

符合预期，商业拐点已现

买入维持

投资要点:

- 📖 友谊商城一期上半年收入实现 24% 的内生性增长，二期年底开业
- 📖 其他商业门店出现减亏迹象，毛利率提升
- 📖 房地产上半年结算同比下降

报告摘要:

- **友谊商城一期上半年收入实现 24% 的内生性增长。**公司母公司上半年实现销售收入 7.78 亿元，主要核算友谊商城本店（现只有一期）及友谊宾馆，其中友谊商城实现销售收入 7.75 亿元，同比增长 24.3%，毛利率 16.2%，同比提高 0.2 个百分点；友谊宾馆实现销售收入 356 万元，同比增长 20.2%，毛利率 95.5% 基本稳定。上半年增长略超我们预期，维持友谊商城一期全年 20% 的销售收入增长预测。
- **其他商业门店出现减亏迹象。**商业部分剔除友谊商城一期，上半年收入 1.8 亿元，营业利润 3993 万元，同比分别增长 8.5% 和 16.7%，利润增加主要是毛利率提升了 1.6 个百分点，同比增长 7.5%。
- **房地产结算 3.09 万平方米导致收入同比下降 35.5%。**2010 年上半年结算 5.5 万平方米，营业利润 2.2 亿元，全年营业利润 8.9 亿元；2011 年上半年结算 3.09 万平方米，营业利润 1.73 亿元，下降 22%。虽然上半年房地产业务结算较少，但房地产业务期末账面有 28.52 亿元预售账款及拟建东港项目（16.3 万住宅）和金廊项目（12.8 万高端公寓）为房地产近 3-5 年提供了业绩保证，维持全年 9.6 亿元营业利润。
- **风险提示。**公司抵押担保获得贷款累计 19.2 亿元，公司非流动资产 12.4 亿元；同时财务成本上升较快，同比增长 75.2%。
- **盈利预测与估值。**维持全年商业净利润 1.03 亿元、酒店 300 万元、地产及其他 1.8 亿元预测，采取分部估值，商业部分 30XPE；酒店业务 20XPE；房地产 8XPE，合理价格 13 元，维持“买入”评级。

百万元、元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3146.48	3625.88	4102.97	5098.41	6118.97
增长率	37.95%	15.24%	13.16%	24.26%	20.02%
归属母公司净	180.58	248.83	290.50	323.43	353.00
增长率	36.95%	37.80%	16.75%	11.33%	9.14%
每股收益	0.507	0.698	0.815	0.907	0.990
PE	18.32	13.29	11.39	10.23	9.37

消费服务研究组

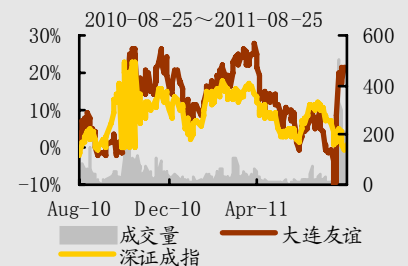
分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	9.28
目标价	13
52 周内高	15.78
52 周内低	6.67
总市值(百万元)	3307.39
流通市值(百万元)	3306.45
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)	0.10

资料来源: 宏源证券

相关研究

1 《宏源证券*公司研究*大连友谊: 华丽转型, 业绩拐点已现*000679*商贸零售行业*陈旭》, 2011.8

表 1: 主要预售房款

项目名称	期末余额	预计竣工时间	预售比例
壹品星海一期	352,733.10	2004.11-2006.9 陆续竣工	98.00%
壹品星海二期	74,557,271.00	2008-2009 陆续竣工	94.00%
壹品漫谷	5,703,148.00	2007.12-2008.12 陆续竣工	97.00%
壹品天城	1,635,230,416.00	200.10 陆续竣工	78.14%
海尚壹品	1,136,314,650.00	2008-2013 陆续竣工	64.86%
合计	2,852,158,218.10		

