

# 大连友谊(000679)

## 重组“实业+金融”，武汉金控旗下唯一上市平台

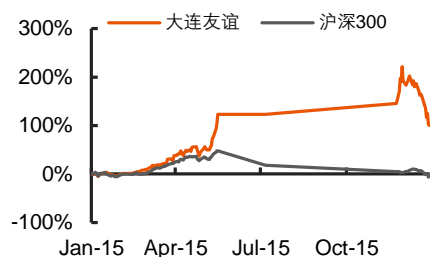
### 推荐 (首次)

现价: 14.74 元

#### 主要数据

行业	非银金融
公司网址	www.dlyy.com.cn
大股东/持股	大连友谊集团有限公司 /29.93%
实际控制人/持股	大连嘉威德/15.26%
总股本(百万股)	356
流通 A 股(百万股)	356
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	52.53
流通 A 股市值(亿元)	52.52
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	73.20

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**缴文超** 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
010-56800136  
JIAOWENCHAO233@pingan.com.cn

**徐闻** 投资咨询资格编号  
S1060513050003  
0755-22622625  
XUWEN007@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**罗晓娟** 一般证券资格编号  
S1060114080008  
01059730725  
LUOXIAOJUAN567@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

#### ■ 大型综合商贸集团，多项举措应对行业寒冬

大连友谊 93 年成立，96 年在深交所上市。2012 年，嘉威德投资成为公司的实际控制人。公司是以零售百货、酒店管理、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。

2014 年，我国宏观环境持续低迷，公司主业承载电商冲击、行业分流，公司不断寻求新的业务增长点。面对这种情况，公司采取多项举措来应对行业寒冬。在零售业方面，积极触网，体验为先、积极探索线上领域；在酒店业方面，服务为先、品牌提质，扩大客户规模；在地产业方面，存量调整、销售为先，积极调整销售策略，并通过土地出让金返还回笼资金。

#### ■ 收购资产，切入金融，构建担保、授信、征信、互联网金融四大业务线

2015 年 12 月，公司公告拟以 9.51 元/股的价格向武信投资集团、武信管理公司 2 名交易对方发行 6.6 亿股(共计 62.7 亿元)购买其合计持有的武信担保集团 100%股权、武汉中小担保公司 100%股权、武汉创业担保公司 90%股权、武汉信发投 100%股权、武信小贷公司 18%股权、武汉资信公司 100%股权、武信评级公司 90%股权及汉信互联网金融 70%股权。同时拟募集配套资金不超过 30 亿元，按照 11.02 元/股的发行价测算，发行股份的数量不超过 2.7 亿股。

拟购买资产 2013 年、2014 年、2015 年 1-9 月模拟合并营业收入 8.7 亿元、11.8 亿元和 9.8 亿元，模拟合并净利润 4.9 亿元、6.3 亿元和 4.9 亿元。根据收购承诺，武信管理和武信投资保证标的公司 2016 年度、2017 年度及 2018 年度归属于母公司所有者的净利润不低于 6.38 亿、7.53 亿、8.6 亿元。

收购完成后，公司将形成“实业+金融”的格局。

#### ■ 背靠武汉金控，旗下唯一上市平台

本次重组完成后，武汉金控将成为公司实际控制人，并成为武汉金控旗下

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3632	3597	3745	3898	4058
YoY(%)	7.5	-1.0	4.1	4.1	4.1
净利润(百万元)	160	56	83	375	434
YoY(%)	10.1	-52.4	47.5	350.0	15.9
毛利率(%)	31.5	31.1	31.6	31.6	31.6
净利率(%)	6.4	3.1	4.4	18.9	21.0
ROE(%)	10.8	3.8	5.6	23.6	25.5
EPS(摊薄/元)	0.45	0.16	0.23	1.05	1.22
P/E(倍)	32.8	93.1	63.1	14.0	12.1
P/B(倍)	3.5	3.6	3.5	3.3	3.1

唯一上市平台。武汉金控旗下拥有银行、担保、信托、金融资产交易所、基金、小贷、金融服务公司、金融外包服务、典当、资产管理等金融机构，正在筹建金融租赁公司、人寿保险公司等金融机构。

■ **投资建议**

大连友谊近年来三大主业增长受阻，公司不断落实相关多元化发展，寻求新的业务增长点，今年，公司拟收购资产切入担保、授信、征信以及互联网金融等领域，所收购资产盈利能力较好、风险管控能力较强；收购完成后，公司将成为武汉金控旗下唯一上市平台，看好公司未来发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示**

宏观经济表现不及预期，零售业景气度继续下降，房地产市场回暖不及预期，业务整合不及预期等风险。

# 正文目录

<b>一、发展简述：昔日综合商贸，今日转型金控</b> .....	5
1.1 大连友谊公司发展历史 .....	5
1.2 主业遇瓶颈，公司急转型.....	6
<b>二、收购资产，四大业务线切入金融</b> .....	10
2.1 收购资产，布局金控 .....	10
2.2 担保板块：发展稳定风险小 .....	12
2.3 授信板块：发展较快，受制于资本金缺乏 .....	12
2.4 征信板块：与政府合作，拟申请个人牌照 .....	13
2.5 互联网金融板块：始起步，稳发展 .....	14
<b>三、背靠武汉金控，唯一上市平台</b> .....	14
3.1 武汉信投为武汉金控控股子公司 .....	14
3.2 武汉金控旗下金融资产丰富，未来资产注入可期.....	15
<b>四、估值</b> .....	16
<b>五、投资建议</b> .....	16
<b>六、风险提示</b> .....	17

