

连锁零售

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunghao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 7.23元

当前股价: 5.99元

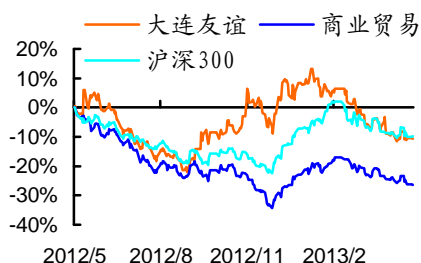
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2174.12
总股本(百万)	356
流通股本(百万)	356
流通市值(亿)	21
EPS	0.43
每股净资产(元)	3.94
资产负债率	79.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大连友谊	-1.16	-14.79	-7.13
商业贸易	-3.53	-8.95	-5.57
沪深300指数	-1.48	-10.71	6.19%



相关报告

大连友谊_12年业绩低于预期,未来看点在MBO后的业绩释放 2013-04-03

请务必阅读正文之后的免责条款部分

大连友谊

000679

推荐

蚕蛹化蝶待起舞,业绩释放或可期

大连友谊已于2012年11月完成MBO,其三大业务中商业、酒店增长稳健,房地产业务2012年末预收房款27.64亿元,且储备项目多,未来可持续。MBO完成后,公司核心管理层与上市公司在利益上结合的将更加紧密,能够激励管理团队降低代理成本,为上市公司创造效益,公司未来的业绩增长存在释放动力。

公司三大看点: MBO后的业绩释放、友谊集团可能的资产注入、较高的资产重估值。
投资要点:

- **MBO已完成,未来业绩有望得到释放。**为避免大股东变化可能带来的上市公司经营管理波动,嘉威德投资(管理层持股公司)承接了原第一大股东一方地产的34.4%友谊集团股权(承接后,持股比例51%),并于2012年11月获股东大会通过。**管理层此次MBO友谊集团的价格折算大连友谊的股价约为5.13元/股。**MBO完成后,管理层与上市公司在利益上结合的更加紧密,未来公司的业绩增长存在释放动力。
- **商业板块:以百货零售为主,内生增长与外延扩张双轮驱动。**公司商业定位中高端,目前已开业项目7个,待开业项目4个,过去6年公司商业营收增长稳健(年复合增速8.5%),利润贡献主体是友谊商城1期,年净利润6000万左右;商业板块的外延扩张主要看2012年9月底开业的友谊商城2期(主要增长点),以及待开业的4个新项目(大连东港、沈阳金廊、辽阳京都购物中心、邯郸项目)盈利增长。
- **酒店板块:营收增长稳健,利润波动较大。**富丽华大酒店是公司酒店业务的收入、利润贡献主体,凭借良好口碑与管理,公司酒店业务营收增长稳健,利润受费用、折旧等因素影响波动较大。目前富丽华酒店3期在建,预计2013年可实现预售。
- **房地产板块:储备项目多,未来可持续成长。**经过多年发展,公司地产业务已形成以大连为重心的辽宁区域、以苏州为中心的长三角区域、以邯郸为切入点的环渤海区域的战略布局。公司目前在售的房地产项目主要有2个,储备项目6个,2012年末共有预收房款27.64亿元,待售面积115.98万平方米,在预收房款逐步结算,以及新项目依次开盘的背景下,公司地产业绩的持续稳定增长是大概率事件。
- **公司看点:** ①MBO完成后,公司未来的业绩释放值得期待。动力主要源于友谊商城2期开业后的盈利增长,以及地产27.64亿预收房款的结算; ②友谊集团可能的资产注入。集团目前持有奥林匹克购物广场、春柳购物中心等4个与上市公司存在同业竞争的资产,未来存在通过资产注入等方式来解决同业竞争的可能; ③资产重估值突出,目前股价安全边际高。公司目前自有物业(已开业项目+待开业项目)的RNAV值约为34.32亿元,折算股价9.63元/股,相对当前股价溢价率约60.77%。
- **盈利预测及投资建议:** 预计公司2013-2015年EPS分别为0.51元、0.69元、0.89元,其中地产业务是未来业绩增长的主要动力,给予商业15倍PE,地产12倍PE,目标价7.23元,目前股价对应2013年PE11.7倍,维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 消费持续低迷、财务费用快速上升、房地产调控力度加大

主要财务指标

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3377	3889	4939	6159
收入同比(%)	6%	15%	27%	25%
归属母公司净利润	152	180	248	318
净利润同比(%)	-13%	19%	38%	29%
毛利率(%)	32.3%	31.5%	32.0%	32.3%
ROE(%)	10.8%	11.4%	13.5%	14.8%
每股收益(元)	0.43	0.51	0.69	0.89
P/E	14.06	11.86	8.62	6.70
P/B	1.52	1.35	1.16	0.99
EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源:中投证券研究总部

