

商业物业经营

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 7.80元

当前股价: 6.41元

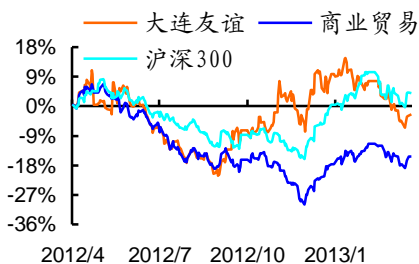
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2234.40
总股本(百万)	356
流通股本(百万)	356
流通市值(亿)	23
EPS	0.41
每股净资产(元)	3.92
资产负债率	79.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大连友谊	-4.61%	-10.47%	6.48%
商业贸易	-4.83%	-0.61%	-2.30%
沪深300	-6.58%	-1.18%	8.73%



相关报告

大连友谊

000679

推荐

12年业绩低于预期，未来看点在MBO后的业绩释放

公司公告 2012 年年报: 1、2012 年实现营收 33.77 亿元，同比增 5.73%，扣非后实现归属净利润 1.52 亿元，同比下降 12.9%，实现 EPS 0.43 元;

2、利润分配方案: 拟每 10 股派发现金股利 2 元 (含税)，不送股。

公告点评:

➤ 2012 年业绩低于预期,原因主要系公司三大业务的经营情况下半年未见明显好转 (零售业、酒店业及房地产业下半年的利润下滑幅度较上半年有所扩大), 同时期间费用率上升较快所致。

①零售业: 受整个消费市场不景气, 以及友谊商城一二期贯通施工导致部分经营场所停业等因素影响, 公司 2012 年商业部分的营业收入为 16.43 亿元, 同比下降 7.6%, 营业利润亦同比下降 26.21% (上半年下降幅度为 22.67%);

②酒店业: 受大连酒店行业激烈竞争, 以及同期转回酒店业坏账准备等因素影响, 公司 2012 年酒店业务实现收入 2.91 亿元, 与 2011 年基本持平, 但营业利润却同比下降 80% (上半年下降幅度为 76.98%);

③房地产: 受开发周期影响, 本期结算的地产收入为 14.01 亿元, 同比增 33.81%, 但营业利润受毛利率下滑影响, 同比下降 1.09% (上半年为正增长 16.62%);

④期间费用率: 受资金占用增加及借款利率提高影响, 公司的财务费用较去年同期增长 89.6%, 并使得公司的期间费用率同比提高 1.73 个百分点, 达到 17.57%。

➤ 公司的 MBO 已于 2012 年 11 月完成, 未来的业绩释放值得期待。①零售业: 目前公司的友谊商城一二期已实现无缝连接, 装修改造、品类调整也已基本结束, 二期新增的 2 万平米营业面积, 以及协同效应的发挥, 将使得公司的商业利润快速增长; ②酒店业: 2013 年的营业利润有望逐步恢复至 3000 万左右的正常水平; ③房地产: 2012 年末公司共有房屋预收款 27.64 亿, 折合 EPS 约 1.1 元, 未来将逐步结算, 这些房屋预收款将是公司未来业绩增长的重要保障。

➤ 公司地产业务储备项目较多, 未来可持续成长。公司的地产项目布局以 3 大战略区域为主 (以大连为重心的东三省、以苏州为中心的长三角、以邯郸为切入口的环渤海), 目前共拥有权益未结算建筑面积 90 多万平米, 2013、2014 年预计将分别有苏州唯亭、河北邯郸、沈阳金廊等项目开盘并陆续结算, 如果再考虑到公司 2012 年末拥有的 27.64 亿房屋预收款, 则公司未来地产业务可持续成长可期。

➤ 盈利预测: 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.71 元、0.87 元、1.05 元, 其中地产业务是未来业绩增长的主要动力。我们认为公司未来的看点主要是 MBO 后的业绩释放、友谊集团的资产注入以及较高的资产重估值 (NAV 10.62 元), 给予商业 15 倍 PE, 地产 8 倍 PE, 目标价 7.8 元, 首次给予“推荐”评级。

➤ 风险提示: 消费持续低迷、财务费用快速上升、房地产调控

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3377	4445	5791	7019
收入同比(%)	6%	32%	30%	21%
归属母公司净利润	152	253	312	375
净利润同比(%)	-13%	67%	23%	20%
毛利率(%)	32.3%	35.7%	35.8%	35.8%
ROE(%)	10.8%	15.3%	15.8%	16.0%
每股收益(元)	0.43	0.71	0.87	1.05
P/E	15.11	9.06	7.36	6.13
P/B	1.63	1.38	1.16	0.98
EV/EBITDA	9	6	5	4

