

收购辽阳项目，渠道下沉起步

中性 维持

公司事件:

公司近日拟收购辽阳京都购物中心房产及土地使用权。该购物中心分为地上9层和地下2层，总建筑面积为52,544.07平方米。收购京都项目交易金额为人民币31,000万元。

报告摘要:

- 公司迈出渠道下沉第一步，为实现向东北区域扩展的战略构想奠定基础。公司所收购东都购物中心项目位于辽宁省辽阳市。辽阳当地零售市场发展水平不高，且尚无大型零售企业进入，通过此项目的开发，公司具有先入为主的机会，并且将成为公司进入三、四线城市发展零售业乃至商业地产的有益尝试。此外，大连房地产限购政策对公司在当地业务的不利影响也是公司决定向外扩张发展的重要原因。
- 收购东都购物中心项目短期对公司业绩构成一定压力。东都购物中心项目建筑面积5万平米，是当地面积最大的商业物业，在体量上具有较强竞争力。预计其装修改造完毕，最快可能13年上半年开业，但考虑到零售业仍处于景气较低水平，具体开业时间仍具有不确定性。由于东都在被收购之前已经停业，经营数据难以获得，且开业时间不确定，我们暂不对其做具体的盈利预测调整。考虑到辽阳三四线城市的属性以及东都购物中心5万平米的较大体量，我们预计其培育期可能会长于以往开业门店，在未来2年内对公司业绩构成一定压力。
- 公司MBO后将对经营业绩产生更强激励，但投资者需保持必要的清醒，不宜过度预期其正向影响。MBO后，管理层对集团持股比例从16.6%上升至51%，使得管理层与上市公司在利益上结合的更加紧密，激励效果更强。但同时，投资者也要在一定程度上保持清醒，不宜对公司业绩产生过度预期。一方面，管理层是通过控股友谊集团间接持股上市公司，集团股份本身无法流通，因此对上市公司股价并没有直接诉求。另一方面，从经营层面，集团其他三大股东均为财务投资者，并不参与经营控制，MBO前后，公司经营控制权并未发生实际变更。

| 主要经营指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 3625.88 | 3194.22 | 4093.86 | 4958.85 | 5938.38 |
| 增长率(%) | 15.24 | -11.90 | 28.16% | 21.13% | 19.75% |
| 归母净利润(百万) | 248.83 | 175.52 | 218.28 | 258.46 | 318.44 |
| 增长率(%) | 37.80 | -29.46 | 24.37% | 18.41% | 23.20% |
| 每股收益 | 0.698 | 0.492 | 0.612 | 0.725 | 0.893 |
| 市盈率 | 10.46 | 14.90 | 11.93 | 10.07 | 8.17 |

消费服务研究组

分析师:

陈炫如(陈旭)(S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

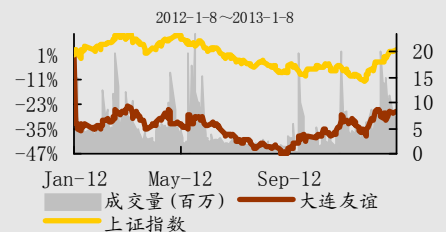
Email: jiangtianjiao@hysec.com

邓锐

电话: 010-8808 5986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

年度策略: 消费增速或下降, 拐点需等待

2012-12-24

苏宁电器: 不惊喜, 不悲观

2012-10-31

中百集团: 销售费用激增, 单季净利润下滑96%

2012-10-30

东百集团: 3季度收入增速低位回升至2.58%

2012-10-29

天虹商场: 3季度同店增长情况好于上半年

2012-10-29

一、收购辽阳京都购物中心项目

事件: 公司近日拟与辽阳京都商城有限公司、辽阳新世纪集团有限公司签署协议收购辽阳京都购物中心房产及土地使用权。该购物中心分为地上9层和地下2层，总建筑面积为52,544.07平方米，占地面积7,304.60平方米。其中辽阳京都商城有限公司拥有36,876.79平方米房产及6,085.60平方米的土地使用权，该标的资产转让价款为人民币21,000万元；辽阳新世纪集团有限公司拥有15,667.28平方米房产及1,219.00平方米的土地使用权。该标的资产转让价款为人民币：10,000万元。收购京都项目交易金额为人民币31,000万元。

我们的观点:

公司所收购东都购物中心项目位于辽宁省辽阳市。辽阳当地零售市场发展水平不高，且尚无大型零售企业进入，通过此项目的开发，公司具有先入为主的机会，并且将成为公司进入三、四线城市发展零售业乃至商业地产的有益尝试，从长期来看，此次项目收购为公司实现以沈阳为中心向东北区域扩展的战略构想奠定基础。此外，大连市对于房地产的限购政策对公司当地业务产生的不利影响也是公司选择向外扩张的重要原因。

但同时应注意到，辽阳市在经济发达水平上处于辽宁省中游偏下，2011年人均GDP4.86万元，略高于全国平均3.52万元水平；经济总体体量较小，2011年GDP总额889亿元，消费品零售额245亿元，具有较强的三四线城市特征。而公司此前较缺乏在三四线城市经营大体量购物中心的经验，因此，此次项目收购也对公司的经营水平提出了更高挑战，一定程度上增加了经营不确定性。

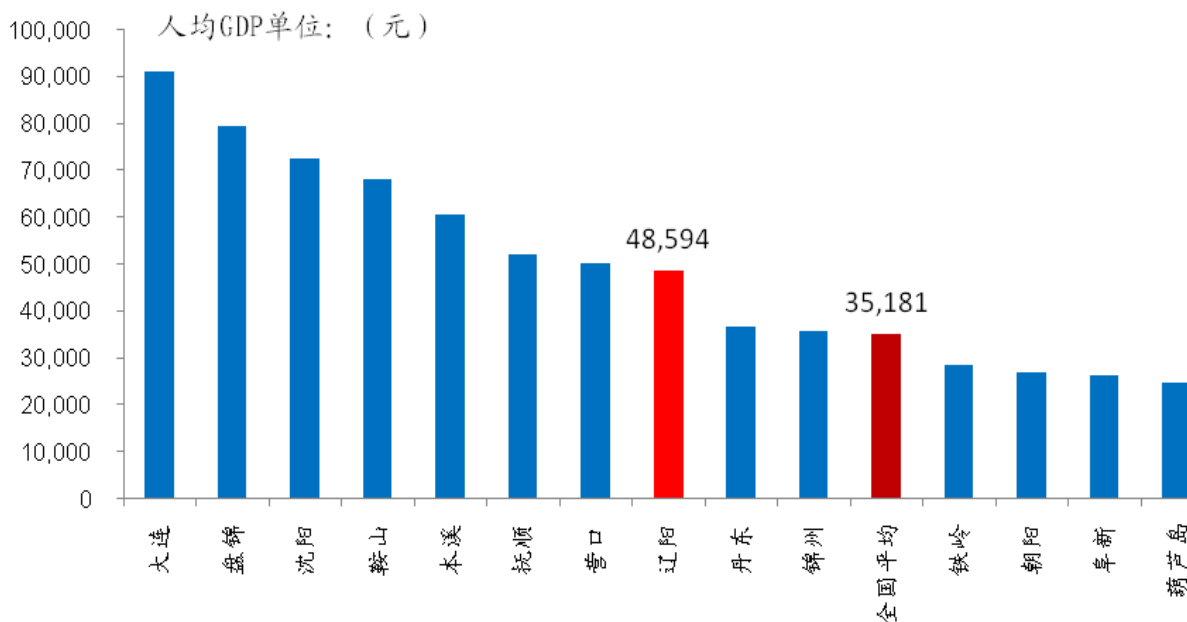
从项目具体情况来看，东都购物中心项目位于辽阳市中心商业地段，是当地面积最大的商业物业，同时周边竞争较为缓和。主要竞争对手门店包括新世纪广场、名牌购物中心，普遍体量较小，东都购物中心建筑面积达5.2万平米，在体量上相对具有较强竞争力。此次公司收购东都购物中心后将对其物业进行装修改造，我们预计其最快可能2013年上半年开业营业，但考虑到目前零售业仍处于景气较低水平，具体开业时间仍具有一定不确定性。由于东都购物中心在被公司收购之前已经停业一段时间，经营数据难以获得，且开业时间不确定，我们暂不对此项收购的影响做出具体的盈利预测调整。但考虑到辽阳三四线城市的属性以及东都物业5万平米的较大体量，我们预计其培育期可能会长于以往开业门店，在未来2年内对公司业绩构成一定压力。