目 录

一、公司简介：MBO 已于 2012 年 11 月顺利完成	3
1.1 管理层收购（MBO）概览	3
1.2 业务概况：商业、地产、酒店，三轮共驱	5
二、商业：以购物中心为主，增长稳健	6
2.1 商业概况：已开业项目 7 个，待开业项目 4 个	6
2.2 公司商业看点：内生增长与外延扩张双轮驱动	7
2.3 商业板块盈利预测：2013、2014 年有望快速增长	11
三、酒店业：营收增长稳健，利润波动较大	11
3.1 富丽华大酒店：酒店业务的收入、利润贡献主体	11
3.2 友谊宾馆：体量较小，利润贡献可忽略不计	12
3.3 酒店业务盈利测算：2013 年以后利润逐渐恢复	12
四、房地产：2012 年末拥有预收房款 27.64 亿元，未来可持续成长	12
4.1 房地产业务概况：在售项目 2 个，储备项目 6 个	13
4.2 27.64 亿预收房款是公司未来业绩释放的重要保障	13
4.3 房地产储备项目多，未来可持续成长	14
4.4 房地产业务盈利测算：2013、2014 年地产业绩快速增长	15
五、公司三大看点：MBO 后的业绩释放+友谊集团可能的资产注入+资产重估价值突出	15
5.1 MBO 后的业绩释放	15
5.2 友谊集团可能的资产注入	16
5.3 资产重估值突出，目前股价安全边际高	17
六、盈利预测及投资建议：目标价 7.23 元，“推荐”	18
6.1 盈利预测：预计 2013 - 2015 年 EPS 分别为 0.51、0.69、0.89 元	18
6.2 投资建议：目标价 7.23 元，“推荐”	19
6.3 风险提示	19

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

一、公司简介：MBO 已于 2012 年 11 月顺利完成

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，公司管理层顺利完成了 MBO，以间接的方式，即通过控股大连友谊的大股东——友谊集团（持有 51% 的股权），间接控股了上市公司。

1.1 管理层收购（MBO）概览

1、MBO 之前

大连友谊的大股东友谊集团，其股东原本有 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%，主营房地产业务）、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%，友谊集团、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

2、MBO 过程

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 2 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管理的稳定性，保持上市公司战略的延续和文化的传承，避免因股东变化而使上市公司的经营和发展出现不必要波动，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。

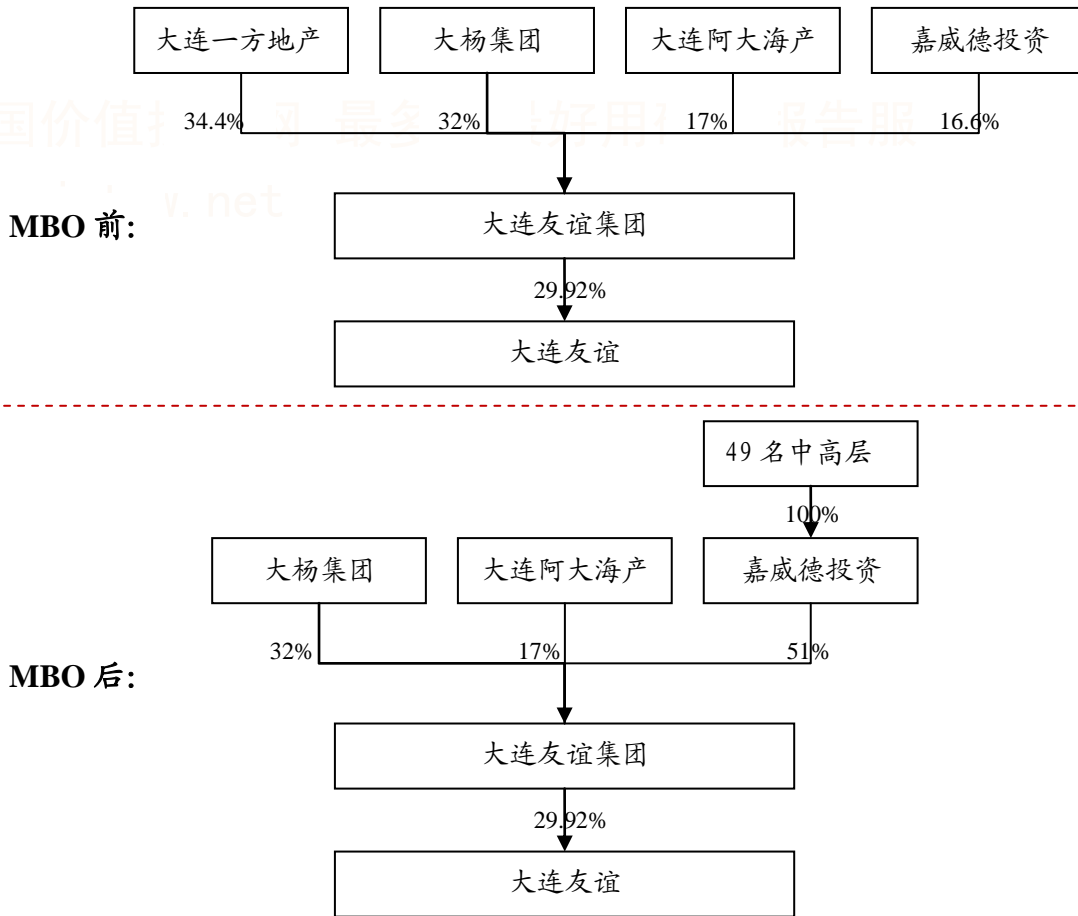
资金来源:

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 3800 万元自筹资金外, 剩余 1.5 亿元基本都来自银行贷款。

收购价格:

经过测算, 管理层此次 MBO 友谊集团的价格折算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

3、MBO 之后

MBO 已于 2012 年 11 月获得公司股东大会通过, 公司的管理团队正式成为上市公司的实际控制人, 未来管理层与上市公司在利益上将结合的更加紧密, 能够进一步激励其降低代理成本, 为上市公司创造效益, 确保公司未来的健康、可持续发展。