资料来源: 公司公告

表 2: 分季度利润表财务数据

单位: 百万元	2010Q1	2010Q2	2010H1	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011H1
营业收入	682.84	760.75	1443.59	1,538.36	643.93	790.42	684.68	1,475.10
同比增速	24.9%	9.5%	16.3%	14.7%	14.2%	15.8%	-10.0%	2.2%
营业成本	536.3	469.82	1006.12	811.45	440.21	584.47	440.36	1,024.83
同比增速	32.3%	-9.8%	8.6%	-16.3%	10.6%	9.0%	-6.3%	1.9%
销售毛利率	21.46%	38.24%	30.30%	47.25%	31.64%	26.06%	35.68%	30.52%
营业税金及附加	17.1	62.81	79.91	277.01	27.85	20.85	20.43	41.28
同比增速	0.8%	143.3%	86.7%	200.8%	-18.3%	21.9%	-67.5%	-48.3%
销售费用	36.16	39.94	76.1	38.55	44.71	46.77	39.97	86.74
同比增速	5.7%	1.1%	3.2%	37.3%	-10.3%	29.3%	0.1%	14.0%
管理费用	62.11	61.2	123.31	69.39	53.91	71.63	67.56	139.19
同比增速	19.3%	19.6%	19.4%	48.0%	162.0%	15.3%	10.4%	12.9%
财务费用	5.04	5.8	10.84	10.07	-0.61	12.38	6.61	18.99
同比增速	-41.6%	-50.2%	-46.5%	5.6%	-111.4%	145.6%	13.9%	75.2%
期间费用合计	103.31	106.94	210.25	118.01	98.01	130.78	114.15	244.93
同比增速	8.8%	4.5%	6.6%	39.6%	29.4%	26.6%	6.7%	16.5%
期间费用率	15.1%	14.1%	14.6%	7.7%	15.2%	16.5%	16.7%	16.6%
投资净收益		0.42	0.42	-0.21	0.32	-0.11	-0.09	-0.20
同比增速	#DIV/0!	0.0%	0.0%	#DIV/0!	-23.8%	#DIV/0!	-121.4%	-147.6%
加: 营业外收入	4.5	0.06	4.56	0.01	5.69	0.55	2.59	3.14
同比增速	492.1%	-96.6%	78.8%	-99.2%	457.8%	-87.8%	4224.2%	-31.0%
减: 营业外支出	0	0	0	0.95	0.4	0.06	0.84	0.90
同比增速	-100.0%	-100.0%	-100.0%	1800.0%	14.3%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
利润总额	44.94	121.62	166.56	325.48	75.54	56.54	108.54	165.08
同比增速	40.6%	167.8%	115.2%	64.8%	43.3%	25.8%	-10.8%	-0.9%
归属于母公司净利润	28.26	51.98	80.24	132.85	35.74	28.43	53.29	81.72
同比增速	20.5%	119.0%	70.0%	33.2%	6.2%	0.6%	2.5%	1.9%
EPS	0.08	0.15	0.23	0.37	0.10	0.08	0.15	0.23

