的营收增速分别为 20%/15%/15%，毛利率维持在 27% 左右。

友阿电器的收入增速为 5%，毛利率为 9%；金融类业务的收入增速保持 5%，毛利率为 94%，另外预计宾馆服务的收入增速为 15%，毛利率为 66%。

我们预计 2017-2019 年的营业收入分别为 71 亿元，78.5 亿元，86.3 亿元，归母净利润分别为 3.5 亿元、4.1 亿元、4.4 亿元，对应的 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元以及 0.31 元。

按照自有物业价值及金融资产价值重估

公司的自有物业主要包括友谊商店 AB 馆、友阿春天、阿波罗商业广场（部分租赁）、友谊商城、友阿黄金、郴州中皇城、常德友阿国际广场、郴州友阿国际广场、邵阳友阿国际广场、天津友阿奥特莱斯。此外还拥有五一广场地下项目 30 年的使用权。

图表 32 自有物业价值重估

门店	百货及商业街面积		单价		价值（亿元）
友谊商店 AB 馆	46651		2 万-2.2 万		9.33-10.26
友阿春天	30000		2 万-2.2 万		6-6.6
阿波罗商业广场	29538		2 万-2.2 万		5.91-6.5
友谊商城	22000		2 万-2.2 万		4.4-4.84
友阿黄金	9000		2 万-2.2 万		1.8-1.98
郴州中皇城	15000		1.5 万		2.25
邵阳友阿	212000		1.5 万		31.8
五一广场地下项目	52000		1.5 万-1.65 万		7.8-8.58

购物中心	百货	单价	住宅	单价	价值
常德友阿	62000	1.5 万	35000	7000	11.75
郴州友阿	158000	1.5 万	32000	7000	25.94
天津友阿	112111.5	2 万-2.2 万	77000	15000	33.97-36.21

数据来源：公司公告，财富证券。注：商业地产的土地使用权一般为 40 年，五一广场地下项目可使用 30 年，故按长沙其他自有物业价值的 0.75 倍计算

经测算友阿股份的自有物业重估价值在 92-97 亿之间，此外，友阿小额贷款有限公司和友阿担保有限公司的归母净资产约为 6 亿，在长沙银行上市成功后，股权总价值约为 24.95 亿元-27.89 亿元，总市值约为 122 亿元-131 亿元。

5.2 投资评级

综上所述，可以发现，在零售行业复苏的态势下，公司的主营业务稳健，奥特莱斯项目保持高增长态势，商业地产项目也已经开始贡献利润，且自有物业提供较高安全边际，我们认为公司作为湖南省百货龙头，有望实现持续增长。从估值水平

来看，目前区域性百货龙头的 PE 中值在 35 倍左右，加上公司持有的长沙银行股份预期，对应的市值为 131.5 亿元-143.83 亿元。从自有物业及金融资产重估价值来看，公司对应的预计公司的总市值 122 亿元-131 亿元。综合来看，给予公司 2018 年 32-35XPE，6-12 个月的合理价位 9.28-10.15，给予“推荐评级”。

6.主要风险提示

零售行业恢复不及预期；项目开展不及预期；新门店培育期延长

7. 财务预测表

资产负债表

	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1227.57	1899.96	3073.26	3664.97
应收和预付款项	311.86	613.41	402.94	716.64
存货	3221.69	2996.00	3817.97	3705.43
其他流动资产	259.51	259.51	259.51	259.51
固定资产和在建工程	3346.39	2939.12	2531.85	2124.59
无形资产和开发支出	523.98	461.05	398.11	335.17
其他非流动资产	2747.49	2442.25	2163.21	2163.21
资产总计	11638.49	11611.29	12646.85	12969.51
短期借款	180.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2983.08	2852.41	3506.56	3445.61
长期借款	1899.36	1899.36	1899.36	1899.36
其他负债	913.79	952.77	1033.77	1094.77
负债合计	5976.23	5444.67	6287.75	5985.34
股东权益合计	5662.25	5906.75	6207.17	6529.77
少数股东权益	738.07	652.35	550.53	433.00
负债和股东权益合计	11638.49	11611.29	12646.85	12969.51

数据来源：公司年报，财富证券

利润表

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6265.33	7141.70	7852.33	8633.26
减：营业成本	5069.78	5722.81	6276.08	6928.16
营业税金及附加	86.67	99.39	109.33	120.26
营业费用	396.96	447.26	484.18	536.89
管理费用	408.74	454.36	495.89	545.48
财务费用	-16.15	64.80	39.40	18.14
资产减值损失	9.98	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	29.51	34.51	30.00	30.00
公允价值变动损益	-1.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	337.83	387.59	477.45	514.33
营业外收入	21.97	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.58	12.00	12.00	12.00
利润总额	355.22	399.59	489.45	526.33
减：所得税	132.96	91.27	114.86	124.08
净利润	222.26	308.32	374.59	402.25
减：少数股东损益	-76.91	-46.25	-37.46	-40.22
归属母公司股东净利润	299.17	354.57	412.04	442.47
EBITDA	567.81	1227.83	1292.15	1030.13
EPS (元)	0.21	0.25	0.29	0.31

数据来源：公司年报，财富证券

现金流量表

	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	515.96	949.47	1260.92	664.95
投资性现金净流量	-138.77	45.75	40.00	40.00
筹资性现金净流量	-140.70	-322.82	-127.62	-113.24
现金流量净额	237.22	672.40	1173.30	591.70

数据来源：公司年报，财富证券

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
收益率				
毛利率	18.78%	19.50%	19.80%	19.50%
三费/销售收入	12.68%	13.61%	13.05%	12.81%
EBIT/销售收入	5.71%	6.74%	6.95%	6.52%
EBITDA/销售收入	9.12%	17.29%	16.55%	11.99%
销售净利率	3.57%	4.34%	4.80%	4.68%
资产获利率				
ROE	6.08%	6.80%	7.42%	7.48%
ROA	3.06%	4.12%	4.29%	4.32%
ROIC	4.35%	5.63%	7.28%	9.05%
增长率				
销售收入增长率	0.78%	14.00%	10.00%	10.00%
EBIT 增长率	-23.51%	34.57%	13.44%	3.14%
EBITDA 增长率	-8.39%	116.24%	5.24%	-20.28%
净利润增长率	-26.10%	38.72%	21.49%	7.38%
总资产增长率	12.52%	-0.23%	8.92%	2.55%
股东权益增长率	52.31%	5.90%	6.48%	6.53%
资本结构				
资产负债率	51.35%	49.13%	50.92%	49.65%
投资资本/总资产	49.47%	44.43%	33.95%	31.09%
流动比率	1.27	1.57	1.71	1.89
速动比率	0.39	0.68	0.79	0.99

业绩和估值指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
EBIT	355.64	478.59	542.90	559.93
EBITDA	567.81	1227.83	1292.15	1030.13
NOPLAT	210.58	324.06	375.68	388.45
净利润	299.17	354.57	412.04	442.47
EPS	0.21	0.25	0.29	0.31
PE	30.683	25.890	22.278	20.746
PB	1.86	1.76	1.65	1.55
PS	1.47	1.29	1.18	1.07

数据来源：公司年报，财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438