

华丽转型，业绩拐点已现

买入首次

目标价 14元

投资要点:

- 📖 商业部分业绩拐点已现，未来高增长可持续
- 📖 实现外延式扩张和内生增长同步提升
- 📖 商业地产价值折价偏离度大，价值严重低估

报告摘要:

- **商业部分业绩拐点已现，实现外延式扩张和内生增长同步提升。**公司百货定位中高端，现有8处商业物业，其中自有物业3处。主力门店友谊商城今年年底2期开业，同时友谊开发区店、友谊新天地店、美邻购物广场、友嘉超市（2家大卖场及1家精品超市）和沈阳友谊购物中心大部分门店扭亏。商业未来三年复合增速50%，预计2011年贡献0.31元的业绩。
- **酒店部分，富丽华3期开始动工。**建筑面积12万平方米，部分用于出售以平衡现金流，其余部分做酒店公寓，将增加会议、餐饮、健身游泳的经营面积，同时增加1000个停车位。酒店目前贡献利润较小。
- **地产业务，项目充裕。**大连东港20万余平米住宅部分；江苏地产在建项目为海尚壹品总建筑面积40余万平方米。
- **商业地产价值折价偏离度大，价值严重低估。**横向比较10家含有商业地产的零售类上市公司，大连友谊现有物业价值44亿元，折价比例-43.9%，仅次于大商，居第二。而10家公司的平均折价率为-5.5%，中位数-17.2%，大连友谊市值有提升空间。
- **盈利预测与估值。**采取分部估值，商业部分，考虑公司主力门店扩建运营及其他门店扭亏，商业业绩出现拐点，2011-2013净利润年复合增长率50%，给予30XPE；酒店业务，富丽华三期修建动工，给予20XPE；房地产给予8XPE。2011年合理价格13.50元，2012年合理价格18.73元。首次给予“买入”评级。

百万元、元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3146	3626	4183	5192	6238
增长率	37.95%	15.24%	15.36%	24.12%	20.15%
归属母公司净利润	181	249	288	321	349
增长率	36.95%	37.80%	15.80%	11.28%	8.97%
每股收益(EPS)	3146	3626	4183	5192	6238
PE	13.68	9.93	8.57	7.70	7.07

消费服务研究组

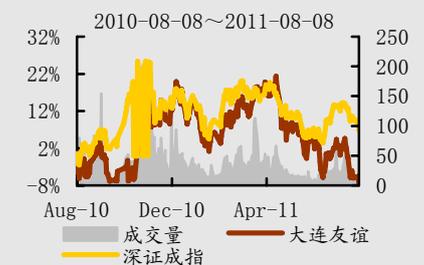
高级分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	6.93
目标价	14.00
52周内高	15.78
52周内低	6.67
总市值(百万元)	2469.85
流通市值(百万元)	2469.15
总股本(百万股)	356.40
A股(百万股)	356.40
—已流通(百万股)	356.30
—限售股(百万股)	6.93

资料来源: 宏源证券

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*欧亚集团: 新欧亚新起点*600697*商贸零售行业*陈旭》，2011.3
- 2 《宏源证券*公司研究*永辉超市深度调研报告: 生鲜超市龙头，成功异地扩张可期*601933*商贸零售行业*陈旭》 2011.01

目录

投资要点	4
一、大连商业情况	6
(一) 概览	6
(二) 大连主要商圈	6
二、大连友谊介绍	7
(一) 历史沿革	7
(二) 发展三阶段	8
1、第一阶段: (1993-2001) 商业为主, 酒店为辅	8
2、第二阶段: (2002-2010) 进入地产业, 商业+地产双擎驱动	8
3、第三阶段: (2011 年至今) 万达商业地产开发模式+友谊百货自营	8
(三) 重要已在建商业地产项目	9
1、友谊商城二期	9
2、富丽华酒店三期	9
3、大连东港	10
4、沈阳金廊城市综合体	10
三、商业、地产、酒店, 三箭齐发	10
(一) 商业——业绩拐点已现, 外延式扩张和内生增长同步提升	10
1、友谊商城二期开业, 实现外延式扩张	11
(1) 优势	11
(2) 劣势	12
(3) 未来前景及机会	13
2、其他门店——今年扭亏, 明年开始贡献收益	14
(1) 友谊商城新天地店	14
(2) 友谊商城开发区店	15
(3) 友谊美邻购物广场	15
(4) 友嘉超市——3 家超市	15
(5) 沈阳友谊购物中心	15
3、外延式扩张的明日之星——沈阳金廊项目	15
(1) 地理位置——地处沈阳“金廊”的黄金位置	16
(2) 周边竞争	16
(3) 开发金廊项目意义	17
(二) 酒店业务——外延式扩张	19
1、富丽华大酒店	19
2、友谊酒店	19
(三) 房地产业务	20
1、辽宁地产	20
2、江苏地产	20
3、其他	20
四、大连友谊被严重低估	21

(一) 商业物业价值 3 年看到 100 亿	21
(二) 大连友谊自有商业物业折价偏离度大	22
五、友谊集团存在吸并股份整体上市可能	23
(一) 大连友谊集团股东	23
(二) 集团整体上市可能性分析	24

插图

图 1: 大连市两大商圈	6
图 2: 公司主营业务构成图	9
图 3: 商业贡献合并收入比例及走势, 占比不断提高	9
图 4: 商业贡献合并净利润比例及走势, 占比不断提高	9
图 5: 友谊商城本店被写字楼环绕	11
图 6: 友谊商城新天地店时尚外观	14
图 7: 沈阳青年街商圈, 共 6 个商业物业	16
图 8: 2011 年 27 亿元的预收账款是房地产业绩释放的保证	20
图 9: 大连友谊股权结构图	23

表格

表 1: 大连商圈主力门店	7
表 2: 大连友谊商业门店	10
表 3: 案例分析, 友阿股份 AB 馆 2008 年升级后利润和坪效迅速提升	13
表 4: 商业分门店财务情况及预测	17
表 5: 商业门店财务情况及预测	19
表 6: 酒店门店财务情况及预测	19
表 7: 房地产财务情况及预测	21
表 8: 大连友谊商业地产价值有巨大增长空间	21
表 9: 可比商业地产公司折价比较, 大连友谊自有商业物业折价偏离度大	22
表 10: 分行业估值	25
表 11: 盈利预测	26

投资要点

大连友谊作为地产股一直被市场所低估，一直当做二三线城市小地产股估值，因而被低估。经过我们前期实地调研，与公司主力门店高管沟通，我们认为公司商业部分业绩拐点已现，估值严重低估。同时，公司有多年经营房地产、中高端百货、超市、酒店的能力与实力，我们非常看好公司 2011 年重点发展城市综合体项目的前景。

我们采取分部估值，商业部分，考虑公司主力门店扩建运营及其他门店扭亏，商业业绩出现拐点，2011-2013 净利润年复合增长率 50%，给予 30XPE；酒店业务，富丽华三期修建动，给予 20XPE；房地产给予 8XPE。

对应 2011 年合理价格 13.50 元，2012 年合理价格 18.73 元，2013 年合理价格 23.10 元。我们认为公司处于业绩拐点及盈利释放期，具有长期投资价值，目前股价严重被低估。首次给予“买入”评级。

1、商业

主力门店二期开业，其他门店大幅度减亏，今年商业将迎来业绩拐点，实现外延式扩张和内生增长同步提升。公司百货定位中高端，现有 8 处商业物业，其中自有物业 3 处。分别是友谊商城、友谊新天地店、友谊开发区店、美邻购物广场、友嘉超市（2 家大卖场及 1 家精品超市）和沈阳友谊购物中心。

友谊商城是商业盈利主体，盈利能力非常强，独有品牌 50%，2010 年收入 1 亿元，贡献商业收入 65%，坪效在 5 万元以上，今年有望达到 6 万元，净利率 8-10%，居大连市坪效之首。友谊商城 2 期 2011 年年底开业，增加 2 万平米经营面积，等同再造一商城。