一、管理层收购（MBO）情况

大连友谊成立于 1993 年，是一家以零售、酒店、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。

2012 年 11 月，公司管理层顺利实现了 MBO，管理层对公司实施的是间接收购，即通过控股大连友谊的大股东——友谊集团，来间接控股上市公司。

1.1 MBO 之前

大连友谊的大股东友谊集团，原先股东有 4 个，分别为：大连一方地产（第一大股东、财务投资者，持股 34.4%，主营地产业务）、大杨集团（持股 32%，主营服装生产业务）、阿大海产（持股 17%，主营海产养殖）、嘉威德投资（持股 16.6%，大连友谊中高层管理人员，共 49 人，于 2006 年设立的用于实施股权激励的管理层持股公司）

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

序号	股东名称	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	1090.45	25.36	董事长	董事
2	杜善津	1090.45	25.36	副董事长、总裁	董事长
3	孙锡娟	75.30	1.75	董事、副总裁、董事会秘书	董事
4	杨立斌	96.00	2.23	副总裁	\
5	李永军	75.30	1.75	副总裁	董事
6	刘晓辉	96.00	2.23	副总裁	董事
7	张桂香	96.00	2.23	监事会主席	\
8	于进伟	15.00	0.35	监事	监事
合计		2634.5	61.26		

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1.2 MBO 过程

原因：

友谊集团第一大股东——一方地产，因自身战略调整需要，拟出让其持有的友谊集团 34.4% 的股权，而友谊集团另两大股东大杨集团与阿大海产均放弃了对该部分股权的优先受让权。

为有效保证大连友谊经营的稳定，保持上市公司战略的延续和文化的传承，避免由于股东变化而使上市公司经营和发展出现不必要的影响和波动，嘉威德投资决定对该部分股权进行承接。

嘉威德投资原先持有友谊集团 16.6% 的股权，在接盘一方地产持有的 34.4% 股权后，持股比例增加至 51%，友谊集团成为管理层的控股公司。

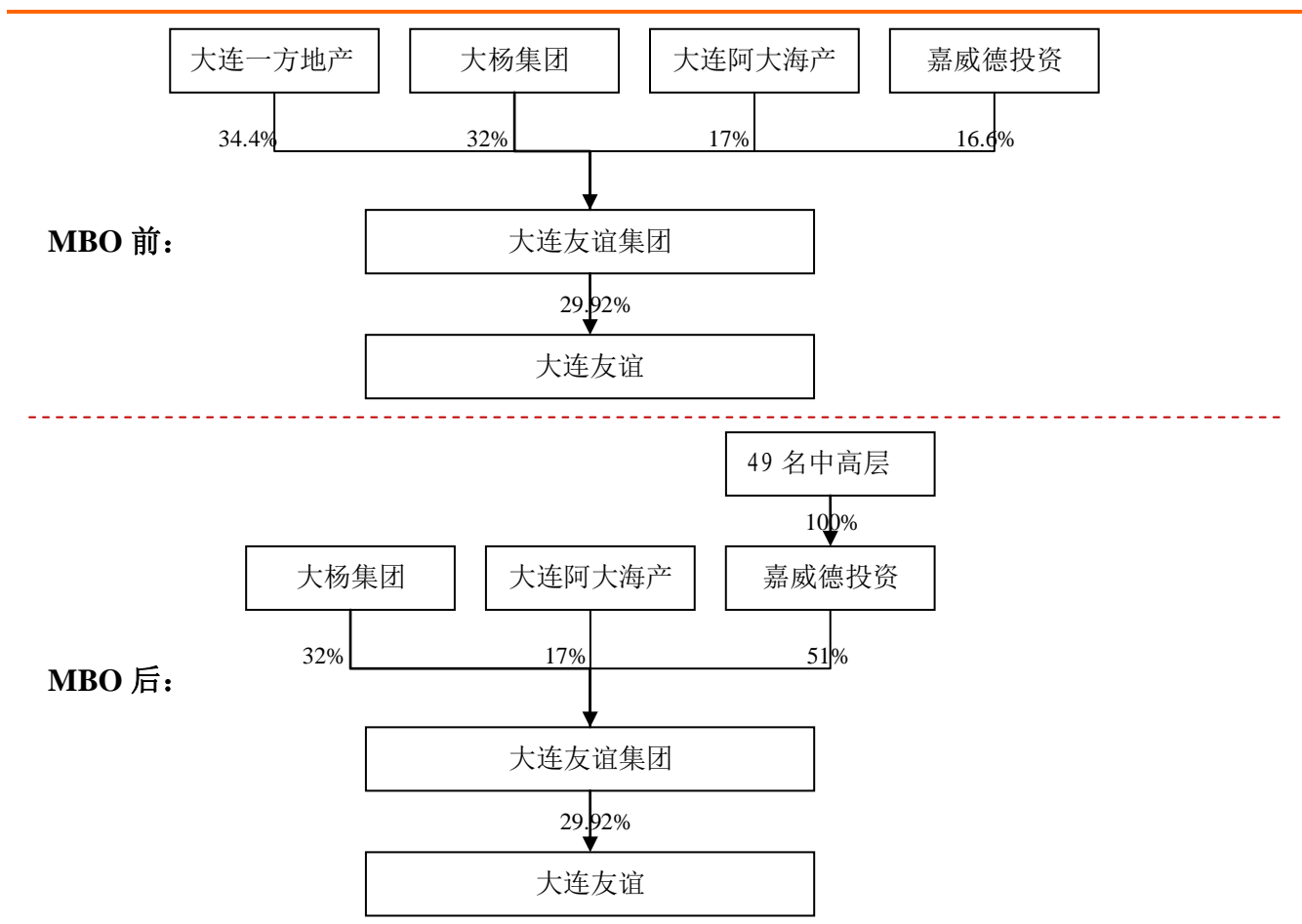
资金来源:

此次 MBO，友谊集团的 34.4% 股权，作价 1.88 亿元，嘉威德投资的接盘资金，除了管理层自有的 3800 万资金外，剩余 1.5 亿元基本都来自银行贷款。

收购价格:

经过测算，此次管理层 MBO 友谊集团的价格折合大连友谊的股价约为 5.13 元/股。

图 1: 大连友谊 MBO 前后的股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1.3 MBO 后

MBO 收购成功后，公司管理团队将成为上市公司的实际控制人，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，降低代理成本，从而确保上市公司未来健康、可持续发展。但这将是渐进的过程。

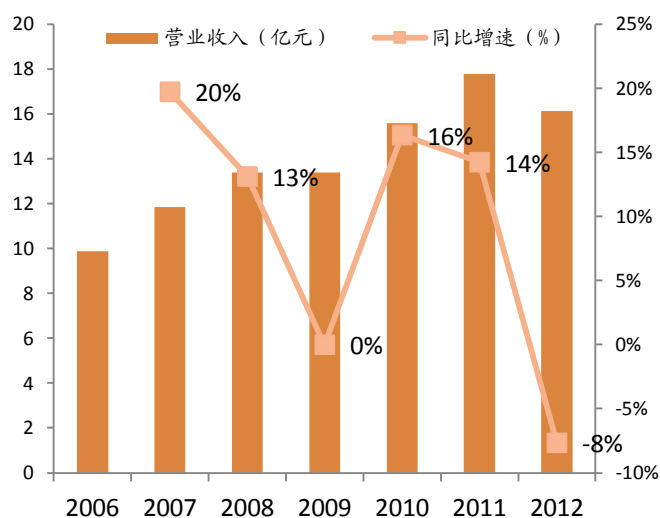
二、零售业概况

2.1 商业概况：以购物中心为主，增长稳健，毛利率较为稳定

公司零售业以精品百货为主，定位“中高端市场服务商”，共有 10 个项目（已开业项目有 7 个），其中自有物业有 6 个，分布在大连、沈阳、辽阳等地。

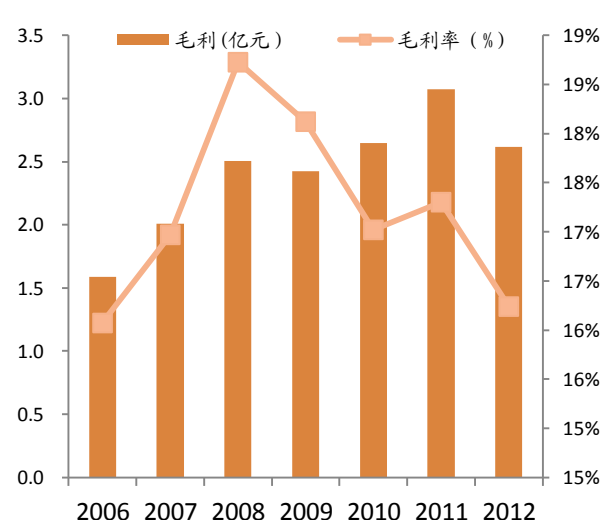
公司的零售业增长一直比较稳健，自 2006 年以来，虽然宏观经济有波动，但公司零售业的营收依然保持了年均 8.5% 的复合增速，且公司零售业的毛利率也一直稳定在 16% - 19% 区间。

