

# 股价接近底部，等待结构性机会

## 中性 维持

### 报告摘要:

- **零售、酒店业绩双双下滑。**2012年营业收入为33.77亿元，较上年同期增长5.73%；归属于母公司所有者的净利润为1.52亿元，较上年同期减少13.48%；基本每股收益为0.426元，较上年同期减13.41%。零售业实现净利润同比下降26.21%，主要是大连友谊商城本店一、二期贯通施工部分经营场所分期停业施工影响所致。酒店业利润同比下滑80%，主要是同期酒店业转回坏账准备所致。
- **股价触底信号显露，结构性反弹预期增强。**公司目前股价已经降至6元左右，2012年MBO的间接收购公司的成本为5.13元每股，另外温氏集团在二级市场接收大友股份的成本6.1元每股。对比分析我们认为大连友谊的目前股价的下跌空间收窄，触底反弹的可能性较大，如果下跌到5元以下，则存在超跌反弹的结构性机会。
- **房地产结算释放业绩预期增强，但释放节奏难以把握。**2012年末公司的预收账款余额为30.42亿元，主要是苏州海尚壹品、大连壹品天城等的房屋预售款，房屋的结算将集中于13、14年，假设所有预收房款于2013年结算，按房地产平均20%的净利率，将为贡献6亿元的净利润，折合每股收益1.68元，由此增厚公司业绩。但是业绩主要和结算进度相关，而结算进度公司有较强的可调性，因此我们对结算进度的时间无法做准确分析，但是结算空间对业绩增厚影响很大。
- **MBO激励管理层提升经营效益，带给投资者适度多头预期。**2012年11月公司管理层通过大连嘉威德投资有限公司对本公司的增持将持股比例从16.6%提升至51%。此次MBO能够进一步激励经营管理团队创造效益。不过，由于管理层所持股份无法流通；同时MBO前后，公司经营控制权并未发生实际变更，因此，投资者应对MBO的正面影响采取适度谨慎态度。
- **盈利预测：**预计2013、2014年EPS分别为0.49(其中商业约有0.15)、0.57元，对应当前股价PE为12.36和10.74。我们认为公司股价向下空间有限，若跌至5元以下存在结构性上涨机会。维持“中性”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(百万)	3625.88	3194.22	3,377.33	3773.94	4226.81
增长率(%)	15.24	-11.90	5.73	11.7	12.00
归母净利润(百万)	248.83	175.52	151.85	175.33	201.63
增长率(%)	37.80	-29.46	-13.48	15.9	15.00
每股收益	0.698	0.492	0.426	0.492	0.566
市盈率	8.71	12.36	14.27	12.36	10.74