资料来源: 宏源证券

表 4: 分部财务数据

	万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2010H1	2011H1
房地产	收入	58,610.00	151,977.00	174,987.39	192,486.13	211,734.74	232,908.22	52,179.77	33,634.47
	YOY	15870%	159%	15%	10%	10%	10%	17.54%	-35.5%
	成本	37,730.00	107,475.00	85,553.50	96,243.06	105,867.37	116,454.11	29,966.79	16,312.54
	YOY	11129%	185%	-20%	12%	10%	10%		-45.56%
	营业利润	20,880.00	44,502.00	89,433.89	96,243.06	105,867.37	116,454.11	22,212.98	17,321.93
	YOY	67255%	113%	101%	8%	10%	10%	72.20%	-22.0%
	毛利率	36%	29%	51%	50%	50%	50%	43%	52%
商业	收入	133,822.00	133,796.00	155,642.10	182,091.99	258,062.48	333,972.16	78,943.28	95,518.77
	YOY	13%	0%	16%	17%	42%	29%	14.44%	21.0%
	成本	108,759.00	109,548.00	129,149.55	151,136.35	214,191.86	277,196.90	65,535.87	78,946.26
	YOY	11%	1%	18%	17%	42%	29%	15.81%	20.5%
	营业利润	25,063.00	24,248.00	26,492.55	30,955.64	43,870.62	56,775.27	13,407.40	16,572.51
	YOY	25%	-3%	9%	17%	42%	29%	13.77%	23.6%
	毛利率	19%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
酒店	收入	24,757.00	19,347.00	25,070.34	28,830.89	33,155.52	38,128.85	9,801.69	13,337.27
	YOY	-4.3%	-21.9%	29.6%	15.0%	15.0%	15.0%	53.13%	36.1%
	成本	4,380.00	3,620.00	4,761.62	24,509.11	28,182.20	32,409.53	1,712.61	2,349.85
	YOY	-3.2%	-17.4%	31.5%	414.7%	15.0%	15.0%	91.33%	37.2%
	营业利润	20,377.00	15,727.00	20,308.72	23,353.02	26,855.97	30,884.37	8,089.08	10,987.42
	YOY	-4.5%	-22.8%	29.1%	15.0%	15.0%	15.0%	59.35%	35.8%
	毛利率	83%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%
其他	收入	10,893.00	9,528.00	6,887.87	6,887.87	6,887.87	6,887.87	3,434.20	5,019.40
	YOY	-24%	-13%	-28%	0%	0%	0%	-21.14%	46.2%
	成本	10,380.00	8,685.00	6,314.44	6,336.84	6,336.84	6,336.84	3,397.41	4,877.26
	YOY	-21%	-16%	-27%	0%	0%	0%	-20.72%	43.6%
	营业利润	513.00	843.00	573.43	551.03	551.03	551.03	36.80	142.14
	YOY	-51%	64%	-32%	-4%	0%	0%		286.3%
	毛利率	5%	9%	8%	8%	8%	8%	1%	2.8%
合计	收入	228,082.00	314,648.00	362,587.70	410,296.88	509,840.61	611,897.10	144,358.94	147,509.91
	YOY	43.6%	38.0%	15.2%	13.2%	24.3%	20.0%	16.30%	2.2%
	成本	161,249.00	229,328.00	225,779.11	278,225.36	354,578.26	432,397.37	100,612.67	102,485.92
	YOY	38.6%	42.2%	-1.5%	23.2%	27.4%	21.9%	8.65%	1.9%
	营业利润	66,833.00	85,320.00	136,808.59	151,102.75	177,145.00	204,664.78	43,746.27	45,023.99
	YOY	57.2%	27.7%	60.3%	10.4%	17.2%	15.5%		2.9%
	毛利率	29.3%	27.1%	37.7%	36.8%	34.7%	33.4%	30.3%	30.5%
	净利润	13,185.69	18,058.06	24,883.17	29,050.39	32,343.14	35,299.99	8,024.08	8200
	EPS	0.37	0.51	0.70	0.82	0.91	0.99	0.23	0.23