图 2 2006 年以来，公司商业收入复合增速 8.5%



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 3 商业的毛利率一直稳定在 16% - 19% 区间



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

已开业项目：共 7 个商业项目（其中自有物业 3 个），分别为友谊商城 1 期、2 期，沈阳友谊购物中心，友谊美邻购物广场、友谊商城新开地店、友谊商城开发区店、友嘉超市（2 家大卖场+1 家精品超市），合计营业面积 12.5 万平米；

待开业项目：共 3 个（全部为自有物业），分别为大连东港项目、沈阳金廊项目、辽阳京都购物中心，总建筑面积 14.75 万平米。

表 2: 公司商业各项目概况

门店名称	所在城市	定位	开业时间	建筑面积 (平方米)	营业面积 (平方米)	物业类型	权益比例
友谊商城 1 期	大连/中山广场商圈	中高端精品百货	1996	25000	18000	自有	100%
友谊商城 2 期	大连/中山广场商圈	中高端精品百货	2012.5	30000	20000	自有	100%
沈阳友谊购物中心	沈阳/铁西商圈	购物中心	2002	25000	20000	租赁	99%
友嘉超市 (2+1)	大连、瓦房店市	大卖场、精品超市	2003.1		17000	租赁	90%

门店名称	所在城市	定位	开业时间	建筑面积 (平米)	营业面积 (平米)	物业类型	权益比例
友谊美邻购物广场	大连/中山区	购物中心	2004.1	36000	20000	租赁	100%
友谊商城新天地店	大连/西安路商圈	中高端时尚百货	2005.4	25000	20000	租赁	100%
友谊商城开发区店	大连/CBD 集中区	中高端时尚百货	2006.4	12300	10000	自有	100%
东港项目	大连/东港区	购物中心	2015	25000		自有	90%
沈阳金廊项目	沈阳/沈河区青年大街东侧	城市综合体	2015	70000		自有	100%
辽阳京都购物中心	辽宁省辽阳市	购物中心	2013	52544	43000	自有	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

2.2 公司商业看点：内生增长与外延扩张双轮驱动

公司现有的 10 个商业项目，利润贡献主体是友谊商城 1 期，正常年份友谊商城的税后利润在 6000 万左右。

公司其它的 6 个已开业商业项目，总体盈亏平衡，其中沈阳友谊购物中心、友谊商城开发区店、友嘉超市、友谊商城新天地店 2012 年均已盈利，只有友谊美邻购物广场，因为周边居民拆迁的原因，而出现亏损（2012 年约亏损 585 万元），友谊商城 2 期由于是 2012 年 9 月刚开业，目前还在培育期。

友谊商城 2 期：公司商业增量的主要看点

友谊商场 2 期于 2012 年 9 月 25 日正式开业，营业面积 2 万平米，位于 1 期市场旁边，总投资 4 亿元。目前 1 期与 2 期之间的连廊天桥已进行无缝对接（两个商场已合为一体），2 期市场的装修、招商工作已经结束。

2 期商场的品牌与 1 期一样，以独有品牌为主，并会对 1 期在化妆品上的短板进行加强，重点引起国际知名化妆品牌。目前友谊商城 2 期的经营情况良好。

我们预计友谊商城的 2 期培育时间将会较短，2013 年坪效能做到 2 万元/平米，并实现盈利，2014 年坪效预计能增长到 2.5 万元/平米。

图 4 友谊商城 1、2 期示意图

图 5 沈阳友谊购物中心示意图



资料来源：公司网站、中投证券研究总部



资料来源：公司网站、中投证券研究总部

三、房地产业：未来可持续成长，且 2012 年末拥有预收

房款 27.64 亿元

公司的房地产业务在近三年取得了长足发展，对公司业绩形成了稳定的支撑，目前已形成 3 个战略区域：以大连为重心的辽宁区域、以苏州为中心的长三角区域、以河北邯郸为切入点的环渤海区域。