图1: 京都购物中心周边相对竞争程度不激烈，主要有名牌购物中心和新世纪广场



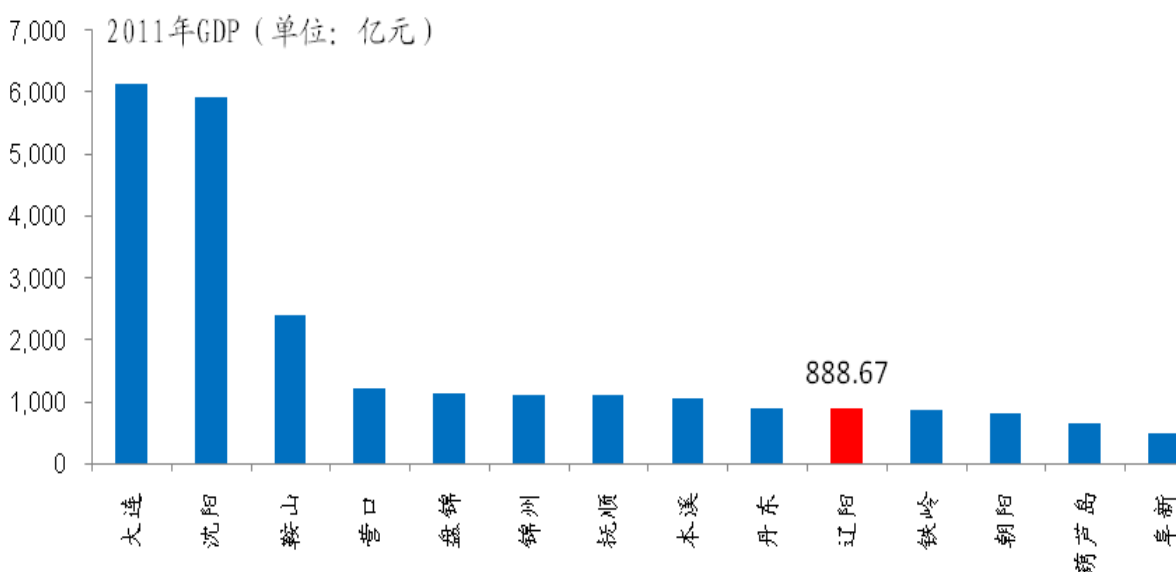
资料来源：辽阳市政府网站，互联网公开资料，宏源证券整理

图 2：辽阳市人均 GDP4.85 万元，处在辽宁省中游偏下，略高于全国平均水平



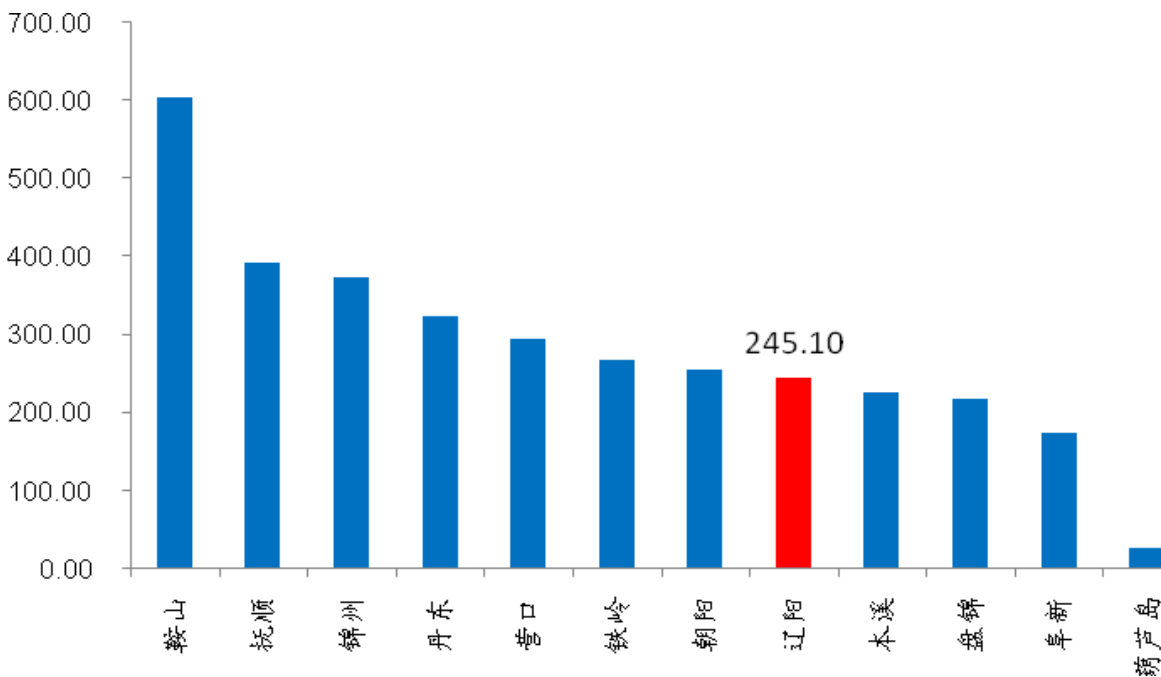
资料来源：Wind，宏源证券

图 3：辽阳市 GDP888.67 亿元，经济体量较小



资料来源：Wind，宏源证券

图 4：辽阳市消费品零售额 245.10 亿元，在辽宁省地级市中排名靠后



资料来源：Wind，宏源证券

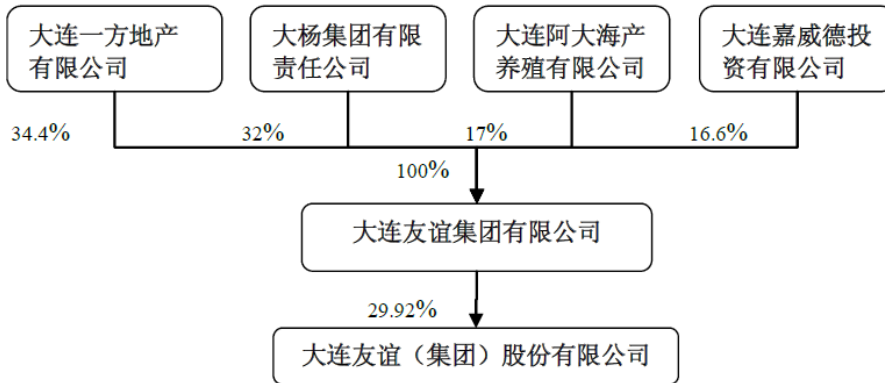
二、MBO 对管理层的激励进一步增强

公司于 2012 年 11 月公布了《关于本公司管理层收购事宜致全体股东报告书》，在管理层实现 MBO 后，其控股公司大连嘉威德投资有限公司对大连友谊集团持有股份比重将从 16.6% 上升至 51%。