关于培育期，友谊商城的地理位置得天独厚，中山路广场呈现环形，交通便利四通八达，有各大银行分行，同时还有中银大厦、万科大厦、世贸大厦、中国人寿大厦高端写字楼等，周边白领都是友谊商城稳定的客户群体，而与之竞争的时代广场聚集了世界一流奢侈品，过于高端不是一般中产阶级日常消费，友谊商城与之错位竞争，因此大连友谊商城尤其独特性。同时，一期和二期之间连廊天桥进行无缝对接，而一期面积实现太狭小，11 层的大楼经营面积仅 1.8 万平方米，二期的开业会对化妆品类进行进一步充实，反而会弥补之前购物面积小的劣势，因此，我们认为二期的培育会很短，2012 年坪效做到 2 万元，2013 年坪效做到 3 万元。

其他 7 处商业物业除了开发区店外过去都处于微利和亏损状态，今年新天地店将做到盈亏平衡、美邻购物广场大幅度减亏，友嘉超市略有盈余，实现内生性增长。

盈利的持续性方面，公司模式是开发商业地产并自营。未来还将新增 2 处大的物业，东港项目、沈阳金廊项目，定位为城市综合体，因此 2013 年后的商业持续增长无虞。

2、酒店业

富丽华大酒店，是中国东北地区历史最为悠久的涉外五星级酒店，2010 年，公司成功获得富丽华三期地块，建筑面积 12 万平方米，部分用于出售以平衡现金流，其余部分做酒店公寓，将增加会议、餐饮、健身游泳的经营面积，同时增加 1000 个停车位。酒店三期预计 3-4 年后可投入运营。财务方面，2009 年富丽华大酒店开始计提 2 期折旧，因此目前贡献利润较小

3、地产业

未来在建和拟建项目充裕。包括，辽宁地产的大连东港的 20 万余平米的住宅部分；江苏地产在建项目为海尚壹品，总占地面积 20 多万平方米，总建筑面积 40 余万平方米。河北友谊发兴房地产开发有限公司将加快区域市场调研，跟踪并尽快确定目标项目（唐山），为公司环渤海战略打好开局之年。

当前，公司跨区域的产业布局是在大连为中心的辽宁（东北）区域；以苏州为中心的长三角区域；以唐山为中心的环渤海区域。

4、商业地产价值严重低估

公司现自有商业物业价值 44.36 亿元，未来新增商业——东港项目 2.5 万平米、金廊 7 万平米及富丽华三期 6 万平米（这里我们假设 12 万平米的建筑面积出售 6 万平米），则自有商业物业价值将过 100 亿元。现有物业折合每股价格为 12.46 元，如何算上未来物业每股价格将 30 元！对应现价 6.92 元，市值严重低估。

从折价角度分析，我们选取 10 家含有商业地产的零售类上市公司，大连友谊现有物业价值 44 亿元，而现有市场 25 亿元不到，折价比例-43.9%，仅次于大商，居第二。而 10 家公司的平均折价率为-5.5%，中位数-17.2%，因此我们认为仅折价程度就有市值的提升空间。

5、未来三年后，集团整体上市或资产

集团和股份存在同业竞争，必须解决。而解决的方案要么将集团奥林匹克购物广场和春柳购物中心注入到上市公司，要么集团吸收合并股份实现集团整体上市同时实现高管直接持有股份公司股权。无论哪种方案对于股份公司股东都是利好，一种方案，解决同业竞争做大做强商业资产；第二种方案，作为被吸并方会享受溢价，高管直接持股对实现管理层和股东利益保持一致。

6、催化剂

- （1）2011 年年底二期盛大开业；
- （2）2011 年定期披露报告中显示亏损门店大部分扭亏或盈亏平衡；
- （3）金廊、东港等新商业地产项目开工启动；
- （4）富丽华酒店 3 期开建动工；
- （5）房地产行业回暖。

一、大连商业情况

(一) 概览

大连市，位于中国东北辽东半岛最南端，是中国的副省级城市，也是全国 14 个沿海开放城市之一、中国东北主要的对外门户。2010 年，全市常住人口 669 万人，实现 GDP5158.1 亿元，人均 GDP73134 元。2010 年中国城市竞争力报告中，大连综合竞争力名列全国城市第八位。良好的经济条件与适宜居住的环境使得大连拥有繁荣的商业，孕育了具有全国影响力的大连商业集团和大连友谊股份有限公司两大商业集团。

(二) 大连主要商圈

大连市内主要有一东一西两大商圈：东部中山广场商圈，位于中山广场周围及青泥洼桥一带；西部西安路商圈，沿西安路分布。

图 1：大连市两大商圈



资料来源：宏源证券

中山广场商圈为老字号商圈，历史悠久，覆盖范围广，百货商场数量多，有百家争鸣之势。商圈内零售商业网点密集，以经营中高档商品为主，体现高端消费特征。中山广场也是大商集团门店聚集之地，有麦凯乐、新玛特等六家大商门店，大有垄断之势。另外，来自香港的新世界百货以及拥有世界顶级品牌的时代广场也入驻该商圈。

西安路商业中心是近年新兴的市级商业中心，随着城区的西拓，大连西部人口急剧增长，购买力迅速提升，强有力地推动了西部商业中心的形成。商圈现有客层购买力相对较低，价格敏感度高，较为接受打折、特卖、送券等促销手段。西安路商圈相对范围较小，其中的百货定位也较大众化，有历史悠久的老百货机车商厦，也锦辉购物广场、罗斯福购物广场等大型购物广场。

另外，由于开发区距离市区较远，也形成了单独的小的商业中心，有几家百货分布。

在渗透率方面，大连市 669 万常住人口，24 家百货公司，平均每百万人拥有 3.59 家百货，低于中国平均每百万人口 5.1 个的百货渗透率，未来仍有提升空间。

表 1: 大连商圈主力门店

商圈名称	主力门店	经营面积 (万平方米)	定位
中山广场商圈	友谊商城本店	1.8	中高端精品百货
	大连商场	3.5	现代综合百货
	麦凯乐总店	2.4	现代高档百货
	秋林女店	0.5	特色百货
	大商男店	1.2	特色百货
	新玛特购物休闲广场	9	大型综合购物中心
	新世界百货	2	中高档时尚百货
	时代广场		世界顶级高档百货
	太平洋百货	2.12	
	胜利购物广场	14	
西安路商圈	友谊商城新天地店	2	时尚百货
	麦凯乐西南路店		现代高档百货
	大商集团二百大楼		现代综合百货
	锦辉购物广场	5	中高档大众时尚百货
	天兴罗斯福购物广场	19	
	天河百盛	1.5	大众综合百货
开发区	友谊商城开发区店	1	区域内中高端时尚百货
	麦凯乐开发区店	2.5	现代高档百货
	金玛商城	2.3	
	东方商场		
商圈外	友谊美邻购物广场	2	大众流行
	千盛百货	3.2	时尚流行百货
	银泰百货	1.8	
	时尚百盛	3.5	中高档时尚百货

资料来源：宏源证券

注：红色字为大连友谊门店，蓝色字为大商集团门店。友谊定位高于大商新玛特，形成错位竞争

二、大连友谊介绍

(一) 历史沿革

大连友谊成立于 1993 年，1997 年深交所挂牌上市，股票代码为 000679。公司是以零售百货、酒店管理、房地产开发为主业，以其他策略性投资为补充的大型综合性商贸企业集团。大连友谊控股股东为大连友谊集团有限公司，占股 42.27%。大连友谊集团有限公

司始建于1958年，1993年经大连市体改委批准，改建为国有独资公司，大连市政府授权友谊集团经营国有资产。

1993年，友谊集团发起设立了大连友谊(集团)股份有限公司，2004年友谊集团被列为大连市人民政府国有资产监督管理委员会监管企业。

2006年1月，大连友谊集团有限公司由国有独资公司依法变更为国有相对控股的有限责任公司，公司的股东情况为：大连市国资委30%，大杨集团有限公司27%，大连一方地产有限公司26%，大连联合担保有限公司17%。