3.1 公司房地产业务概况：未来可持续成长

现阶段公司在售项目包括大连“壹品天城”、“壹品星海”二期、苏州“海尚壹品”，另外公司在大连、苏州、邯郸、沈阳等地还储备有商业及住宅用地土地 6 块、合计约 22.48 万平方米，足够支撑公司未来 3-5 年的开发需求，将为公司业绩的持续与稳定增长奠定良好基础。

未来公司将主要以商业地产为主，以地产带动零售和酒店发展，并有意向小型综合体发展，同时也会开发一些刚需短平快的项目，以减轻大项目的资金压力。

表 3：公司目前地产项目概况

项目	区域	权益比例	拿地时间	土地面积(万平方米)	建筑面积(万平方米)	投资额(亿元)	进度
壹品天城	大连	90%	2008	12.1	20.57	14	销售中
海尚壹品	苏州	72%	2005.4	20.66	37.2	23	销售中
壹品星海二期	大连	90%	2006.7	12.1	20.5	14	销售中
石湖项目	苏州	72%	2011.1	6.36	6.36	17	待开发
唯亭项目	苏州	40%	2011.1	2.27	4.09	5	在建

项目	区域	权益比例	拿地时间	土地面积(万平方米)	建筑面积(万平方米)	投资额(亿元)	进度
邯郸项目	邯郸	50%	2012.4	3.63	30.83		待开发
富丽华酒店三期	大连	60%	2010.6	1.27	11.43	22	在建
大连东港项目	大连	90%	2010.9	9.14	22.28	36	待开发
沈阳金廊项目	沈阳	100%	2011.7	1.56	18.76	24	在建

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

3.2 27.64 亿预收账款是公司未来业绩释放的重要保障

截至 2012 年末，公司共有预收房款 27.64 亿元，主要是大连壹品天城与苏州海尚壹品项目的房屋预售款。

我们预计这 27.64 亿预收房款的毛利率在 40% 左右，折合 EPS 1.1 元，公司将按照房屋交付+竣工备案两个条件都满足来作为预收房款的结算条件，预计 2013、2014 年逐步结算。

表 2: 2012 年末公司的预售房款情况

单位：万元

项目名称	年初余额	期末余额	预计竣工时间	预售比例
壹品漫谷	522	101	2007.12 - 2008.12 陆续竣工	97%
壹品天城	140882	92496	2011.10 - 2012.12 陆续竣工	78.5%
海尚壹品	131044	183781	2008 - 2014 陆续竣工	94%
壹品星海一期	15	5	2004.11 - 2006.9 陆续竣工	98%
壹品星海二期	520	67	2008 - 2011 陆续竣工	94%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

四、资产重估价值突出，目前股价安全边际高

公司目前自有物业（已开业的项目+已拿到的土地成本）的 RNAV 值约为 37.88 亿元，折合股价 10.62 元/股。

而截至 2013 年 4 月 2 日，公司的股价为 6.44 元，资产重估值相对当前股价的溢价率约为 64.9%，较高的溢价率将为公司未来的市值提升提供空间。

表 5: 已开业项目的资产重估价值

	物业名称	自有/租赁	权益比例	建筑面积(万平方米)	物业类型	重估单价(万元/平方米)	重估值(亿元)
已开业项	友谊商城 1 期	自有	100%	2.5	精品百货	4	10
	友谊商城 2 期	自有	100%	3.0	精品百货	3.5	10.5

	物业名称	自有/ 租赁	权益比例	建筑面积 (万平方米)	物业类型	重估单价(万 元/平方米)	重估值(亿 元)
目	沈阳友谊购物中心	租赁	99%	2.5	购物中心		0
	友嘉超市(2+1)	租赁	90%	1.7	超市		0
	友谊美邻购物广场	租赁	100%	3.6	购物中心		0
	友谊商城新天地店	租赁	100%	2.5	精品百货		0
	友谊商城开发区店	自有	100%	1.23	精品百货	2	2.46
	富丽华大酒店	自有	60%	3.7	酒店	3	6.66
	友谊宾馆	自有	100%	1.0	酒店	2.5	2.5
	大连壹品天城	自有	90%	11	住宅	1.2	11.88
	苏州海尚壹品	自有	72%	25	住宅	1	18
	壹品星海二期	自有	90%	0.5	住宅	0.8	0.36
	合计			58.23			62.36