### 消费服务研究组

#### 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

#### 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

### 市场表现



### 相关研究

尘埃落定，12年扣非EPS0.30元

2013-3-21

上海家化：营销费用控制有力，业绩如期释放

2013-3-21

银座股份：地产结算致业绩增长200%

2013-3-09

东方金钰：一季报业绩预增80%-100%

2013-2-25

昆百大：股权激励可行性分析

2013-2-21

昆百大：股权激励要求未来4年

CAGR46%

2013-2-19

大连友谊：收购辽阳项目，渠道下沉起步

2013-1-8

年度策略\_消费增速或下降，拐点需等待

2012-12-24

尘埃落定，12年扣非EPS0.30元

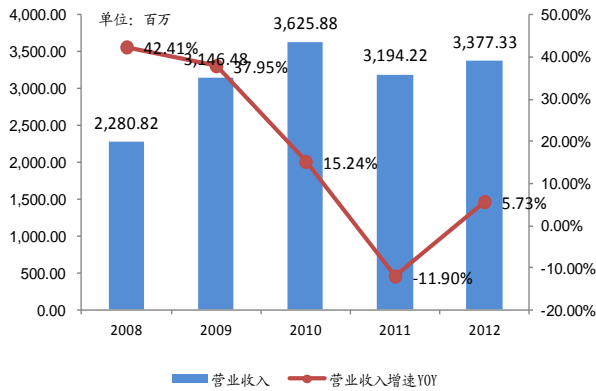
## 一、公司 2012 年基本业绩指标

**表 1: 损益表分季度指标**

财务指标	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2012
营业收入	790.50	737.42	981.67	867.74	<b>3,377.33</b>
营业收入增速 YOY	0.01%	7.70%	-12.11%	44.09%	5.73%
营业成本	582.11	487.42	606.62	610.01	2,286.17
综合毛利率(左)	26.36%	33.90%	38.20%	29.70%	<b>32.31%</b>
综合毛利率变动幅度	0.31%	-1.78%	4.59%	6.09%	2.01%
营业税金及附加	24.97	29.22	52.82	63.69	170.70
销售费用	44.81	43.23	50.64	50.45	189.14
销售费用增速	-4.19%	8.16%	28.02%	46.40%	17.65%
管理费用	60.91	67.17	72.15	97.01	297.24
管理费用增速	-14.97%	-0.59%	-9.50%	38.94%	2.94%
财务费用	40.82	16.63	40.93	8.58	106.95
期间费用率	0.19	0.17	0.17	0.18	<b>17.57%</b>
销售费用率	5.67%	5.86%	5.16%	5.81%	<b>5.60%</b>
管理费用率	7.70%	9.11%	7.35%	11.18%	<b>8.80%</b>
财务费用率	5.16%	2.26%	4.17%	0.99%	<b>3.17%</b>
资产减值损失	0.74	1.94	-7.82	11.80	6.66
公允价值变动净收益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.20	-0.41	0.36	-0.54	-0.80
其中: 对联营和合营企业的投资收益	-0.20	-0.94	0.36	-0.54	-1.33
营业利润	<b>35.94</b>	<b>91.40</b>	<b>166.68</b>	25.65	319.66
加: 营业外收入	0.21	0.13	0.06	0.07	0.47
减: 营业外支出	0.04	0.10	0.04	0.61	0.78
其中: 非流动资产处置净损失	0.04	0.09	0.02	0.51	0.51
利润总额	<b>36.11</b>	<b>91.42</b>	<b>166.69</b>	25.12	319.35
减: 所得税	16.63	25.80	48.95	16.24	107.62
净利润	<b>19.48</b>	<b>65.62</b>	<b>117.74</b>	8.88	211.73
减: 少数股东损益	-3.12	29.58	31.54	1.88	59.88
归属于母公司所有者的净利润	<b>22.60</b>	<b>36.04</b>	<b>86.20</b>	7.01	151.85
归母净利润增速	-20.52%	-32.37%	-28.71%	-125.83%	-13.48%
销售净利率(右)	2.86%	4.89%	8.78%	0.81%	4.50%

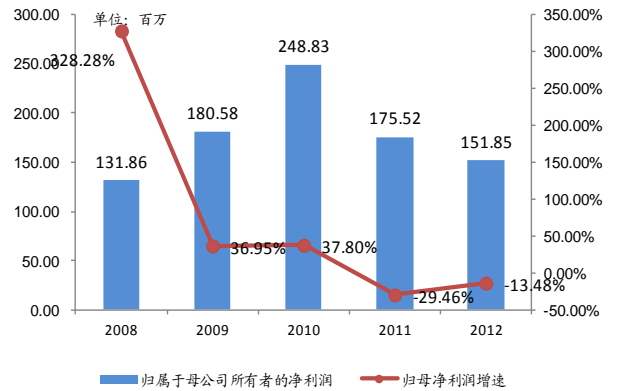
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 1: 12 年收入增速增长至 5.73%