我们认为此次 MBO 完成后，友谊集团及大连友谊的经营管理团队提高了管理层对公司持股比重，使得上市公司的核心管理层与上市公司在利益上结合的更加紧密，能够进一步激励经营管理团队为上市公司创造效益。但同时，投资者也应对 MBO 对公司业绩的影响保持清醒认识：一方面，管理层只是通过控股友谊集团间接持有上市公司股票，其持有的集团股份并不能流通，因此对于上市公司大连友谊的股份并没有很强的直接诉求。另一方面，虽然 MBO 之前，管理层的嘉威德投资公司并未对友谊集团和大连友谊形成控股，但实际上大连一方等 3 位大股东都主要是财务投资者的角色，对公司经营并没有参与实质控制，因此 MBO 前后，公司实际经营的控制方并没有本质上的改变，未来的激励效应主要来自管理层持股比例的上升而非实际经营控制权的变更，投资者应该对此保持清醒的认识，不宜过度乐观。

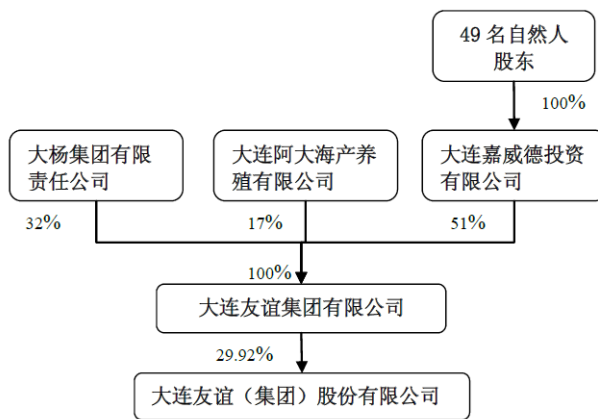
此外，公司管理层普遍年龄较大（多数接近 60 岁），在经营战略方面相对于年轻的管理团队可能会较为保守。