2010年2月，大连市国有资产经营有限公司将持有大连友谊集团有限公司的17%股权转让给大连阿大海产养殖有限公司，至此大连一方地产、大杨集团公司、阿大海产、大连嘉威德投资持有友谊集团股份比例分别为34.4%、32%、17%、16.6%。

(二) 发展三阶段

公司的主营业务包括商业、地产和酒店三块业务。公司的战略是房地产业带动零售业和酒店业的发展，共经历了三个发展阶段：

1、第一阶段：(1993-2001) 商业为主，酒店为辅

公司设立初期，主营业务只有商品零售和酒店两部分，商品零售贡献大多数收入。

2、第二阶段：(2002-2010) 进入地产业，商业+地产双擎驱动

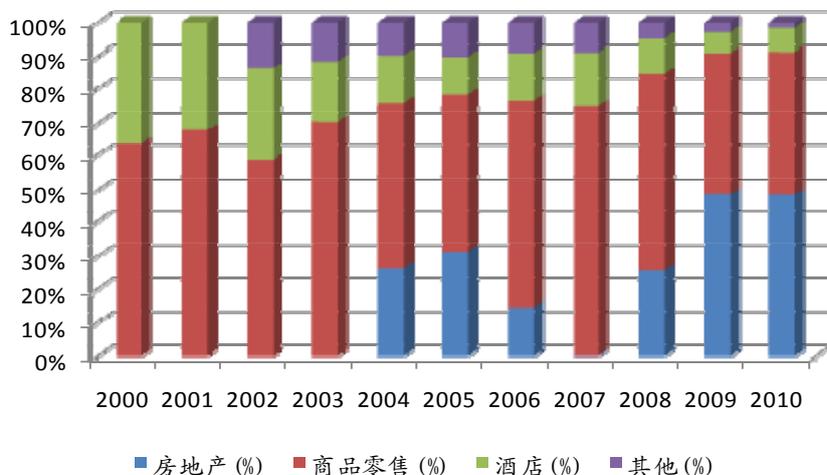
2002年跟随全国房地产大潮，公司将主营业务转向利润率高的地产行业，设立大连友谊合升地产公司。2004年，地产开始盈利，2005年和2011年分别设立了江苏友谊合升房地产开发有限公司及大连大连友谊合升装修公司，公司逐渐增加地产业务。2007年是公司地产的全面收获期，形成地产、商品零售各占半壁江山，酒店及其它业务为补充的格局。地产业务方面，在土地市场处于非理性期的07年没有新增项目储备，而是在土地市场已经发生调整后的08年9月和09年初开始买地，储备中不存在高成本用地。公司在大连成功开发了壹品星海、壹品曼谷两个项目，目前壹品天城在售；在苏州开发了海尚壹品高档住宅。

商业业务方面，公司在大连新开三家友谊商城，在沈阳开办友谊购物中心，还发展了友嘉超市这一品牌。

3、第三阶段：(2011年至今) 城市综合体开发+友谊百货自营

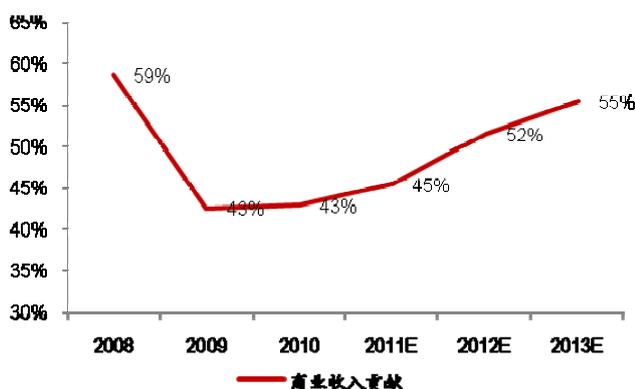
2011年是新五年规划的开局之年，公司的总的工作思路是：**创建“城市综合体”产业发展模式，创新管控模式，实现公司多产业、跨区域发展的初步格局。**近两年国家的紧缩货币、限购商品房、大兴保障房等政策的推出，使得房地产业发展受到影响。资金成本高、地价高、房价受打压给房地产行业带来较大压力。而此时，居民消费开始升级，全国各地商业百货遍地开花。公司也想抓住这一契机，借助股东大连一方集团的支持转向商业地产及城市综合体运营。在未来，公司将万达集团商业地产模式与零售业相结合，有望碰撞出新的火花。**并在大连为中心的辽宁(东北)区域；以苏州为中心的长三角区域；以唐山为中心的环渤海区域进行跨区域的产业布局**

图 2: 公司主营业务构成图



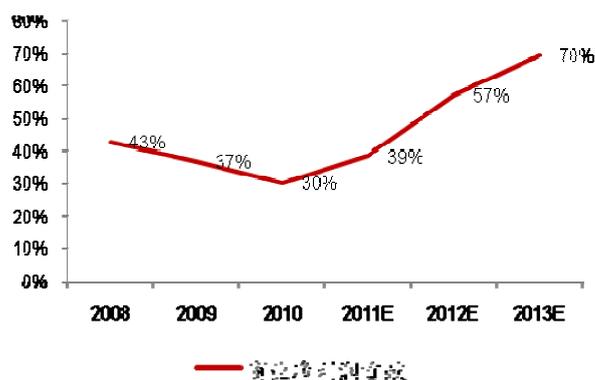
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 3: 商业贡献合并收入比例及走势, 占比不断提高



资料来源: 宏源证券

图 4: 商业贡献合并净利润比例及走势, 占比不断提高



资料来源: 宏源证券

(三) 重要已在建商业地产项目

1、友谊商城二期

2010 年 1 月公司竞得 36 号地块, 用于友谊商城扩建工程, 该宗地块总价为人民币 1.86 亿元, 土地面积 3400 平方米, 容积率 11.8, 单位土地成本 5.47 万元, 楼面地价 4636 元/平方米, 可见中山路商圈寸土寸金。

目前建筑主体已经封顶, 在进行室内装修及品牌招商阶段, 品牌招商已经完成近 70-80%。预计 2011 年年底开业。

2、富丽华酒店三期

2010年6月控股子公司大连富丽华大酒店通过竞拍取得了17号地块使用权并收到大连市国有建设用地使用权挂牌出让成交通知单，该宗地块总价为人民币5.95亿元，土地面积1.27万平方米，容积率9，单位土地成本4.68万元，楼面地价5205元/平方米。

公司计划建成公寓及扩建酒店，一部分公寓出售用于平衡现金流，留下一部分做酒店公寓，增加酒店客房，同时还将增加酒店会议、餐饮、健身游泳，并增加1000个停车位。现处于施工阶段，预计2013年建成。2014年投入运营。

3、大连东港

2010年9月，公司控股子公司大连友谊合升房地产开发有限公司（持股90%）拟出资1,000万元100%收购大连新发兴房地产开发有限公司，取得大连东港区K03-2、K04-2、K05地块。该土地用于建设城市综合体，总建筑面积22.5万平方米，其中商业2.5万平米，住宅16.3万平米，楼面地价6701元/平方米。

4、沈阳金廊城市综合体

2011年，开始尝试跨区商业地产开发，金廊项目是公司进军沈阳的重要一步，其分为商业和住宅两部分，将友谊商城入驻金廊。金廊即“中央都市走廊”，是沈阳城市发展战略中的核心概念即将成为沈阳的行政、金融、商业、文化中心。

2011年7月以4.32亿元现金收购沈阳狮房房地产公司，其金廊94号地，土地1.5万平方米，建筑面积在23.8万平方米（其中地上建筑面积18.74万平方米，地下建筑面积5.06万平方米）。自持商业面积7万平，销售精装修高档公寓12.8万平，配套750个地下车位。