资料来源: 宏源证券、公司公告

表 5: 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				
营业收入	3625.88	4102.97	5098.41	6118.97	收益率 毛利率 37.73% 36.83% 34.75% 33.45% 三费/销售收入 11.76% 12.17% 11.55% 11.40% EBIT/销售收入 16.11% 14.82% 12.76% 11.47% EBITDA/销售收入 18.14% 16.71% 14.28% 12.24% 销售净利率 10.15% 10.47% 9.38% 8.53% 资产获利率 ROE 22.25% 20.62% 18.67% 16.93% ROA 7.75% 10.23% 7.45% 8.07% ROIC 44.10% 90.69% 37.33% 31.01% 增长率 销售收入增长率 15.24% 13.16% 24.26% 20.02% EBIT 增长率 62.79% 4.12% 6.95% 7.93% EBITDA 增长率 61.65% 4.22% 6.17% 2.91% 净利润增长率 59.51% 16.75% 11.33% 9.14% 总资产增长率 66.21% -21.07% 46.87% -0.46% 股东权益增长率 23.79% 25.97% 22.95% 20.38% 经营营运资本增长率 445.16% 22.92% 103.60% 8.89% 资本结构 资产负债率 80.26% 73.24% 76.30% 70.19% 投资资本/总资产 6.67% 21.97% 19.44% 19.89% 带息债务/总负债 18.02% 18.37% 12.00% 13.11% 流动比率 1.27 1.56 1.43 1.59 速动比率 0.46 0.56 0.34 0.52 股利支付率 9.55% 0.00% 0.00% 0.00% 收益留存率 90.45% 100.00% 100.00% 100.00% 资产管理效率 总资产周转率 0.48 0.69 0.58 0.70 固定资产周转率 6.44 7.64 9.99 12.63 应收账款周转率 510.69 531.87 476.75 536.80 存货周转率 0.56 0.78 0.54 0.75				
减: 营业成本	2257.79	2591.94	3326.96	4072.32					
营业税金及附加	384.76	435.39	541.02	649.32					
营业费用	159.37	180.33	224.09	268.94					
管理费用	246.61	279.06	346.77	416.18					
财务费用	20.30	39.83	18.26	12.61					
资产减值损失	-1.10	3.79	3.79	3.79					
加: 投资收益	0.53	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动损益	-0.01	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	558.67	572.63	637.53	695.81					
加: 其他非经营损益	8.92	0.00	0.00	0.00					
利润总额	567.58	572.63	637.53	695.81					
减: 所得税	199.72	143.16	159.38	173.95					
净利润	367.86	429.47	478.15	521.86					
减: 少数股东损益	119.03	138.97	154.72	168.86					
归属母公司股东净利润	248.83	290.50	323.43	353.00					
资产负债表					2010A 2011E 2012E 2013E				
货币资金	2084.40	1424.86	1521.75	2022.13					
应收和预付款项	200.48	412.89	365.79	581.10					
存货	4043.24	3309.01	6128.17	5423.31					
其他流动资产	0.02	0.02	0.02	0.02					
长期股权投资	11.63	11.63	11.63	11.63					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	888.23	536.80	510.59	484.38					
无形资产和开发支出	220.08	195.43	170.77	146.12					
其他非流动资产	87.15	56.75	26.34	26.34					
资产总计	7535.22	5947.38	8735.06	8695.02					
短期借款	1090.00	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	3908.97	3306.88	5616.40	5054.51					
长期借款	800.00	800.00	800.00	800.00					
其他负债	248.77	248.77	248.77	248.77					
负债合计	6047.74	4355.65	6665.18	6103.28					
股本	237.60	237.60	237.60	237.60					
资本公积	204.74	204.74	204.74	204.74					
留存收益	676.22	966.72	1290.15	1643.15					
归属母公司股东权益	1118.56	1409.07	1732.50	2085.50					
少数股东权益	368.92	507.88	662.60	831.46					
股东权益合计	1487.48	1916.95	2395.10	2916.96					
负债和股东权益合计	7535.22	6272.60	9060.27	9020.24					
现金流量表					2010A 2011E 2012E 2013E				
经营性现金净流量	843.87	466.00	109.82	506.60					
投资性现金净流量	-348.75	0.00	0.00	0.00					
筹资性现金净流量	796.99	-1125.54	-12.93	-6.21					
现金流量净额	1291.88	-659.54	96.89	500.38					
EBIT	584.09	608.17	650.46	702.03					
EBITDA	657.88	685.65	727.94	749.10					
NOPLAT	373.57	456.12	487.85	526.52					
净利润	248.83	290.50	323.43	353.00					
EPS	0.698	0.815	0.907	0.990					
BPS	3.139	3.954	4.861	5.852					
PE	9.93	8.50	7.64	7.00					
PEG	N/A	N/A	N/A	N/A					
PB	2.21	1.75	1.43	1.18					
PS	0.68	0.60	0.48	0.40					
PCF	2.93	5.30	22.49	4.88					
EV/EBIT	1.77	2.54	2.48	1.84					

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 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 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, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。