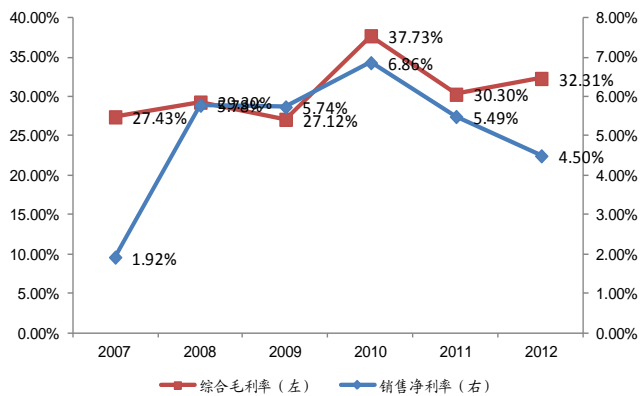
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 12 年净利润增速为 -13.48%



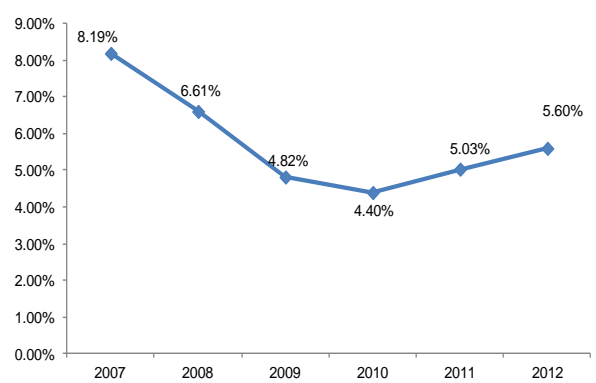
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 12 年毛利率升至 32.31%, 净利率降至 4.5%



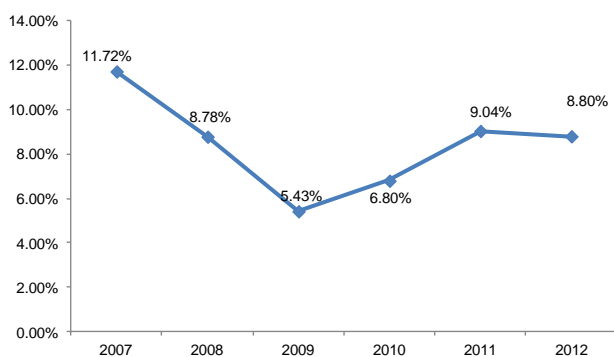
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 12 年销售费用率升至 5.6%



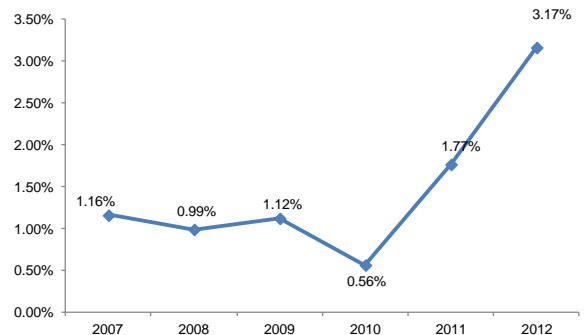
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 5: 12 年管理费用率下降至 8.8%



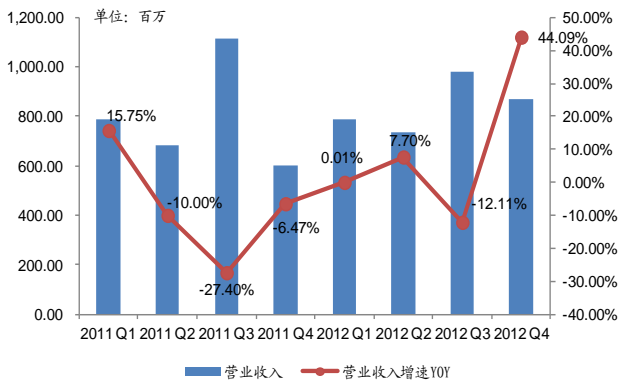
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 6: 12 年财务费用率上升至 3.17%