可见公司未来的商业发展方向是集汇集大型商业中心、高级酒店、写字楼、公寓、住宅和公共空间等多种建筑功能、业态的城市综合体。

三、商业、地产、酒店，三箭齐发

（一）商业——业绩拐点已现，外延式扩张和内生增长同步提升

调研情况，主力门店二期开业，其他门店大幅度减亏，今年商业将迎来业绩拐点。公司百货定位中高端，现有8处商业物业，其中自有物业3处。分别是友谊商城、友谊新天地店、友谊开发区店、美邻购物广场、友嘉超市（2家大卖场及1家精品超市）和沈阳友谊购物中心。友谊商城是商业盈利主体，今年年底2期将投入运营带来业绩增长。其他7处物业除了开发区店外过去都处于微利和亏损状态，今年新天地店将做到盈亏平衡、美邻购物广场大幅度减亏，友嘉超市略有盈余，实现内生性增长。

公司模式是开发商业地产并自营。未来还将新增2处物业，东港项目、沈阳金廊项目，定位为城市综合体，实现外延式扩张和内生增长同步提升。

表2：大连友谊商业门店

序号	商业物业名称	持股比例	地理位置	开业时间	距今店龄(年)	装修时间	建筑面积(万平方米)	经营面积(万平方米)	物权(自有或租赁)	定位
大连市商业	1 友谊商城本店	分公司	中山广场商圈	1996年6月	16	1995年	2.5	1.8	自有	中高端精品百货
	二期	分公司		2011年底		2011年	3	2	自有	
	2 友谊商城新天地店	100%	西安路商圈, 第二大商圈	2005年4月	7	2005年	2.5	2	租赁	中高端时尚百货
	3 友谊商城开发区店	100%	CBD集中区	2006年4月	6	2005年	1.23	1	自有	区域内中高端时尚百货
	4 友谊美邻购物广场	控股子公司	中山区	2004年10月	7	2004年	3.6	2	租赁	购物中心, 500个停车位
	5 友嘉超市(2家大卖场+1家精品超市)	90%	大连、瓦房店	2003年1月	8	2002年			租赁	大型超市
6 东港项目	90%	东港区	未确定	NA	未确定	2.5	NA	自有	社区店百货	
沈阳商业	7 友谊购物中心	100%	铁西	2002年12月	9	2002年	2.5	2	租赁	社区店百货
	8 青年大街金廊商业部分	100%	沈河区青年大街东侧。以高端住宅和商业为主	未确定	NA	未确定	7		自有	城市综合体

资料来源: 宏源证券、公司公告

1、友谊商城二期开业，实现外延式扩张

友谊商城 1996 年开业，是东北地区较早的大型、高档、综合性商厦。人民路是高档写字间及酒店的聚集区，附近的白领是友谊的忠实客户。

目前一期地下建筑 2 层楼，地上建筑 9 层楼，共计 11 层楼，经营面积 1.8 万平方米。友谊商城定位高端，与时代广场（定位国际一线奢侈品）、大商麦凯乐（定位中高端）形成错位竞争。二期建筑主体已经封顶，在进行室内装修及品牌招商阶段，品牌招商已经完成近 70-80%。预计 2011 年年底开业。

(1) 优势

A、地理位置绝佳，有忠实的白领客户群

中山路广场呈现环形，交通便利四通八达，有各大银行的分行，如花旗银行等，同时还有中银大厦、万科大厦、世贸大厦、中国人寿大厦等，周边写字楼几乎所有白领都有大连友谊的 VIP 卡，客户群稳定而忠实。

图 5: 友谊商城本店被写字楼环绕



资料来源：宏源证券

B、服装品牌优势显著，独有品牌接近一半

多年坚守品牌运营的“第一和唯一”，保持商场的差异化经营。年年调整品牌，根据市场的需求、品牌的市场运作周期不断引进国际国内一线品牌，其吸纳的品牌阵容和品牌知名度堪称经典，迄今为止其女装独有品牌已超过 50%，男装独有品牌超过 40%。女装贡献收入的 45%，主要以定位 30-40 岁的时尚拥有品位的高级白领。主要贡献品牌有白领、柯罗芭、EP、宝姿、马斯菲尔等。如果说女装是百货的立身之本，经营得好理所当然，那么友谊商城男装经营不错就不得不说其在服装品类上较同类竞争者技高一筹，男装主力品牌有 Brooks Brothers、Polo、温馨鸟、Byford、杰尼亚、CK、肯迪文等。

C、钟表、珠宝品类齐全、高端

1 楼及 2 楼部分经营珠宝和钟表，品牌有国际名表经销商锦华钟表引进的江诗丹顿、积家、宝铂、欧米伽、浪琴等。珠宝品牌有 catier、谢瑞麟、周生生、周大福、六福珠宝、东方金钰、中国黄金等。

D、“友谊”品牌号召力强

历史形成中国各主要城市都有“友谊”商店经营进口商品及免税商品，无疑对“友谊”赋予高品位、高品质的特性。大连友谊商城也不例外，同时其在工艺品、滋补品方面多年积淀形成区别与大连其他商圈的特色。政府及企业定向采购其工艺品和滋补品作为馈赠礼物，为公司形成了一部分有基础的稳定客户群体。

结果：友谊商城一期盈利能力非常强，独有品牌 50%，2010 年收入 1 亿元，贡献商业收入 65%，坪效在 5 万元以上，今年有望达到 6 万元，净利率 8-10%，居大连市坪效之首。

(2) 劣势

A、现有一期 1.8 万平方米的经营面积过于拥挤和狭窄

由于友谊商城 1996 年前建造，有近 16 年的历史，老百货大楼和现在流行的 Mall 相比，在建筑面积、体量、功能业态上都显得非常单薄。对应到单层上，每层的经营面积平均才 1600 平方米，步入其中一眼即可望到尽头，柜位面积在 30-40 平米左右。

B、现有体量制约化妆品牌的发展

联营扣点最高的化妆品面积不到 500 平方米，现有品牌有资生堂、兰蔻、Dior 等。

C、停车位很少，影响客流量

友谊商城的位置位于中山广场环路上，交通繁荣的同时带来其极其难上落车，尤其是负 1 和负 2 楼作为生活超市和家具用品经营，没有地下停车场，使得有车一族来购物停车非常不方便。

(3) 未来前景及机会

A、二期 2011 年底开业，增加 2 万平米经营面积，等同再造一商城

一期和二期之间连廊天桥进行无缝对接。现二期已经封顶在进行内部装修，为了赶上元旦和春节的消费旺季，预计二期今年四季度开业，届时公司将举行盛大的开业典礼和邀请名人出席剪彩。除了建筑面积扩大一倍外，单柜位面积也将从原来 30-40 平米增加至 50-60 平米。同时将解决停车少，停车难的问题。

B、二期品牌招商已经完成 70-80%，秉承独有品牌，重点放在化妆品牌的引进

调研了解到二期目前招商工作还在进行，但已经完成 70-80%，在保持对现有优势品牌的区域独家外，对新引进的品牌仍会以独有品牌为主。同时，因为一期在化妆品上没有大商的麦凯乐有竞争力，二期的招商重点将会在短板上进行加强，增加化妆品的品牌数量和经营面积。

(4) 培育期的问题

友谊商城的地理位置得天独厚，中山路广场呈现环形，交通便利四通八达，有各大银行分行，同时还有中银大厦、万科大厦、世贸大厦、中国人寿大厦高端写字楼等，周边白领都是友谊商城稳定的客户群体，而与之竞争的时代广场聚集了世界一流奢侈品，过于高端不是一般中产阶级日常消费，友谊商城与之错位竞争，因此大连友谊商城尤其独特性。同时，一期和二期之间连廊天桥进行无缝对接，而一期面积实现太狭小，11 层的大楼经营面积仅 1.8 万平方米，二期的开业会对化妆品类进行进一步充实，反而会弥补之前购物面积小的劣势，因此，我们认为二期的培育会很短，2012 年坪效做到 2 万元，2013 年坪效做到 3 万元。预计大连友谊二期运营后，及大连作为旅游城市人口及收入的消费升级，大连友谊有望如同友阿股份的友谊 AB 馆升级调整一样（见下表 友阿股份案例分析），未来 3 年保持 40-50% 的年利润增长！