我们预计公司 MBO 后的业绩释放不会一蹴而就, 将会是一个渐进的过程。

1.2 业务概况：商业、地产、酒店，三轮共驱

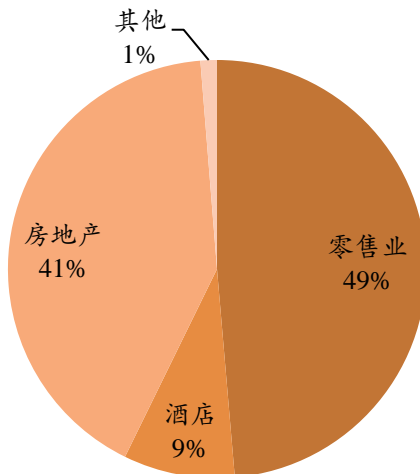
近年来，公司确立了以商业、酒店业为中心，协同房地产业复合发展的战略。其中：商业和酒店业属于公司传统产业，发展态势平稳；房地产业是公司 2003 年新涉足的行业，经过几年时间积累，已进入稳步发展阶段，目前公司的房地产项目主要集中于大连和苏州，此外，在沈阳、邯郸也有涉足。

目前公司的地产业务已形成以大连为重心的辽宁区域，以苏州为中心的长三角区域，以河北为切入点的环渤海区域的战略布局。

1、从各业务的收入与利润占比上看：

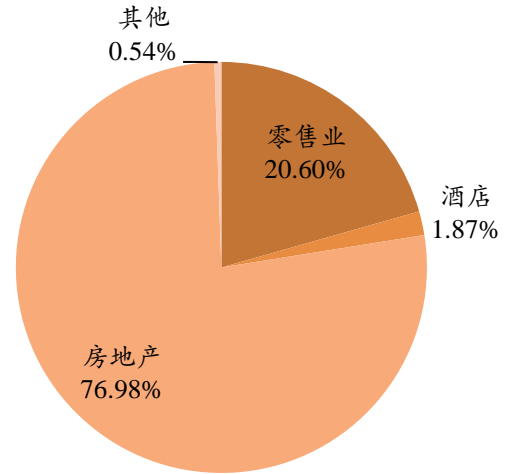
2012 年，零售业贡献了公司 49% 的收入，但贡献的利润只有 20.6%；房地产业贡献了公司 41% 的收入，但贡献了公司 76.98% 的利润，现阶段房地产业务是公司主要的利润贡献来源。

图 2 2012 年公司各业务的营业收入占比



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 3 2012 年公司各业务的营业利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

2、从各业务的新项目拓展情况上看：

商业：公司新开业的友谊商城 2 期，以及在建的沈阳友谊商城等商业项目，将巩固和提升大连友谊传统主业的规模与竞争力；

酒店业：公司目前正在开发建设大连富丽华酒店三期（酒店式公寓），预计 2013 年底预售；

房地产：公司正在开发建设的项目有：大连壹品天城、苏州海尚壹品、唯亭以及邯郸等项目。公司的地产项目布局以 3 大战略区域为主：以大连为重心的辽宁区域；以苏州为中心的长三角区域；以河北邯郸为切入口的环渤海区域。

二、商业：以购物中心为主，增长稳健

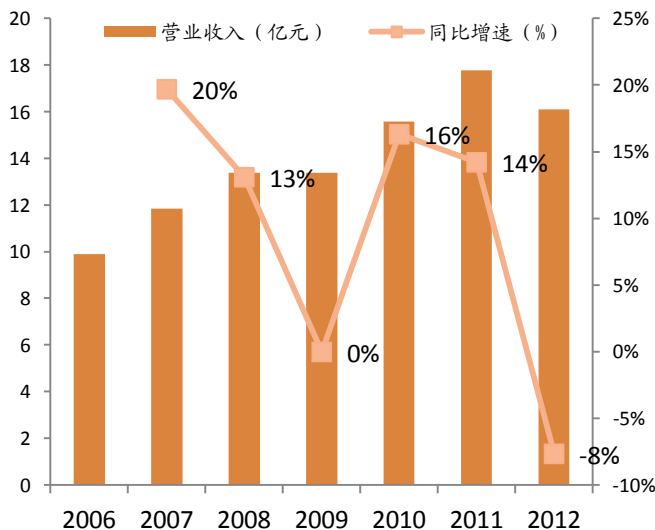
2.1 商业概况：已开业项目 7 个，待开业项目 4 个

2.1.1 商业：以购物中心为主，营收增长稳健，毛利率稳定在 16% - 19% 区间

公司商业定位中高端，以百货零售为主，确定了“百货店购物中心化”的发展模式，共有 11 个项目（已开业项目 7 个），其中自有物业 7 个，分布在大连、沈阳、辽阳等地。

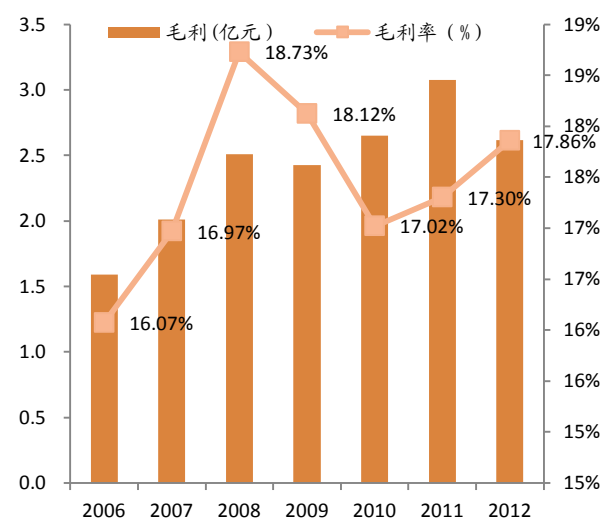
公司的商业一直发展较为稳健，自 2006 年以来，虽然宏观经济有波动，但公司商业的营收依然保持了年均 8.5% 的复合增速，且毛利率也一直稳定在 16% - 19% 区间。