图 5: 在本次 MBO 前大连友谊股权结构



资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: 在本次 MBO 后大连友谊股权结构



资料来源: Wind, 宏源证券

表 1: 大连友谊董事、监事、高级管理人员在嘉威德投资的持股情况, 管理层普遍年龄较大

| 序号 | 股东名称 | 出生年份 | 出资额 (万元) | 股权比例 (%) | 在大连友谊任职情况 | 在嘉威德投资任职情况 |
|----|------|------|----------|----------|--------------|------------|
| 1 | 田益群 | 1955 | 1090.45 | 25.36% | 董事长 | 董事 |
| 2 | 杜善津 | 1955 | 1090.45 | 25 | 副董事长、总裁 | 董事长 |
| 3 | 孙锡娟 | 1965 | 75.3 | 1.75 | 董事、副总裁、董事会秘书 | 董事 |
| 4 | 杨立斌 | 1961 | 96 | 2.23 | 副总裁 | \ |
| 5 | 李永军 | 1965 | 75.3 | 1.75 | 副总裁 | 董事 |
| 6 | 刘晓辉 | 1969 | 96 | 2.23 | 副总裁 | 董事 |
| 7 | 张桂香 | 1957 | 96 | 2.23 | 监事会主席 | \ |
| 8 | 于进伟 | 1970 | 15 | 0.35 | 监事 | 监事 |
| 合计 | | | 2634.5 | 61.26 | | |