表 3: 案例分析，友阿股份 AB 馆 2008 年升级后利润和坪效迅速提升

万元、元		2006	2007	2008	2009	2010
友谊商店A	销售收入	24,703.42	19,234.70	45,717.67	69,500.00	101,394.
	YOY		-22.1%	137.7%	52.0%	45.
	净利润	2,028.81	1,169.28	4,733.93	6,950.00	10,357.
	YOY		-42.4%	304.9%	46.8%	49.
	净利率	8.2%	6.1%	10.4%	10.0%	10.
	坪效	16,146.03	12,571.70	9,789.65	14,882.23	21,711.
友谊商店B(08年后 财务数据合并到A 馆)	销售收入	10,107.86	464.78			
	YOY		-95.4%			
	净利润	133.22	-39.08			
	净利率	1.3%	-8.4%			
	坪效	3,219.06	148.02			

资料来源：宏源证券

2、其他门店——今年扭亏，明年开始贡献收益

(1) 友谊商城新天地店

友谊商城新天地店，定位年轻、时尚，2005 年开始营业，位于大连西部西安路商圈。新天地店经营面积 2 万平方米，汇集三百多个国内外名优品牌，更有多个独家经营的世界级品牌，分为五个经营楼层。相比于友谊商城本店，新天地店设计更加现代化、功能更加齐全、购物环境更加舒适。

由于新天地位于西安路商圈，该商圈以中档偏下消费为主，竞争特别激烈且品类同质化强，不存在错位竞争。友谊商城新天地店定位中高端，而商圈高端消费人群较少使得一直微利，2010 年收入 1.5 亿元，净利润-300 万元，坪效 7500 元。去年该店在进行品牌调整以迎合购物者需求，预计 2 年的培育调整 2012 年盈利将 30% 以上的增长。

图 6：友谊商城新天地店时尚外观



资料来源：宏源证券

(2) 友谊商城开发区店

大连友谊商城开发区店地处大连经济先导区 CBD 集中区域,居开发区商业中心位置,交通便利,人口密集,是大连开发区区域内最高级的百货门店。开发区与大连市区距离几十公里,居民到两大商圈消费受距离的限制,友谊商城开发区店解决了这一问题,使开发区的居民在附近就能享受到高级百货的服务。麦凯乐开发区店是友谊商城区域内的主要竞争对手。目前,开发区店经营情况稳定,2010 年坪效为 1.5 万元/平方米,预计未来保持 25%的收入增速。

(3) 友谊美邻购物广场

大连友谊美邻购物广场,位于大连市南部桃园风景区内,处于中山区八一路、解放路交汇的三角旺区。广场整体营业面积 2 万平方米,共设 6 个营业楼层,拥有近 500 个车位的空中停车场,是大连南部首家集购物、餐饮、娱乐、休闲、健身、文化教育于一体的大型一站式购物广场。

但是由于南部为山区风景区,居民数量有限,客流量也有限,且近年居民区一直在拆迁,区域内持续消费人口有限,使得美邻购物广场的业绩不够理想,2010 年处于亏损状态。针对不利情况,2011 年 3 月份公司进行了品类调整,包括开设运动品牌折扣店,对地下餐饮升级,用以提高定位吸引客流。预计今年美邻购物广场可大幅度减亏,明后两年实现盈亏平衡。

(4) 友嘉超市——3 家超市

2 家大卖场和 1 家精品超市,整体略有亏损。大卖场位于瓦房店,持续盈利;另 1 家位于桃源,由于居民区搬迁,区域内持续消费人口有限,同时有乐购、大商新玛特竞争,目前亏损。

公司定位友嘉超市为购物中心配套超市,未来会复制到在建和拟建商业项目百货和城市综合体内,以丰富业态的多样性。

(5) 沈阳友谊购物中心

沈阳友谊购物中心,定位社区百货,地处沈阳铁西新区商业繁华的兴顺街,经营面积 2 万平方米,6 个经营楼层,近百个停车位,内部设施完善,2002 年 12 月开业以来,主打大众百货及超市业务。满足了铁西新区 100 多万居民的消费要求。2010 年收入 1.1 亿元,净利润 110 万元。

3、外延式扩张的明日之星——沈阳金廊项目

项目于沈阳市沈河区青年大街东侧金廊 9-4 号地,土地 1.5 万平方米,建筑面积在 23.8 万平方米(其中地上建筑面积 18.74 万平方米,地下建筑面积 5.06 万平方米)。自持商业面积 7 万平,销售精装修高档公寓 12.8 万平,配套 750 个地下车位。

(1) 地理位置——地处沈阳“金廊”的黄金位置

在一号线地铁附近，步行3分钟。该项目地处沈阳“金廊”的黄金位置，西侧紧邻青年大街（金廊），东侧毗邻科普公园，南侧为沈阳科学宫，北临在建的沈阳茂业中心。地块位处沈阳中轴线最南端、沈阳的南大门、沈阳高端商业、住宅聚集区，位于沈阳城市发展战略中的核心位置——金廊（即“中央都市走廊”）工程的核心区域，不仅承载着沈阳服务业发展，还对沈阳经济结构调整和发展方式的转变起着积极的推动作用。目前，区域各项基础设施十分完善，是集文化、体育、科技、金融、商贸和行政办公于一体的综合区域。区域定位为沈阳市行政文化中心、政治经济中心和金融文化产业中心，是沈阳市内非常高端和稀有的地块，周边科技研发企业、事业单位、高端居住区、高级酒店聚集，形成了高档商业集中区，高档消费人群聚集。

(2) 周边竞争

沈阳历来都是商家必争之地，有太原街商圈、长江街商圈、中街商圈，其中太原街商圈商业最为繁荣，中兴商业大厦外，还聚集了百盛、新世界百货（南京街店、中华街店）、欧亚联营、美美、伊势丹、商业城等众多国内外知名百货。

青年街商圈处于整个城市的中心，属于新商圈，定位高端。北起卓展购物中心、恒隆市府广场、万象城（2011年5月开业，是华润集团继深圳、杭州开的第三家店建筑面积近25万平方米），茂业、世贸百货。金廊9-4地块位于青年街南侧，已有卓展、恒隆、万象城定位高端的门店，大连友谊金廊商业定位中高端将与现有商业形成错位竞争。

图 7：沈阳青年街商圈，共 6 个商业物业



资料来源：宏源证券

(3) 开发金廊项目意义

房地产业带动零售业、酒店业发展已经被确立为大连友谊战略发展的主要方向。进军商业地产领域，拓展公司在房地产业的发展空间，进而获取优良回报、提升竞争能力、实现收益风险平衡，提升友谊品牌价值，对大连友谊的发展具有重要的意义。该项目是公司进入以沈阳为中心的东北区域的契机，是公司房地产业在辽宁拓展，**中高端百货业态迈出大连本埠区域，实现跨区域扩张的立足点**，能够有效实现规模经济，提升品牌影响。通过本项目，可以在做大做强房地产业的同时，实现零售产业的连锁化和规模化发展，实现良性互动、优势互补、资源共享。