图 4 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 5 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

2.1.2 商业项目：已开业项目 7 个，待开业项目 4 个

已开业项目：共 7 个（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），总建筑面积 15.25 万平米；

待开业项目：共 4 个（均为自有物业），分别为大连东港项目、沈阳金廊项目、辽阳京都购物中心、河北邯郸项目，总建筑面积约 21.75 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 (平米)	营业面积 (平米)	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	2012.9	30000	20000	自有	100%
沈阳友谊购物中心	沈阳/铁西商圈	购物中心	2002	21200	15000	租赁	99%

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
友嘉超市(2+1)	大连、瓦房店	大卖场、精品超市	2003.1	22000	15000	租赁	90%
友谊美邻购物广场	大连/中山区	购物中心	2004.1	22000	15000	租赁	100%
友谊商城新天地店	大连/西安路商圈	时尚百货	2005.4	20000	16000	租赁	100%
友谊商城开发区店	大连/开发区商圈	时尚百货	2006.4	12300	8600	自有	100%
东港项目	大连/东港区	购物中心	待定	25000		自有	90%
沈阳金廊项目	沈阳/沈河区青年大街	购物中心	2015-2016	70000		自有	100%
辽阳京都购物中心	辽宁省辽阳市	购物中心	2013-2014	52544	43000	自有	100%
邯郸项目	河北省邯郸市	购物中心	待定	约 70000	约 50000	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(含在建)的11个商业项目，利润贡献主体是友谊商城1期，2012年友谊商城1期的税后利润在5000万左右，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，因为周边居民拆迁等原因，而继续亏损(约亏损585万元)，友谊商城2期由于是2012年9月新开业项目，目前还在培育期。

2.2.1 内生增长方面：友谊商城2期是主要增长点

友谊商城1期：公司主力门店

友谊商城1期于1996年开业，位于大连市中心商业区的黄金位置，是中国北方第一座大型、高档、现代化的综合性商场。商场包括地下2层，地上9层，总营业面积1.8万平方米。2011年销售额10亿元(坪效5.5万元/平方米)，税后利润6000万左右，2012年由于消费不景气+装修改造影响，收入与利润均有所下滑(税后利润约5000多万元)，目前装修改造已基本完成，预计2013年有15%左右的增长。

友谊商城2期：公司商业的主要增长点

友谊商场2期于2012年9月25日正式开业，营业面积2万平方米，位于1期市场旁边，总投资4亿元。目前1期与2期之间已进行无缝对接(两个商场已合为一体)，2期已经于2012年9月底开业。

2期商场的品牌与1期一样，以独有品牌为主，并会针对1期商场在化妆品上的短板进行加强，重点引起国际知名化妆品牌。

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年坪效预计能达到2.5万元/平米。

图 6 友谊商城 1 期示意图



资料来源：公司网站、中投证券研究总部

图 7 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

沈阳友谊购物中心

沈阳友谊购物中心，地处沈阳铁西新区商业繁华的兴顺街 50 号，是集百货、超市为一体的大型购物中心，建筑面积 2.12 万平方米，有 6 个经营楼层，近百个停车位，内部设施完善。

2010 - 2012 年，沈阳友谊购物中心销售收入分别为 1.14 亿元、1.25 亿元、1.29 亿元，净利润分别为 110 万元、50 万元、16 万元。

友谊美邻购物广场：预计 2013 年能大幅减亏

友谊美邻购物广场，位于大连市中山区八一路、解放路交汇的三角区域，总建筑面积 2.5 万平方米，共有 6 个营业楼层，近 500 个车位，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。

由于附近居民区一直在拆迁，客流量受到较大影响，因此该商场近年一直处于亏损状态（2011 年约亏损 640 万元）。2012 年，公司已采取多种措施来扭转，如开设运动、休闲品牌折扣店，升级餐饮等，亏损额有所减少（2012 年约亏损 585 万元），我们预计 2013 年美邻购物广场能大幅减亏。

友谊商城新天地店

新天地店于 2005 年 4 月 22 日开业，坐落于大连两大核心商圈之一——西部繁华商业区域，以年轻、时尚为主要定位。

新天地店共有 5 个楼层，建筑面积 2 万平米，营业面积 1.6 万平米，汇集了十余万种商品，300 多个国内外品牌。经过多年培育，**2012 年，该门店成功实现了扭亏为盈**，我们预计盈利在 100 万元以内。2013 年预计新天地店的盈利能实现 20% 以上的增长。

图 8 友谊美邻购物广场示意图



资料来源：公司网站、中投证券研究总部

图 9 友谊商城新天地店示意图



资料来源：公司网站、中投证券研究总部

友谊商城开发区店

开发区店地处大连经济先导区 CBD 集中区域，周边交通便利、人口密集，是大连开发区内唯一一家高级百货店。

门店总建筑面积 1.23 万平米，共分五个楼层，经营各种国际精品、名品。区域内的主要竞争对手是麦凯乐开发区店，目前开发区店经营情况良好，收入、盈利逐年稳步提升。2012 年该门店销售收入 1.8 亿元，净利润约 300 万。

友嘉超市（共 3 家超市）

包含 2 家大卖场和 1 家精品超市，总营业面积约 1.5 万平米，自 2011 年开始盈利（2010 年亏损 169.6 万元，2011 年盈利 66.7 万元，2012 年盈利 50 万元）。

