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： 7.23 元

当前股价： 5.76 元

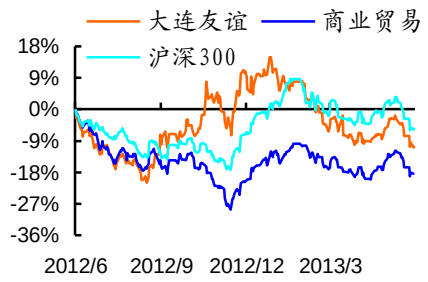
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2159.29
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	-7.10%	-7.40%	-20.66%
商业贸易	-4.03%	-1.40%	3.05%
沪深 300	-6.69%	-3.35%	2.14%



相关报告

大连友谊（深度报告）_蚕蛹化蝶待起舞，业绩释放或可期 2013-05-07

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

签订 4.5 亿信托贷款合同，变更应收款坏账计提比例

公司公告：1、公司董事会表决通过了与浙商金汇信托股份有限公司签订信托贷款合同的议案，信托贷款规模为 4.5 亿元，用于补充公司流动资金。贷款利率执行固定利率 8.5%/年，贷款期内不进行调整；

2、董事会本着审慎原则，决定变更应收款坏账准备计提比例，此前 3 年以上应收款项坏账准备计提比例统一为 30%，现改为 3－4 年应收款计提比例为 30%，4－5 年应收款计提比例为 50%，5 年以上应收款计提比例为 100%。

公告点评：

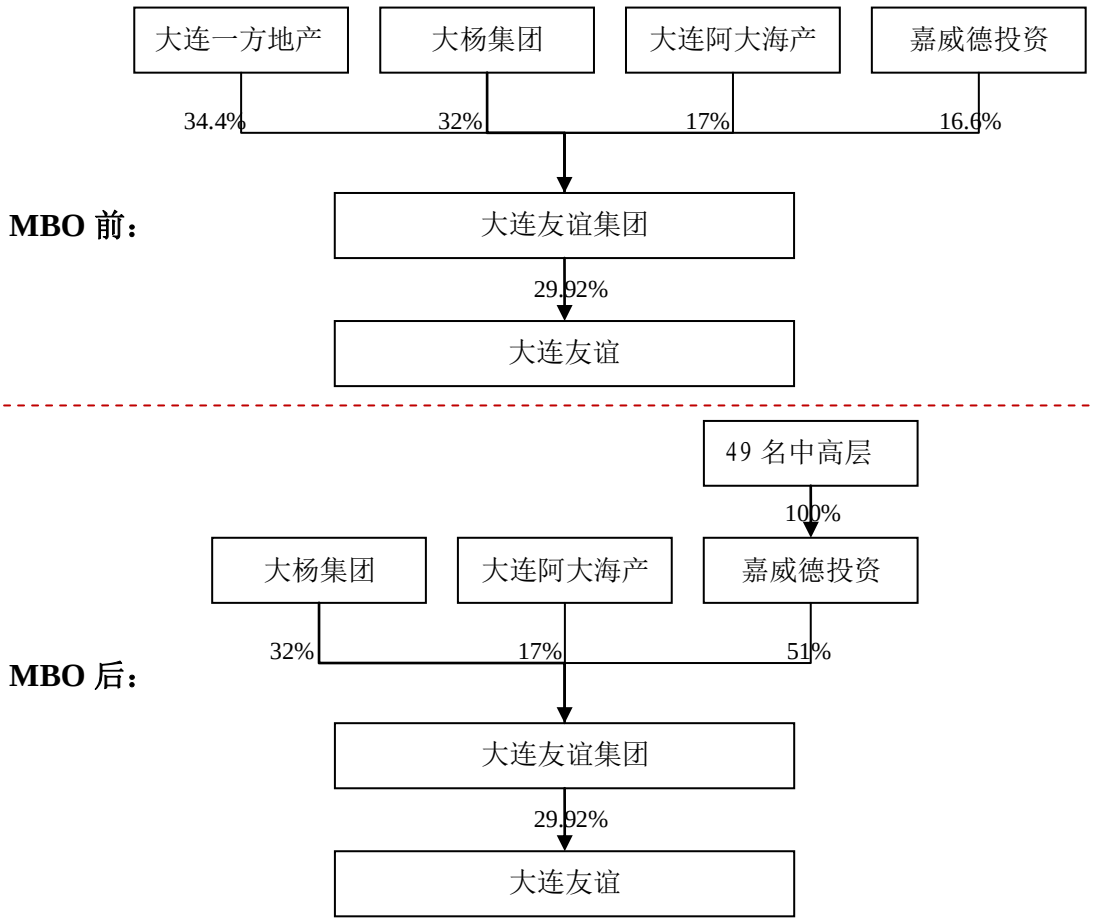
- **拓宽融资渠道，解决公司资金需求。**经过多年发展，公司已形成以零售业、酒店业为中心，协同房地产业复合发展的业务格局，并且初步实现产业间的协同发展，良性互动。但由于公司目前在建与待建项目较多（尤其是房地产开发项目），故对资金的需求量也随着规模的扩张而不断增长。此次通过信托贷款方式融资 4.5 亿元，是公司拓宽融资渠道，改善公司财务状况的一次积极尝试。截至 2013 年一季度末，公司银行贷款总额约 27.2 亿元，资产负责率高达 79.2%。
- **公司目前在建项目主要有 4 个，**分别为沈阳友谊时代广场、邯郸友谊时代广场、大连富丽华国际公寓和苏州双友新和城项目，其中我们预计大连富丽华国际公寓明年预售，沈阳友谊时代广场、邯郸友谊时代广场 2015－2016 年投入使用。
- **变更应收账款坏账计提比例，对公司 2013 年业绩影响不大。**根据公司 2012 年年报的应收账款数据，我们判断其 2013 年 Q1 的应收账款 49.63 万元，其账龄在 4－5 年左右，因此即使按 100%计提，对公司当年的利润也影响不大，可以忽略。
- **公司主要看点：①MBO 完成后，公司未来的业绩释放值得期待，**但我们认为未来公司的利润释放将是一个逐渐的过程，需要耐心，业绩释放主要来自于友谊商城 2 期开业后的盈利增长，以及 2012 年末地产 27.64 亿元预收房款的结算；**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 67.2%。
- **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，目前公司股价对应 2013 年 PE 11.4 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	13.52	11.40	8.29	6.45
P/B	1.46	1.29	1.12	0.95
EV/EBITDA	9	7	5	4

资料来源：中投证券研究所

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

表 1：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%
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%

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
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	2015-2016	约 70000	约 50000	自有	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 2：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（万平米）	建筑面积（万平米）	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

表 3：2012 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

表 4：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

表 5：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（万平米）	物业类型	重估单价（万元/平米）	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
	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（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 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）	61.99
大连衣谊的资产重估值（亿元）	34.32
总股本（亿股）	3.564
2013E 每股 NAV 值（元）	9.63
相对于 6 月 19 日价格（5.76）溢价	**67.2%**

资料来源：中投证券研究总部

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
其它应收款	52	85	102	122
预付账款	81	113	113	126
存货	6468	5544	7857	10320
其他	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	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	3645	3469	4481	5789
非流动负债	1205	1203	1267	1267
长期借款	1196	1196	1196	1196
其他	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
其它	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	-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	181	-526	-210	-210
现金净增加额	-316	247	-127	100

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	13.52	11.40	8.29	6.45
P/B	1.46	1.29	1.12	0.95
EV/EBITDA	9	7	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±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、中百集团、人人乐、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。

免责条款

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，旨为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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434