表 4：商业分门店财务情况及预测

万元、元		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
友谊商城本店一期 1996	销售收入	80,000.00	90,000.00	100,000.00	120,000.00	150,000.00	195,000.00
	YOY		12.5%	11.1%	20%	25%	30%
	净利润	7,000.00	7,650.00	8,000.00	9,600.00	12,000.00	15,600.00
	YOY				20.0%	25.0%	30.0%
	净利率	8.8%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	坪效	44,444.44	50,000.00	55,555.56	66,666.67	83,333.33	108,333.33
友谊商城本店二期 2011	销售收入				2,000.00	40,000.00	60,000.00
	YOY					25%	30%
	净利润					3,200.00	4,800.00
	YOY					NA	50.0%
	净利率					8.0%	8.0%
	坪效				1,000.00	20,000.00	30,000.00
友谊商城新天地店 2005	销售收入	16,000.00	15,000.00	15,000.00	18,000.00	23,400.00	30,420.00
	YOY		-6.3%	0.0%	20%	30%	30%
	净利润	(300.00)	(300.00)	(300.00)	540.00	702.00	912.60
	YOY		0.0%	0.0%	-280.0%	30.0%	30.0%
	净利率	-1.9%	-2.0%	-2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	坪效	8000.00	7500.00	7500.00	9000.00	11700.00	15210.00
友谊商城开发区店 2006	销售收入	16,000.00	16,000.00	15,000.00	18,750.00	23,437.50	29,296.88
	YOY		0.0%	-6.3%	25%	25%	25%
	净利润	480.00	480.00	600.00	750.00	1,171.88	1,464.84
	YOY		0.0%	NA	25.0%	56.3%	25.0%
	净利率	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%
	坪效	8000.00	8000.00	15,000.00	18,750.00	23,437.50	29,296.88
友谊美邻购物广场 2004	销售收入	16,000.00	16,000.00	20,000.00	27,000.00	35,100.00	43,875.00
	YOY		0.0%	25.0%	35.0%	30.0%	25.0%
	净利润	(855.00)	(784.00)	(725.30)	-270.00	702.00	877.50
	YOY		-8.3%	-7.5%	-62.8%	-360.0%	25.0%
	净利率	-5.3%	-4.9%	-3.6%	-1.0%	2.0%	2.0%
	坪效	8,000.00	8,000.00	10,000.00	13,500.00	17,550.00	21,937.50
友嘉超市(2家大卖场+1家精品超市) 2003	销售收入	103,183.96	61,910.38	25,000.00	28,750.00	33,062.50	38,021.88
	YOY		-40.0%	-59.6%	15%	15%	15%
	净利润	(700.00)	(420.00)	(169.60)	287.50	330.63	380.22
	YOY		-40.0%	-59.6%	269.5%	15.0%	15.0%
	净利率	-0.7%	-0.7%	-0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	坪效						
沈阳友谊购物中心 2002	销售收入	10,000.00	10,000.00	11,000.00	12,650.00	14,547.50	16,729.63
	YOY	#DIV/0!	0.0%	10.0%	15%	15%	15%
	净利润	30.00	35.00	110.00	189.75	218.21	250.94
	YOY	#DIV/0!	16.7%	214.3%	72.5%	15.0%	15.0%
	净利率	0.3%	1.0%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
	坪效	5,000.00	5,000.00	5,500.00	6,325.00	7,273.75	8,364.81

资料来源: 宏源证券

表 5: 商业门店财务情况及预测

万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	133,822.00	133,796.00	155,642.10	190,075.82	267,392.71	345,879.74
YOY	13%	0%	16%	22%	41%	29%
成本	108,759.00	109,548.00	129,149.55	157,762.93	221,935.95	287,080.18
YOY	11%	1%	18%	22%	41%	29%
营业利润	25,063.00	24,248.00	26,492.55	32,312.89	45,456.76	58,799.56
YOY	25%	-3%	9%	22%	41%	29%
毛利率	18.7%	18.1%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	5,655.00	6,661.00	7,515.10	11,097.25	18,324.71	24,286.11
YOY		18%	13%	48%	65%	33%
净利率	4.2%	5.0%	4.8%	5.8%	6.9%	7.0%

资料来源: 宏源证券

(二) 酒店业务——外延式扩张

1、富丽华大酒店

大连富丽华大酒店坐落于人民路商业繁华地段,是中国东北地区历史最为悠久的涉外五星级酒店,曾多次荣获全国“最佳星级饭店”和“优秀星级饭店”称号。长久以来,富丽华大酒店以精良的服务、精益求精的硬件设施在东北地区积淀了很高的市场美誉度。目前,大连已有十多家五星级酒店。

2010年,公司成功获得富丽华三期地块,建筑面积12万平方米,部分用于出售以平衡现金流,其余部分做酒店公寓,将增加会议、餐饮、健身游泳的经营面积,同时增加1000个停车位。酒店三期预计3~4年后可投入运营。

财务方面,2009年富丽华大酒店开始计提2期折旧,导致净利润大幅度减少,需要计提5年。预计2014年折旧计提完后利润将会释放。

2、友谊酒店

大连友谊宾馆位于人民路港湾广场附近,靠近大连港,地处金融、商业、贸易繁华地段,为集客房、餐饮、会议、购物、休闲于一体的高星级商务型酒店。友谊宾馆是大连较早从事涉外经营的星级宾馆。宾馆距大连港客运站0.3公里,火车站2.5公里,飞机场13公里,交通便捷,出行方便。微利,在盈利预测中不做测算。

表 6: 酒店门店财务情况及预测

万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	24,757.00	19,347.00	25,070.34	28,830.89	33,155.52	38,128.85
YOY	-4.3%	-21.9%	29.6%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	4,380.00	3,620.00	4,761.62	24,509.11	28,182.20	32,409.53
YOY	-3.2%	-17.4%	31.5%	414.7%	15.0%	15.0%
营业利润	20,377.00	15,727.00	20,308.72	23,353.02	26,855.97	30,884.37
YOY	-4.5%	-22.8%	29.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	82%	81%	81%	81.0%	81.0%	81.0%
净利润	4,118.00	734.00	163.90	300.00	360.00	432.00
YOY		-82.2%	-77.7%	83.0%	20.0%	20.0%
净利率	16.6%	3.8%	0.7%	1.0%	1.0%	2.1%

资料来源：宏源证券

(三) 房地产业务

1、辽宁地产

公司开发的壹品星海、壹品曼谷项目已经售罄，在大连市内赢得良好的口碑。壹品天城项目 2010 年 5 月开盘，目前大部分已经售完，尾盘在售。

2010 年，公司相继取得大连东港区 K03-2、K04-2、K05 地块，即获得大连东港的商业综合体项目，总建筑面积 22.5 万平方米，其中商业部分 2.5 万平方米，其余 20 万为住宅部分。东港项目预计开盘价格 2 万/平方米左右，为公司锁定了未来几年的收益，公司房地产业务将继续释放业绩。

2、江苏地产

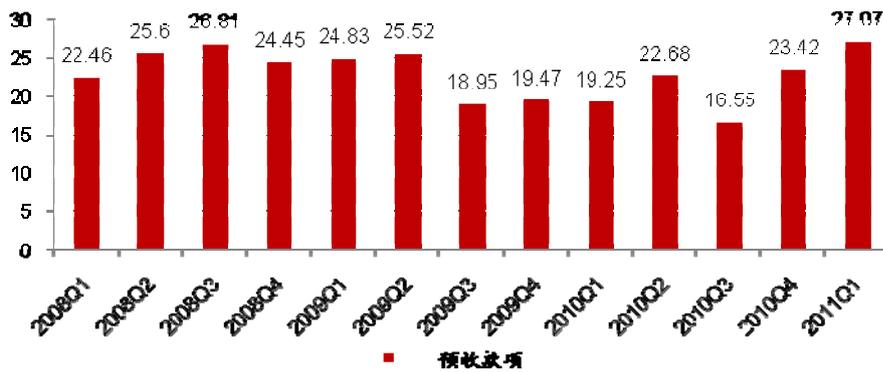
目前在建项目为海尚壹品，地处苏州 CBD 正中心，总占地面积 20 多万平方米，总建筑面积 40 余万平方米，规划设计、户型设计、景观设计均处于国内前沿，系高品质的大型国际化社区。该项目被权威机构评选为“中国苏州最具住宅规划设计创新典范楼盘奖”。公司在苏州的第一个项目取得开门后之后，又持续发力，取得苏州沧浪区石湖地块和苏州工业园区唯亭地块的土地开发权。