公司对友嘉超市的定位是：作为购物中心的配套超市，未来会复制到在建和拟建的商业项目（如购物中心、城市综合体）中，以丰富公司的商业业态，缩短项目培育期。

图 10 友谊商城开发区店示意图



资料来源：公司网站、中投证券研究总部

图 11 友嘉超市示意图



资料来源：公司网站、中投证券研究总部

2.2.2 外延扩张：目前有 4 个新项目，未来会通过租、建、并、购等多种方式来拓展新项目

已公告的新项目主要有 4 个，分别是大连东港项目、沈阳金廊项目，辽阳京都购物中心项目和河北邯郸项目，均为购物中心，规划总建筑面积约 21.75 万平米，其中辽阳京都购物中心预计 2013 年底开业。

零售业是公司未来将重点发展的领域之一，目前已储备有一些项目，未来还将加强商业项目调研，通过自建、收购、租赁、联营、合资等多种形式来拓展新项目来源。

公司未来的发展方向是集购物中心、酒店、写字楼、住宅等多种建筑于一体的多功能、多业态城市综合体，我们认为这也是未来零售行业的一个发展趋势。

1、辽阳京都购物中心项目：预计 2013 年四季度对外营业

该项目位于辽宁省辽阳市，由公司 2013 年 1 月份收购而来，总建筑面积 5.25 万平米，分为地上 9 层和地下 2 层，收购价 3.1 亿元。

辽阳京都购物中心位于辽阳市中心商业地段，是当地面积最大的商业物业，且周边竞争也不激烈，当地的主要竞争对手有新世纪广场、名牌购物中心等，体量均偏小。预计京都购物中心开业后在当地的竞争力较强，我们看好其开业后发展前景。

目前辽阳京都购物中心正在进行装修改造，预计 2013 年四季度对外营业。

2、大连东港项目

公司于 2010 年 9 月取得了大连东港区 K03-2、K04-2、K05 地块，总建筑面积 22.5 万平米，用于城市综合体项目建设，其中商业 2.5 万平米，住宅 16.3 万平米，楼面地价约 6700 元/平米。

目前该项目仍处在土地整理过程中，预计 2015 年能建成开业。

3、沈阳金廊项目

该项目也是由公司收购而来，2011 年 7 月，公司以 4.23 亿元的价格收购了沈阳狮房房地产公司，其金廊 94 号地，土地面积 1.5 万平，建筑面积 23.8 万平（地上建筑面积 18.74 万平米，地下建筑面积 5.06 万平米），公司计划将其建设成为城市综合体，预计商业面积约 7 万平米，高档公寓约 12.8 万平米。

4、邯郸项目

2012 年 4 月，公司公告取得邯郸一地块面积为 1.81 万平米的土地使用权，成交价 2.18 亿元，用于邯郸地区的城市综合体项目开业，规划面积 16.56 万平米，其中商业面积约 7 万平米，总投资 12 亿元。

邯郸项目是公司以河北为切入点的环渤海区域项目,是公司中高端百货业态迈出大连本埠区域,实现跨区域扩张的一次有力布局。

2.3 商业板块盈利预测: 2013、2014 年有望快速成长

2012 年以前,公司商业板块平均保持每年 10% - 15% 的营收增速,但 2012 年,受国内外宏观经济不景气,以及公司主力门店友谊商城 1 期装修改造等因素影响,公司商业部分的营业收入、利润均出现下降(营收下降 7.6%,利润下降 26.21%)。

随着友谊商城 1 期和 2 期之间连廊天桥的无缝对接完成,原来限制友谊商城 1 期发展的面积瓶颈将得到极大解决,协同效应的发挥,将使得友谊商城 2 期的培育期较短,公司 2013、2014 年的利润有望实现快速增长。

表 3: 大连友谊商业板块的营收及利润测算

单位: 万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	133796	155642	177769	164259	201382	245404
YOY		16.33%	14.22%	-7.60%	22.60%	21.86%
营业成本	109548	129149	147009	134921	165697	202188
YOY		17.89%	13.83%	-8.22%	22.81%	22.02%
毛利率 (%)	18.12%	17.02%	17.30%	17.86%	17.72%	17.61%
净利率 (%)	3.93%	3.89%	4.33%	3.46%	3.40%	3.51%
净利润	5257	6054	7691	5675	6847	8614
YOY		15.18%	27.02%	-26.21%	20.65%	25.80%
EPS	0.15	0.17	0.22	0.16	0.19	0.24

资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

三、酒店业: 营收增长稳健, 利润波动较大

公司共有 2 个酒店,分别为富丽华大酒店、友谊宾馆,虽然大连地区酒店行业竞争日趋激烈,但公司的酒店业务营业收入依然凭借良好的口碑和管理水平实现了稳健增长,利润则受费用、折旧等因素影响,波动较大。

3.1 富丽华大酒店: 酒店业务的收入、利润贡献主体

富丽华大酒店坐落于大连市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,拥有标准间、豪华间、总统套房等各式房间 832 间。公司目前持有富丽华大酒店 60% 的股权。

富丽华大酒店的 1 期、2 期均已营业,其中 2 期项目于 2009 年重新装修改造,并开始计提折旧,预计在 2014 年折旧计提完毕后,酒店业务的利润会有释放。

此外,2010年公司以5.95亿元的价格成功竞得一块面积约1.27万平方米的土地,用于富丽华酒店3期建设,总建筑面积约11.43万平方米。3期项目主要是为富丽华大酒店建设配套服务功能以及部分酒店式公寓,目前正在进行工程建设,预计2-3年内投入运营,酒店式公寓2013年底会实现销售,售价预计1.8万元/平米左右。