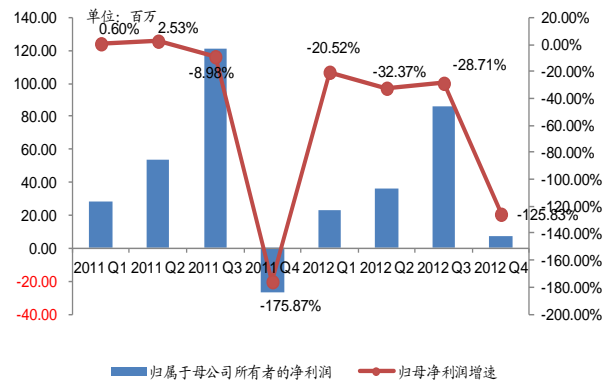
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 7: 4 季度收入同比增速上升至 44.09%



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 8: 4 季度净利润增速下滑至 -125.83%



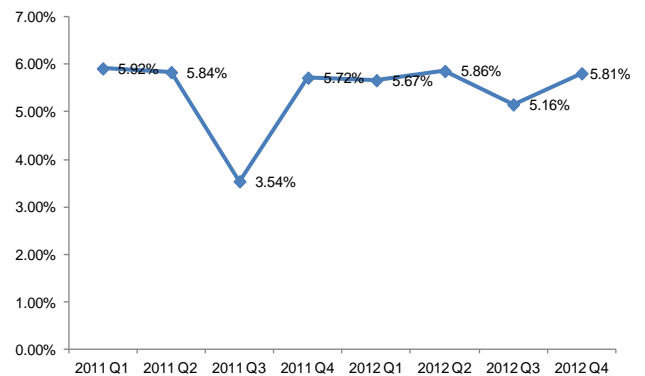
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 9: 4 季度毛利率降至 29.7%，净利率降至 0.81%



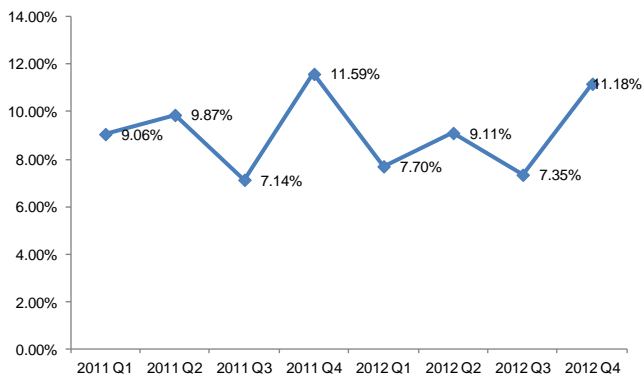
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 10: 4 季度销售费用率同比上升至 5.81%



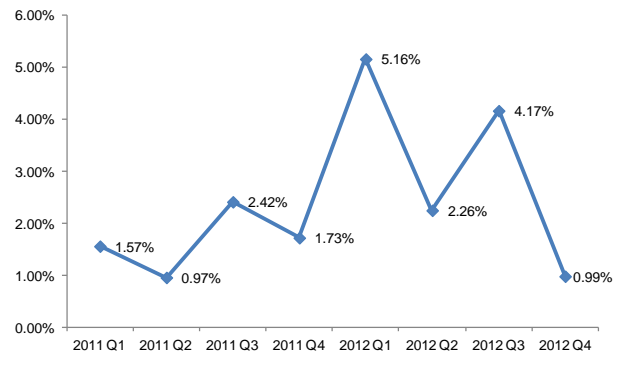
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 11: 4 季度管理费用率上升至 11.18%