3、其他

河北友谊发兴房地产开发有限公司将加快区域市场调研，跟踪并尽快确定目标项目（唐山），为公司环渤海战略打好开局之年。

当前，公司跨区域的产业布局是在大连为中心的辽宁（东北）区域；以苏州为中心的长三角区域；以唐山为中心的环渤海区域。

图 8：2011 年 27 亿元的预收账款是房地产业绩释放的保证



资料来源: 宏源证券、公司公告

表 7: 房地产财务情况及预测

万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	58,610.00	151,977.00	174,987.39	183,736.76	192,923.60	202,569.78
YOY	15870%	159%	15%	5%	5%	5%
成本	37,730.00	107,475.00	85,553.50	91,868.38	96,461.80	101,284.89
YOY	11129%	185%	-20%	7%	5%	5%
营业利润	20,880.00	44,502.00	89,433.89	91,868.38	96,461.80	101,284.89
YOY	67255%	113%	101%	3%	5%	5%
毛利率	36%	29%	51%	50%	50%	50%
净利润			19,873.01	16,154.76	11,021.20	7,036.85

资料来源: 宏源证券

四、大连友谊被低估

(一) 商业物业价值 3 年看到 100 亿

公司现自有商业物业价值 44.36 亿元, 未来新增商业——东港项目 2.5 万平米、金廊 7 万平米及富丽华三期 6 万平米 (这里我们假设 12 万平米的建筑面积出售 6 万平米), 则自有商业物业价值将过 100 亿元。**现有物业折合每股价格为 12.46 元, 如何算上未来物业每股价格将 30 元!**

因此, 我们认可公司的发展思路——地产带动零售和酒店发展, 三至五年市值达到 100 亿元。

表 8: 大连友谊商业地产价值有巨大增长空间

序号	商业物业名称	持股比例	地理位置	建筑面积 (万平方米)	经营面积 (万平方米)	物权 (自有或租赁)	定位	房屋单价 (万/平方米)	价值 (亿元)
大连市商业	1 友谊商城本店	分公司	中山广场商圈	2.5	1.8	自有	中高端精品百货	4.2	10.5
	二期	分公司		3	2	自有		4.2	12.6
	2 友谊商城新天地店	100%	西安路商圈, 第二大商圈	2.5	2	租赁	中高端时尚百货		
	3 友谊商城开发区店	100%	CBD集中区	1.23	1	自有	区域内中高端时尚百货	2	2.46
	4 友谊美邻购物广场	控股子公司	中山区	3.6	2	租赁	购物中心, 500个停车位		
	5 友嘉超市 (2家大卖场+1家精品超市)	90%	大连、瓦房店			租赁	大型超市		
6 东港项目	90%	东港区	2.5	NA	自有	社区店百货	3.8	8.55	
沈阳商业	7 友谊购物中心	100%	铁西	2.5	2	租赁	社区店百货		
	8 青年大街金廊商业部分	100%	沈河区青年大街东侧。以高端住宅和商业为主	7		自有	城市综合体	4	28
酒店	9 富丽华大酒店	60%		3.7	3	自有	五星级涉外酒店	4	14.8
	10 三期-裙楼+塔楼	100%		12	.27 (土地)	自有	酒店公寓、会议室、餐饮、健身游泳, 增加1000个停车位	4	24
	11 友谊宾馆	分公司		1		自有		4	4
已建成自有商业物业小计				11.43					44.36
自有商业物业小计				26.93					104.91

资料来源: 宏源证券、公司公告

注: 蓝色部分为现有未建成项目

高管层有专业从事房地产开发、专业从事商业地产开发运营(曾任职万达集团)的管理资源, 总部设置有专门的规划设计、工程管理、成本控制、营销管理的职能部门, 也是内部选拔和外部招聘的专业人士;

各区域地产公司的高管都是曾任职于大连或者外地拥有十几年开发经验的专业人士, 开发公司的管理团队也是如此。

商业运营团队绝大部分都是在商业零售产业中拥有长时间运营经验的资深人士。

(二) 大连友谊自有商业物业折价偏离度大

我们选取 10 家含有商业地产的零售类上市公司, 大连友谊现有物业价值 44 亿元, 而现有市场 25 亿元不到, 折价比例-43.9%, 仅次于大商, 居第二。而 10 家公司的平均折价率为-5.5%, 中位数-17.2%, 因此我们认为仅折价程度就有市值的提升空间。

表 9: 可比商业地产公司折价比较, 大连友谊自有商业物业折价偏离度大

代码	公司	自有物业面积(万平方米)	含拟建自有物业面积(万平方米)	自有物业价值(亿元)	含拟建商业的价值(亿元)	现有市值(亿元)	折价比例	2011PE	2012PE
600694	大商股份	150		450		127.91	-71.6%	38.76	23.43
000679	大连友谊	11.46	26.93	44	100	24.70	-43.9%	8.24	6.17
600861	北京城乡	18		50		29.43	-41.1%	0.00	0.00
000715	中兴商业	12.4		37.5		26.42	-29.5%	16.14	12.19
600697	欧亚集团	90	164.2	60	90	45.28	-24.5%	27.29	20.61
600306	商业城	10	5.8	30	47.4	27.02	-9.9%	63.49	29.00
600856	长百集团	6		14.6		13.41	-8.2%	0.00	89.39
600280	南京中商	12	100	30	130	39.17	30.6%	23.24	14.92
000501	鄂武商	20	27	62	145.7	99.17	59.9%	25.86	19.78
600858	银座股份	35		35		64.08	83.1%	33.42	23.80
	平均	36		81		49.66	-5.5%	23.64	23.93
	中位数	15		41		34.30	-17.2%	24.55	20.19

资料来源：宏源证券、公司公告

注：按照权益比例测算总的物业面积；折价比例=自有物业价值/现有市值-1

五、友谊集团存在吸并股份整体上市可能

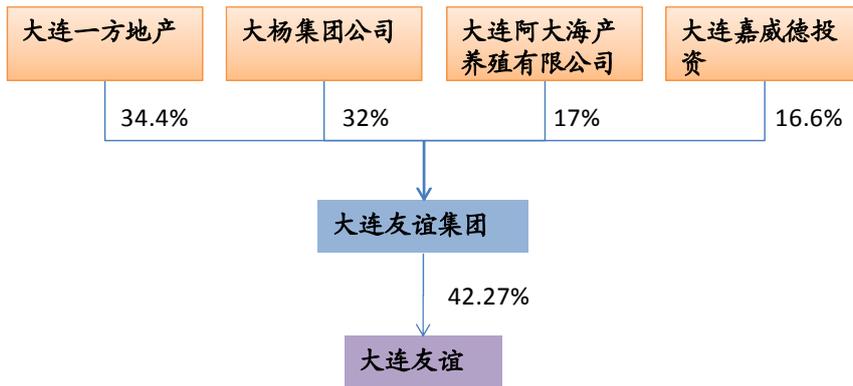
（一）大连友谊集团股东

集团股东，大连一方地产主营地产业务，大杨集团主营服装生产业务，阿大海产主营海产养殖，而嘉威德则是则是友谊集团管理团队组建的投资公司。其中大连一方地产有限责任公司董事长孙喜双先生为公司实际控制人。

大连一方——财务投资人。大连一方在大连友谊集团国资改制中成为集团控股股东，委派一位董事入驻集团，不具体参与股份公司的经验管理，扮演财务投资人的角色

嘉威德——为高管持股而设立。2008年1月，嘉威德从目前的第一大股东一方地产和第二大股东大杨集团，分别取得8.6%和8%的股权，从而成为大连友谊第四大股东。大连友谊股份董事长田益群、总经理杜善津等多位高管持有大连嘉威德绝大部分股权。大连嘉威德投资有限公司股东共计36人，基本覆盖了上市公司的中高层管理人员。