3.2 友谊宾馆: 体量较小, 利润贡献可忽略不计

友谊宾馆坐落于大连市中心区人民路东段(港湾广场附近),地处大连金融、商业、贸易繁华地段,是一家普通的商务型酒店。友谊宾馆由于体量较小,对公司利润贡献有限,可忽略不计。

3.3 酒店业务盈利测算: 2013年以后利润逐渐恢复

2012年,公司酒店业务受经济下滑、竞争加剧,以及富丽华酒店三期在建摊薄利润等因素影响,营业收入与2011年基本持平,营业利润仅有688万元,同比下降80%。

预计2013年公司酒店业务的利润将会有所恢复,2014、2015年达到正常的盈利水平,约2000万净利润每年。

表4: 酒店业务收入及利润测算

单位: 万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	19347	25070	29073	29071	29536	30659
YOY		29.58%	15.96%	-0.01%	1.60%	3.80%
营业成本	3620	4762	6481	6393.65	6451	6806
YOY		31.54%	36.11%	-1.35%	0.89%	5.51%
毛利率(%)	81.29%	81.01%	77.71%	78.01%	78.16%	77.80%
净利率(%)	4.33%	1.06%	8.87%	1.77%	3.60%	5.70%
净利润	838	267	2579	515.8	1063	1748
YOY		-68.16%	866.46%	-80.00%	106.15%	64.35%
EPS	0.02	0.01	0.07	0.01	0.03	0.05

资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

四、房地产: 2012年末拥有预收房款27.64亿元, 未来可

持续成长

公司的房地产业务在近几年取得了长足发展,对公司业绩形成了有力支撑,目前公司的房地产业务已形成3大战略区域: 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。

4.1 房地产业务概况：在售项目 2 个，储备项目 6 个

现阶段公司在售项目主要是大连“壹品天城”，苏州的“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 6 块，土地面积约 22.48 万平方米，足够支撑公司未来 3-5 年的开发需求，将对公司未来的业绩持续、稳健增长奠定良好基础。

未来公司有意向小型城市综合体发展，以地产带动零售和酒店发展，同时也会倾向于开发刚需住宅项目，以减轻大项目的资金压力。

表 5：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	基本销售完
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
邯郸项目	邯郸	100%	2012.4	3.63	16.56	12	在建
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

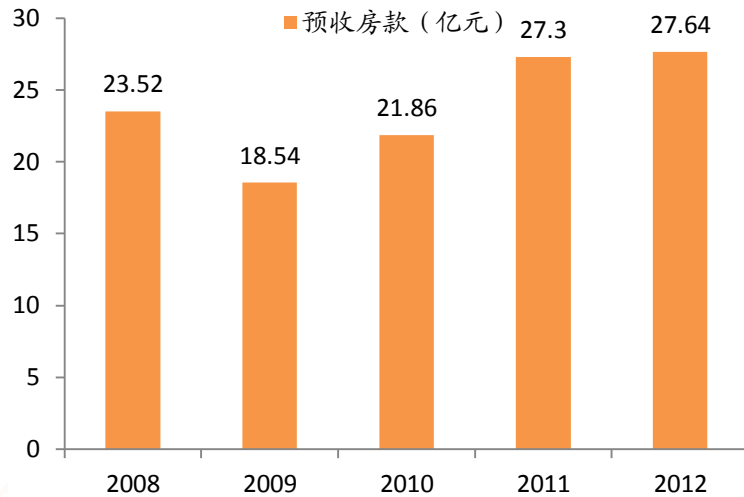
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

4.2 27.64 亿预收房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，折算 EPS 1.10 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 年逐步结算完。

图 12：公司过往 5 年的预收房款情况



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 6: 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

4.3 房地产储备项目多，未来可持续成长

公司目前拥有的房地产项目，待售面积约 115.98 万平米，2013 年预计可能会有苏州唯亭、河北邯郸、沈阳金廊 3 个新楼盘开盘，2014 年将依次进入结算期。

此外，公司 2012 年末拥有预收房款约 27.74 亿元，也将逐渐在 2013、2014 年进入结算期。

表 7: 公司已售和储备的房地产项目预计结算进度

项目	待售面积(万平方米)	楼面地价(元/平方米)	结算均价(元/平方米)	结算进度(万平方米)				预收房款(亿元)
				2012	2013E	2014E	2015E	
大连壹品天城	11	3000	12000	4	4.4	2.6		9.25
苏州海尚壹品	25	2065	10000	8	8.5	5	3.5	18.38
壹品星海二期	0.50	2,908	8,000	0.5				0.01
苏州石湖项目	6.36	13,438	35,000			0.8	3.36	
苏州唯亭项目	4.09	6,059	20,000		1	2	1.09	
河北邯郸项目	16.56	1,413	6,500			2	8	
富丽华酒店三期	11.43	5,206	30,000			1.7	4	

项目	待售面积(万平)	楼面地价	结算均价	结算进度(万平方米)				预收房款
大连东港项目	22.28	6,846	35,000				8	
沈阳金廊项目	18.76	2,255	15,000				9	

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

4.4 房地产业务盈利测算：2013、2014 年地产业绩快速增长

在公司 27.64 亿预收房款，以及新项目依次开盘的背景下，2013、2014 年公司地产业绩的持续稳健成长是大概率事件。

预计 2013、2014 年公司地产业务将分别结算 15.79 亿元、21.38 亿元，贡献净利润分别为 1.04 亿元、1.43 亿元，折合 EPS 约为 0.29 元、0.40 元。