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 12: 4 季度财务费用率大幅下降至 0.99%



资料来源: 公司公告, 宏源证券

## 二、参考股价显示未来下跌空间有限

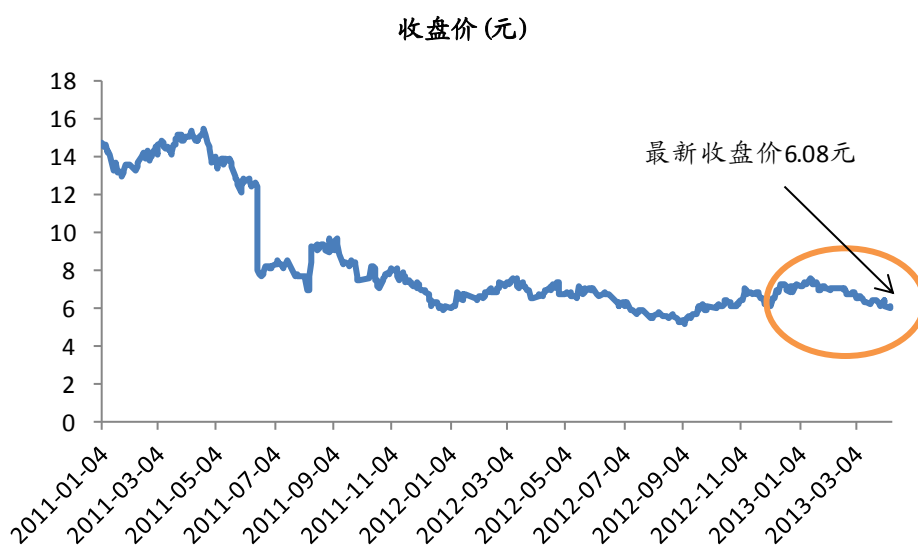
### 参考股价 1: MBO 成本, 间接以 5.13 元每股拿到上市公司股份

嘉威德通过收购一方地产持有大友集团: 2012 年 11 月 4 日, 拟转让的股权为一方地产持有的友谊集团 34.4% 股权; 约定的股权转让的对价为人民币 18,800 万元。大友集团持有大友股份 29.92%, 由此可以这样测算出嘉威德间接持有大友股份的收购成本:  $(18800 \times 10^4) / ((3.564 \times 10^8) \times 29.92\% \times 34.4\%) = 5.13$  元。

### 参考股价 2: 温氏集团在二级市场接收大友股份, 成本为 6.1 元每股

2012 年 2 月, 大连友谊集团有限公司将持有大连友谊 2,700 万股转让给广东温氏投资有限公司, 占大连友谊总股本的 7.58%, 性质为 A 股无限售条件流通股。每股转让价格为 6.10 元/股, 股份转让总价款为人民币 16,470 万元。本次转让完成过户后, 友谊集团持有大连友谊 10,666 万股, 占上市公司总股本的 29.92%。

图 133: 公司 2011 年至今股价



资料来源: WIND, 宏源证券

### 三、房地产结算分析

公司房地产有可能今年进入结算的为壹品天城、海尚壹品，但我们预期结算进度会稳步推进。

**表 2: 预收账款账龄**

项目	期末余额	年初余额
一年以内	1,633,361,827.23	2,312,473,015.41
一至两年	1,202,284,498.79	648,379,706.56
二至三年	206,440,375.29	4,342.51
三年以上	162,873.38	651,603.87
合计	3,042,249,574.69	2,961,508,668.35

资料来源：公司公告，宏源证券

**表 3: 主要预售房款**

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	5,221,900.00	1,006,977.00	2007.12~2008.12陆续竣工	97%
壹品天城	1,408,819,321.00	924,964,242.00	2011.10~2012.12陆续竣工	78.5%
海尚壹品	1,310,438,080.00	1,837,805,626.96	2008~2014陆续竣工	94%
壹品星海一期	152,733.10	52,733.10	2004.11~2006.9陆续竣工	98%
壹品星海二期	5,202,843.00	665,500.00	2008~2011陆续竣工	94%

资料来源：公司公告，宏源证券

**作者简介:**

陈炫如: 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、昆百大 A

**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	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。