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 6: 待建或在建项目的资产重估值(保守以土地成本计算)

	物业名称	自有/ 租赁	权益比例	建筑面积 (万平方米)	物业类型	土地成本(亿 元)	重估值(亿 元)
待 建 或 在 建 项 目	辽阳京都购物中心	自有	100%	5.25	购物中心	3.1	3.1
	富丽华酒店三期	自有	60%	11.43	酒店式公寓	5.95	3.57
	大连东港项目	自有	90%	22.28	城市综合体	15.25	13.73
	沈阳金廊项目	自有	100%	18.76	城市综合体	4.23	4.23
	苏州石湖项目	自有	72%	6.36	住宅	8.55	6.16
	苏州唯亭项目	自有	40%	4.09	住宅	2.48	0.99
	河北邯郸项目	自有	50%	30.83	城市综合体	4.36	2.18
	合计			99.0			33.95
	已开业项目			58.23			62.36
全部项目合计			157.23			96.31	

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 7 公司的 RNAV 值

所有项目的资产重估值(亿元)	96.31
减: 净负债(亿元)	58.43
大连友谊的资产重估值(亿元)	37.88
总股本(亿股)	3.564
2013E 每股 NAV 值(元)	10.62
相对于 4 月 2 日价格(6.44) 溢价	64.9%

资料来源：中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8169	8145	10813	13229	营业收入	3377	4445	5791	7019
现金	1480	1925	1794	1713	营业成本	2286	2858	3721	4510
应收账款	8	9	12	15	营业税金及附加	171	296	405	505
其它应收款	52	98	120	139	营业费用	189	223	313	386
预付账款	81	121	125	137	管理费用	297	365	503	601
存货	6468	5946	8701	11163	财务费用	107	196	205	259
其他	80	46	61	62	资产减值损失	7	-2	-3	-4
非流动资产	1448	1831	2247	2771	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	38	18	23	26	投资净收益	-1	-0	-1	-1
固定资产	655	846	897	879	营业利润	320	508	647	761
无形资产	207	260	268	284	营业外收入	0	5	3	3
其他	548	707	1058	1582	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	9618	9976	13060	16000	利润总额	319	512	649	763
流动负债	6475	6485	9065	11482	所得税	108	162	209	240
短期借款	1564	1315	1938	2674	净利润	212	350	440	523
应付账款	1265	1268	1947	2280	少数股东损益	60	96	128	148
其他	3645	3902	5180	6528	归属母公司净利润	152	253	312	375
非流动负债	1205	1203	1267	1267	EBITDA	508	801	968	1146
长期借款	1196	1196	1196	1196	EPS (元)	0.43	0.71	0.87	1.05
其他	9	7	71	71					
负债合计	7679	7688	10332	12749	主要财务比率				
少数股东权益	532	629	757	905	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	356	356	356	356	成长能力				
资本公积	86	86	86	86	营业收入	5.7%	31.6%	30.3%	21.2%
留存收益	964	1217	1529	1903	营业利润	-5.9%	59.0%	27.3%	17.6%
归属母公司股东权益	1406	1659	1971	2346	归属于母公司净利润	-13.5%	66.8%	23.1%	20.1%
负债和股东权益	9618	9976	13060	16000	获利能力				
					毛利率	32.3%	35.7%	35.8%	35.8%
					净利率	4.5%	5.7%	5.4%	5.3%
					ROE	10.8%	15.3%	15.8%	16.0%
					ROIC	7.5%	13.7%	11.1%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率	79.8%	77.1%	79.1%	79.7%
					净负债比率	43.57%	36.03%	32.86%	32.92%
					流动比率	1.26	1.26	1.19	1.15
					速动比率	0.26	0.34	0.23	0.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.45	0.50	0.48
					应收账款周转率	421	476	494	469
					应付账款周转率	1.92	2.26	2.31	2.13
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.71	0.87	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	3.64	-1.38	-1.56
					每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.66	5.53	6.58
					估值比率				
					P/E	15.11	9.06	7.36	6.13
					P/B	1.63	1.38	1.16	0.98
					EV/EBITDA	9	6	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

樊俊豪: 连锁零售、文娱轻工行业分析师, 中山大学金融学硕士, 通过 CFA 二级考试, 1 年基金行业从业经验, 曾任职于广发基金金融工程部, 2011 年加盟中投证券。2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。

重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、苏宁电器、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份、物产中大、新华都、天音控股、中顺洁柔等。

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434