表 8：公司房地产业务收入及利润测算

单位：万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	151977	174987	104705	139801	157958	213805
YOY		15.14%	-40.16%	33.52%	12.99%	35.36%
营业成本	107475	85554	61884	83595	94301	127000
YOY		-20.40%	-27.67%	35.08%	12.81%	34.68%
毛利率(%)	29.28%	51.11%	40.90%	40.20%	40.30%	40.60%
净利率(%)	7.87%	10.61%	6.95%	6.68%	6.60%	6.70%
净利润	11963	18561	7282	9339	10425	14325
YOY		55.16%	-60.77%	28.24%	11.63%	37.41%
EPS	0.34	0.52	0.20	0.26	0.29	0.40

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

五、公司三大看点：MBO 后的业绩释放+友谊集团可能

的资产注入+资产重估价值突出

5.1 MBO 后的业绩释放

公司于 2012 年 11 月 6 日公布《董事会关于本公司管理层收购事宜致全体股东报告书》，并在随后的临时股东大会上表决通过了《关于大连嘉威德投资有限公司受让大连一方地产有限公司所持大连友谊集团有限公司全部 34.4% 股权的议案》。至此，管理层持股的大连嘉威德投资有限公司对大连友谊集团的持股比例从 16.6% 上升至 51%，曲线 MBO 顺利完成。

此次 MBO 的集团股权作价 1.88 亿，除了管理层的 3800 万自有资金外，其余 1.5 亿元基本来自于银行贷款，据我们测算，本次管理层 MBO 友谊集团的价格折算大连友谊的股价约为 5.13 元/股。

我们认为：本次 MBO 完成后，大连友谊的经营管理团队将通过友谊集团间接控制大连友谊，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，能够进一步激励管理团队降低代理成本，为上市公司创造效益，从而确保上市公司未来健康、可持续发展。

MBO 完成后，公司未来的业绩释放值得期待：

①商业部分：新项目友谊商城二期已开业半年多，且与公司的利润主体友谊商城一期进行了无缝连接（将解决友谊商城一期因面积较小而带来的成长瓶颈），预计培育期将较短；

此外友谊商城一期的装修改造也已完成（2012 年由于友谊商城一期进行了装修改造，因此收入、利润有所下降），预计公司 2013、2014 年的商业业绩将会快速增长；

②房地产部分：27.64 亿元预收房款，以及多个新地产项目逐步进入结算期，公司未来的地产业绩快速成长可期。

5.2 友谊集团可能的资产注入

由于历史等原因，友谊集团与上市公司之间存在着同业竞争，未来需要解决。目前友谊集团持有的物业主要是奥林匹克购物广场、春柳购物中心、星海商业广场以及南山花园酒店。

表 9：友谊集团持有的存在同业竞争性质的资产

项目名称	业态	经营商品或核心商铺	主要目标客户群体
奥林匹克购物广场	购物中心	沃尔玛超市	周边居民及需要在特大型超市购物的人群
春柳购物中心	百货商店	中低档日用百货	周边工薪阶层
星海商业广场	专业市场	月星家居	有装修和购买家具需求的居民
南山花园酒店	酒店	酒店餐饮	中低端商务、会议

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1、奥林匹克购物广场

奥林匹克购物广场隶属于大连友谊集团，是大连建市百年献礼工程，项目东西长 280 米，南北宽 80 米，包含地下两层，总建筑面积约 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，年利润约 700 万元左右。

该购物中心是友谊集团根据政府的要求而投资设立的企业,成立时考虑到不确定性多、经营风险大,故未由上市公司投资设立。

2、春柳购物中心

春柳购物中心前身是大连市百货公司,因经营不善而被政府划拨给了友谊集团,由于亏损的缘故,无法装入上市公司。

该购物中心整体建筑为地上5层,地下1层,总建筑面积约6000平方米,经营效益不佳,年利润在盈亏平衡点附近。

3、星海商业广场

该广场是经营家具、家居产品的专业市场,友谊集团将该广场进行了转租,实际经营方为月星家居。

4、南山花园酒店

酒店位于大连市风景秀丽的南山之麓,南靠植物园、北临明泽湖,是东北地区唯一拥有日式庭院的五星级花园酒店,拥有各类客房200间。

我们认为: 集团与上市公司之间的同业竞争问题未来需要解决,其中一种可能的途径是集团将这些资产注入到上市公司,这将有利于同业竞争问题的解决并做大做强上市公司的商业板块。

5.3 资产重估值突出, 目前股价安全边际高

公司目前自有物业(已开业项目+待开业项目的土地成本)的RNAV值约为34.32亿元,折算股价9.63元/股。

截至2013年5月5日,公司的股价为5.99元,资产重估值相对当前股价的溢价率约为60.77%,较高的溢价率为公司未来的市值成长提供了空间。

表 10: 已开业项目的资产重估值

	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 目	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
	沈阳友谊购物中心	租赁	99%	2.12	购物中心	-	0
	友嘉超市(2+1)	租赁	90%	2.2	超市	-	0
	友谊美邻购物广场	租赁	100%	2.2	购物中心	-	0
	友谊商城新天地店	租赁	100%	2.0	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

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)
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 11: 待建或在建项目的资产重估值 (以土地成本进行保守估算)

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	100%	16.56	城市综合体	2.18	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 12 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)	61.99
大连友谊的资产重估值 (亿元)	34.32
总股本 (亿股)	3.564
2013E 每股 NAV 值 (元)	9.63
相对于 5 月 5 日价格 (5.99) 溢价	60.77%