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 盈利预测

| 报表预测 | | | | | 财务分析和估值指标汇总 | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | | | | | | | | | | |
| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 3194.22 | 4093.86 | 4958.85 | 5938.38 | 收益率 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 2226.36 | 2837.73 | 3488.43 | 4177.50 | 毛利率 | 37.73% | 30.30% | 30.68% | 29.65% | 29.65% |
| 营业税金及附加 | 138.77 | 177.85 | 215.43 | 257.98 | 三费/销售收入 | 11.76% | 15.84% | 16.52% | 15.69% | 15.39% |
| 营业费用 | 160.76 | 206.04 | 249.57 | 298.87 | EBIT/销售收入 | 16.11% | 12.18% | 12.10% | 11.05% | 11.04% |
| 管理费用 | 288.75 | 370.07 | 448.27 | 536.81 | EBITDA/销售收入 | 18.14% | 14.59% | 13.82% | 12.47% | 11.84% |
| 财务费用 | 56.41 | 100.00 | 80.11 | 78.38 | 销售净利率 | 10.15% | 7.68% | 7.45% | 7.29% | 7.50% |
| 资产减值损失 | -17.08 | -4.69 | -4.69 | -4.69 | 资产获利率 | | | | | |
| 加: 投资收益 | -0.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROE | 22.25% | 13.70% | 14.56% | 14.70% | 15.34% |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 7.75% | 4.15% | 7.43% | 5.60% | 7.14% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 44.10% | 56.15% | 38.62% | 36.71% | 14.96% |
| 营业利润 | 339.76 | 406.85 | 481.74 | 593.52 | 增长率 | | | | | |
| 加: 其他非经营损益 | 1.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售收入增长率 | 15.24% | -11.90% | 28.16% | 21.13% | 19.75% |
| 利润总额 | 341.60 | 406.85 | 481.74 | 593.52 | EBIT 增长率 | 62.79% | -33.37% | 27.33% | 10.61% | 19.58% |
| 减: 所得税 | 96.25 | 101.71 | 120.43 | 148.38 | EBITDA 增长率 | 61.65% | -29.14% | 21.39% | 9.29% | 13.64% |
| 净利润 | 245.36 | 305.14 | 361.30 | 445.14 | 净利润增长率 | 59.51% | -33.30% | 24.37% | 18.41% | 23.20% |
| 减: 少数股东损益 | 69.84 | 86.86 | 102.84 | 126.71 | 总资产增长率 | 66.21% | 24.45% | -28.84% | 46.63% | -6.22% |
| 归属母公司股东净利润 | 175.52 | 218.28 | 258.46 | 318.44 | 股东权益增长率 | 23.79% | 14.52% | 17.04% | 17.24% | 18.12% |
| | | | | | 经营营运资本增长率 | 445.16% | 312.87% | -107.25% | 2010.36% | -79.83% |
| 资产负债表 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 资本结构 | | | | | |
| 货币资金 | 1991.60 | 2724.17 | 928.14 | 3118.61 | 资产负债率 | 80.26% | 82.34% | 77.93% | 81.26% | 75.16% |
| 应收和预付款项 | 101.69 | 385.26 | 209.33 | 502.71 | 投资资本/总资产 | 6.67% | 10.26% | 16.78% | 33.58% | 16.90% |
| 存货 | 5906.39 | 2739.41 | 7888.87 | 4838.83 | 带息债务/总负债 | 18.02% | 16.71% | 35.88% | 23.47% | 27.06% |
| 其他流动资产 | 57.44 | 57.44 | 57.44 | 57.44 | 流动比率 | 1.27 | 1.38 | 1.77 | 1.49 | 1.69 |
| 长期股权投资 | 24.03 | 24.03 | 24.03 | 24.03 | 速动比率 | 0.46 | 0.36 | 0.93 | 0.19 | 0.72 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股利支付率 | 9.55% | 5.41% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 固定资产和在建工程 | 1013.01 | 507.03 | 489.01 | 471.00 | 收益留存率 | 90.45% | 94.59% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 无形资产和开发支出 | 213.47 | 188.80 | 164.12 | 139.45 | 资产管理效率 | | | | | |
| 其他非流动资产 | 69.69 | 46.69 | 23.69 | 23.69 | 总资产周转率 | 0.48 | 0.34 | 0.61 | 0.51 | 0.65 |
| 资产总计 | 9377.32 | 6672.82 | 9784.63 | 9175.76 | 固定资产周转率 | 6.44 | 6.08 | 8.07 | 10.14 | 12.61 |
| 短期借款 | 1290.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应收账款周转率 | 510.69 | 462.92 | 370.72 | 463.82 | 387.21 |
| 应付和预收款项 | 4365.70 | 3134.04 | 5884.54 | 4830.53 | 存货周转率 | 0.56 | 0.38 | 1.04 | 0.44 | 0.86 |
| 长期借款 | 1866.00 | 1866.00 | 1866.00 | 1866.00 | 业绩和估值指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
| 其他负债 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | EBIT | 584.09 | 389.18 | 495.53 | 548.13 | 655.48 |
| 负债合计 | 7721.70 | 5200.04 | 7950.54 | 6896.53 | EBITDA | 657.88 | 466.19 | 565.90 | 618.50 | 702.85 |
| 股本 | 356.40 | 356.40 | 356.40 | 356.40 | NOPLAT | 373.57 | 279.65 | 371.65 | 411.10 | 491.61 |
| 资本公积 | 83.95 | 83.95 | 83.95 | 83.95 | 净利润 | 248.83 | 175.52 | 218.28 | 258.46 | 318.44 |
| 留存收益 | 840.66 | 1058.94 | 1317.40 | 1635.84 | EPS | 0.698 | 0.492 | 0.612 | 0.725 | 0.893 |
| 归属母公司股东权益 | 1281.01 | 1499.30 | 1757.76 | 2076.19 | BPS | 3.139 | 3.594 | 4.207 | 4.932 | 5.825 |
| 少数股东权益 | 374.61 | 461.46 | 564.31 | 691.01 | PE | 7.99 | 11.33 | 9.11 | 7.69 | 6.25 |
| 股东权益合计 | 1655.62 | 1960.76 | 2322.06 | 2767.20 | PEG | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 负债和股东权益合计 | 9377.32 | 7160.79 | 10272.60 | 9663.73 | PB | 1.78 | 1.55 | 1.33 | 1.13 | 0.96 |
| | | | | | PS | 0.55 | 0.62 | 0.49 | 0.40 | 0.33 |
| 现金流量表 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | PCF | 2.36 | -2.14 | 0.94 | -1.15 | 0.88 |
| 经营性现金流量 | -928.48 | 2111.26 | -1729.65 | 2252.43 | EV/EBIT | 1.22 | 4.29 | 3.25 | 6.42 | 2.23 |
| 投资性现金流量 | -502.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 筹资性现金流量 | 1214.30 | -1378.68 | -66.39 | -61.96 | | | | | | |
| 现金流量净额 | -216.68 | 732.58 | -1796.04 | 2190.47 | | | | | | |

资料来源: 宏源证券

作者简介:

陈炫如(陈旭): 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5年证券行业从业经验, 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。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 手机号 | 座机号 | 邮箱 |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 | 010-88085978 | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com |
| | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | 李岚 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 华南区域 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 贾浩森 | 010-88085279 | 13661001683 | jiahaosen@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 赵越 | 0755-33968162 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 覃汉 | 010-88085842 | 18810805988 | qinhan@hysec.com |
| | 胡玉峰 | 010-88085843 | 15810334409 | huyufeng@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。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。