图9：大连友谊股权结构图



资料来源：宏源证券

（二）集团整体上市可能性分析

1、股份和集团主要高管重合。股份公司董事长田益群兼任大连友谊集团董事长；股份公司副董事长、总经理杜善津兼任集团副董事长，我们认为这种架构设置可使集团和股份利益一致。

2、股改公司高管间接持有上市公司。大连友谊股份高管通过嘉威德直接持有大连友谊集团，间接持有大连友谊股份，我们认为上市公司高管未来有动力吸收合并大连友谊实现集团整体上市。

3、集团和股份存在同业竞争，未来亟待解决。集团持有非上市公司商业资产2处：一处是奥林匹克购物广场，一处是春柳购物中心。

奥林匹克购物广场隶属于大连友谊集团，位于体育馆的地下两层，总建筑面积3.67万平方米，是大连首个集购物、休闲、餐饮、娱乐等多种功能于一体的大型现代化、街景式购物中心，预计年利润1300万。

春柳购物中心整体建筑为地上5层，地下一层，建筑面积1.3万平方米，经营面积5000-6000平方米，年利润100万元。

我们认为，未来在集团和股份解决同业竞争必须解决，而解决的方案要么将集团奥林匹克购物广场和春柳购物中心注入到上市公司，要么集团吸收合并股份实现集团整体上市同时实现高管直接持有股份公司股权。无论哪种方案对于股份公司股东都是利好，一种方案，解决同业竞争做大做强商业资产；第二种方案，作为被吸并方会享受溢价，高管直接持股对实现管理层和股东利益保持一致。

六、盈利预测与投资建议

我们认为公司近期及未来股价的催化剂如下五点：

1、2011年年底二期盛大开业；

- 2、2011 年定期披露报告中显示亏损门店大部分扭亏或盈亏平衡;
- 3、金廊、东港等新商业地产项目开工启动;
- 4、富丽华酒店 3 期开建动工;
- 5、房地产行业回暖。

我们采取分部估值，商业部分，考虑公司主力门店扩建运营及其他门店扭亏，商业业绩出现拐点，2011-2013 净利润年复合增长率 50%，给予 30XPE；酒店业务，富丽华三期修建动，给予 20XPE；房地产给予 8XPE。

对应 2011 年合理价格 13.50 元，2012 年合理价格 18.73 元，2013 年合理价格 23.10 元。我们认为公司处于业绩拐点及盈利释放期，具有长期投资价值，目前股价严重被低估。首次给予“买入”评级。

表 10: 分行业估值

	2011 年			2012 年			2013 年		
	EPS	PE	P	EPS	PE	P	EPS	PE	P
商业	0.31	30.00	9.34	0.51	30.00	15.42	0.68	30.00	20.44
酒店	0.01	30.00	0.25	0.01	30.00	0.30	0.01	30.00	0.36
地产及其他	0.49	8.00	3.91	0.38	8.00	3.00	0.29	8.00	2.29
合计	0.81		13.50	0.90		18.73	0.98		23.10

资料来源：宏源证券

表 11: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3625.88	4182.81	5191.71	6238.05	收益率				
减: 营业成本	2257.79	2658.21	3404.40	4171.16	毛利率	37.73%	36.45%	34.43%	33.13%
营业税金及附加	384.76	443.86	550.92	661.95	三费/销售收入	11.76%	12.17%	11.57%	11.42%
营业费用	159.37	183.84	228.19	274.18	EBIT/销售收入	16.11%	14.45%	12.44%	11.16%
管理费用	246.61	284.49	353.11	424.28	EBITDA/销售收入	18.14%	16.30%	13.93%	11.91%
财务费用	20.30	40.66	19.31	14.02	销售净利率	10.15%	10.18%	9.13%	8.28%
资产减值损失	-1.10	3.79	3.79	3.79	资产获利率				
加: 投资收益	0.53	0.00	0.00	0.00	ROE	22.25%	20.48%	18.56%	16.82%
公允价值变动损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	ROA	7.75%	9.93%	7.38%	7.85%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	44.10%	90.10%	35.35%	30.54%
营业利润	558.67	567.96	632.00	688.68	增长率				
加: 其他非经营损益	8.92	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	15.24%	15.36%	24.12%	20.15%
利润总额	567.58	567.96	632.00	688.68	EBIT 增长率	62.79%	3.45%	6.89%	7.79%
减: 所得税	199.72	141.99	158.00	172.17	EBITDA 增长率	61.65%	3.62%	6.11%	2.75%
净利润	367.86	425.97	474.00	516.51	净利润增长率	59.51%	15.80%	11.28%	8.97%
减: 少数股东损益	119.03	137.83	153.37	167.13	总资产增长率	66.21%	-19.27%	43.85%	1.32%
归属母公司股东净利	248.83	288.14	320.62	349.38	股东权益增长率	23.79%	25.76%	22.79%	20.23%
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	经营营运资本增长率	445.16%	40.08%	80.89%	16.52%
货币资金	2084.40	1358.52	1503.50	1926.01	资本结构				
应收和预付款项	200.48	427.28	368.21	600.14	资产负债率	80.26%	73.89%	76.43%	70.92%
存货	4043.24	3496.98	6159.87	5671.95	投资资本/总资产	6.67%	22.53%	19.54%	20.46%
其他流动资产	0.02	0.02	0.02	0.02	带息债务/总负债	18.02%	17.80%	11.96%	12.72%
长期股权投资	11.63	11.63	11.63	11.63	流动比率	1.27	1.53	1.42	1.56
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.46	0.52	0.33	0.48
固定资产和在建工程	888.23	536.80	510.59	484.38	股利支付率	9.55%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	220.08	195.43	170.77	146.12	收益留存率	90.45%	100.00%	100.00%	100.00%
其他非流动资产	87.15	56.75	26.34	26.34	资产管理效率				
资产总计	7535.22	6083.41	8750.93	8866.59	总资产周转率	0.48	0.69	0.59	0.70
短期借款	1090.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	6.44	7.79	10.17	12.88
应付和预收款项	3908.97	3446.40	5639.93	5239.08	应收账款周转率	510.69	522.69	483.28	529.53
长期借款	800.00	800.00	800.00	800.00	存货周转率	0.56	0.76	0.55	0.74
其他负债	248.77	248.77	248.77	248.77	业绩和估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	6047.74	4495.18	6688.71	6287.85	EBIT	584.09	604.24	645.88	696.18
股本	237.60	237.60	237.60	237.60	EBITDA	657.88	681.72	723.36	743.25
资本公积	204.74	204.74	204.74	204.74	NOPLAT	373.57	453.18	484.41	522.13
留存收益	676.22	964.35	1284.98	1634.36	净利润	248.83	288.14	320.62	349.38
归属母公司股东权益	1118.56	1406.70	1727.32	2076.70	EPS	0.698	0.808	0.900	0.980
少数股东权益	368.92	506.75	660.12	827.25	BPS	3.139	3.947	4.847	5.827
股东权益合计	1487.48	1913.45	2387.44	2903.95	PE	9.93	8.57	7.70	7.07
负债和股东权益合计	7535.22	6408.63	9076.15	9191.81	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	PB	2.21	1.76	1.43	1.19
经营性现金净流量	843.87	400.41	158.86	430.01	PS	0.68	0.59	0.48	0.40
投资性现金净流量	-348.75	0.00	0.00	0.00	PCF	2.93	6.17	15.55	5.74
筹资性现金净流量	796.99	-1126.29	-13.88	-7.50	EV/EBIT	1.77	2.66	2.52	1.99
现金流量净额	1291.88	-725.88	144.98	422.51					

资料来源: 宏源证券、公司公告

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 4年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。2010年8月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团, 提出欧亚三部曲, 给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、st秋林、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。