资料来源：中投证券研究总部

六、盈利预测及投资建议：目标价 7.23 元，“推荐”

6.1 盈利预测：预计 2013 - 2015 年 EPS 分别为 0.51、0.69、0.89 元

综合此前分析，一方面 2012 年公司的零售业、酒店业受宏观经济不景气，以及新项目施工（如友谊商城二期、富丽华大酒店三期）等不利因素影响，盈利处于低谷，预计 2013 年有望逐步改善；

另一方面公司的零售业、房地产业务，在新项目（如友谊商城 2 期）盈利，以及 27.64 亿元预收房款逐步结算等驱动下，业绩亦有望得到释放。

我们预计，公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.69 元、0.89 元，其中商业贡献的 EPS 分别为 0.19 元、0.24 元、0.28 元；酒店贡献的 EPS 分别为 0.03 元、0.05 元、0.07 元；房地产贡献的 EPS 分别为 0.29 元、0.40 元、0.54 元。

表 13：公司 2013—2015 年各业务的 EPS 分拆

	2012	2013E	2014E	2015E	CAGR (2013—2015)
零售业	0.16	0.19	0.24	0.28	20.51%
酒店	0.01	0.03	0.05	0.07	91.29%
房地产	0.26	0.29	0.40	0.54	27.59%
合计	0.43	0.51	0.69	0.89	27.44%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

6.2 投资建议：目标价 7.23 元，“推荐”

我们认为，公司商业、酒店业务增长稳健，房地产业务储备项目多，且未来可持续，自 2012 年 11 月公司 MBO 完成后，核心管理层与上市公司在利益上将紧密结合，能够激励管理团队降低代理成本，为上市公司创造效益，促进公司的健康、可持续发展。

未来公司的看点主要是 MBO 后的业绩释放、友谊集团可能的资产注入以及较高的资产重估值（NAV 9.63 元），给予商业 15 倍 PE，酒店 30 倍 PE，地产 12 倍 PE，则公司目标价 7.23 元，公司目前股价对应 2013 年 PE 约 11.7 倍，维持“推荐”评级。

6.3 风险提示

- 1、宏观经济持续低迷，居民消费意愿不强；
- 2、公司新开工项目较多，财务费用快速上升；
- 3、国家进一步加大房地产调控。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8169	7523	9744	12344
现金	1480	1727	1600	1700
应收账款	8	8	11	14
其他应收款	52	85	102	122
预付账款	81	113	113	126
存货	6468	5544	7857	10320
其他流动资产	80	46	61	62
非流动资产	1448	1831	2247	2771
长期投资	38	18	23	26
固定资产	655	846	897	879
无形资产	207	260	268	284
其他非流动资产	548	707	1058	1582
资产总计	9618	9354	11990	15115
流动负债	6475	5966	8197	10890
短期借款	1564	1315	1958	2994
应付账款	1265	1182	1758	2108
其他流动负债	3645	3469	4481	5789
非流动负债	1205	1203	1267	1267
长期借款	1196	1196	1196	1196
其他非流动负债	9	7	71	71
负债合计	7679	7169	9464	12157
少数股东权益	532	599	692	806
股本	356	356	356	356
资本公积	86	86	86	86
留存收益	964	1144	1391	1710
归属母公司股东权益	1406	1586	1834	2152
负债和股东权益	9618	9354	11990	15115

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	110	1102	-500	-659
净利润	212	246	341	432
折旧摊销	82	97	115	126
财务费用	107	199	212	275
投资损失	1	0	1	1
营运资金变动	-317	573	-1190	-1502
其他经营现金流	25	-13	20	10
投资活动现金流	-212	-80	-61	-67
资本支出	198	22	22	22
长期投资	-15	-20	4	3
其他投资现金流	-29	-78	-34	-41
筹资活动现金流	-214	-775	434	826
短期借款	274	-249	643	1036
长期借款	-670	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	181	-526	-210	-210
现金净增加额	-316	247	-127	100

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3377	3889	4939	6159
营业成本	2286	2664	3360	4169
营业税金及附加	171	175	247	308
营业费用	189	194	252	320
管理费用	297	311	400	505
财务费用	107	199	212	275
资产减值损失	7	-4	-5	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-1	-1
营业利润	320	348	472	582
营业外收入	0	5	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	319	352	474	584
所得税	108	106	133	152
净利润	212	246	341	432
少数股东损益	60	66	94	113
归属母公司净利润	152	180	248	318
EBITDA	508	644	799	983
EPS (元)	0.43	0.51	0.69	0.89

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	5.7%	15.1%	27.0%	24.7%
营业利润	-5.9%	9.0%	35.6%	23.3%
归属于母公司净利润	-13.5%	18.6%	37.6%	28.6%
获利能力				
毛利率	32.3%	31.5%	32.0%	32.3%
净利率	4.5%	4.6%	5.0%	5.2%
ROE	10.8%	11.4%	13.5%	14.8%
ROIC	7.5%	10.6%	9.5%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	79.8%	76.6%	78.9%	80.4%
净负债比率	43.57%	38.63%	36.09%	37.15%
流动比率	1.26	1.26	1.19	1.13
速动比率	0.26	0.33	0.23	0.19
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.41	0.46	0.45
应收账款周转率	421	447	489	475
应付账款周转率	1.92	2.18	2.29	2.16
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.51	0.69	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	3.09	-1.40	-1.85
每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.45	5.14	6.04
估值比率				
P/E	14.06	11.86	8.62	6.70
P/B	1.52	1.35	1.16	0.99
EV/EBITDA	9	7	6	5

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