## 图表目录

图表 1	大连友谊大事记.....	5
图表 2	大连友谊股权结构.....	6
图表 3	大连友谊重组后股权结构.....	6
图表 4	大连友谊 2005-2014 年营业收入、归母净利润及增长情况（亿元）.....	7
图表 5	大连友谊 2005-2014 年主营业务收入结构（亿元）.....	7
图表 6	2006-2015 年百货店销售额增速（%）.....	8
图表 7	网络零售市场规模（亿元）及增速（%）.....	8
图表 8	零售业线上线下的几种合作模式.....	8
图表 9	银泰和阿里的联姻模式.....	9
图表 10	公司曾采取多项措施应对主营业务下滑，但收效甚微.....	10
图表 11	拟向武信投资集团、武信管理公司定增交易图.....	11
图表 12	四大业务为中小微企业提供与融资相关的全产品线服务框图.....	11
图表 13	收购资产中担保板块财务指标及核心业务数据（亿元）.....	12
图表 14	收购资产中授信板块财务指标及核心业务数据（亿元）.....	13
图表 15	收购资产中征信板块财务指标及核心业务数据（亿元）.....	14
图表 16	收购资产中互联网金融板块财务指标及核心业务数据（亿元）.....	14
图表 17	武信投资集团的股权结构及旗下公司.....	15
图表 18	武汉金控旗下的金融公司.....	16
图表 19	大连友谊可比公司指标对比.....	16

## 一、发展简述：昔日综合商贸，今日转型金控

### 1.1 大连友谊公司发展历史

大连友谊(集团)股份有限公司1993年经大连市经济体制改革委员会批准,以定向募集方式设立成立;1996年在深交所上市,向社会公开发行人民币普通股3,500万股,现股本总额为3.56亿股;2006年1月,大连友谊采取吸收战略投资者的方式进行股份制改革,大连国资委持有友谊集团30%的股权,为第一大股东,4月份,一方地产成为友谊集团的第一大股东;2012年,一方地产将34.4%的股权转让给嘉威德,股权转让后,嘉威德投资间接持有大连友谊29.93%股权,成为公司的实际控制人。嘉威德投资是由友谊集团及大连友谊的经营管理团队投资设立的,使得公司的核心管理层与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公司创造效益。

大连友谊是以零售百货、酒店管理、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。

2014年以来,中国经济下行压力加大,宏观环境持续低迷,市场出现了多年未有的大变化甚至是行业变革,企业面临生存挑战和两难抉择。公司主业承载电商冲击、行业分流;购买不旺、销售不畅,市场持续低迷的空前压力。公司依托现有资本和业务基础,以现代服务业为载体,围绕“千家万户消费服务商”的定位,落实相关多元化发展,寻求新的业务增长点。

2015年12月,大连友谊公告拟向武信投资集团、武信管理公司2名交易对方发行65,976.41万股(627,435.70万元)购买其合计持有的武信担保集团100%股权、武汉中小担保公司100%股权、武汉创业担保公司90%股权、武汉信发投100%股权、武信小贷公司18%股权、武汉资信公司100%股权、武信评级公司90%股权及汉信互联网金融70%股权。同时拟募集配套资金不超过300,000万元,按照11.02元/股的发行价测算,发行股份的数量不超过27,223.23万股。

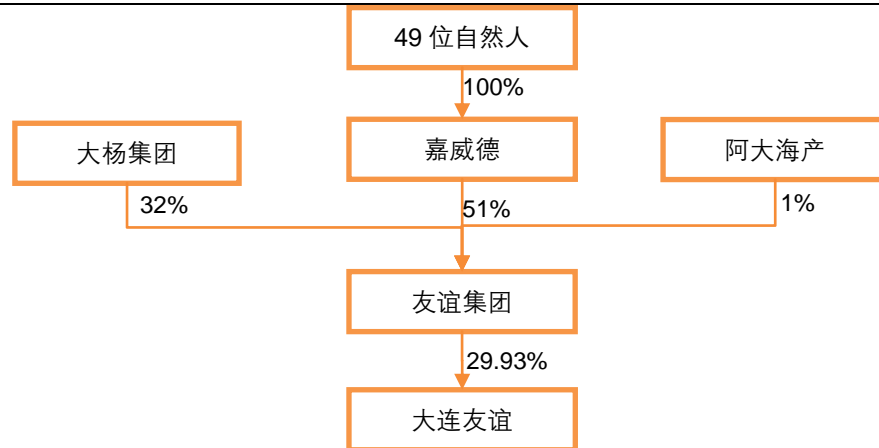
图表1 大连友谊大事记

时间	事件
1993年	大连友谊(集团)股份有限公司经大连市经济体制改革委员会批准,以定向募集方式设立成立。
1996年	大连友谊在深交所上市,公司向社会公开发行人民币普通股3,500万股,现股本总额为23,760万股。
2006年	1月份,大连友谊采取吸收战略投资者的方式进行股份制改革,大连国资委持有友谊集团30%的股权,大杨集团、一方地产和联合担保分别持有友谊集团27%、26%、17%的股权。 4月份,一方地产合并后持有友谊集团的股权比例达43%,成为友谊集团的第一大股东。
2010年	友谊集团第三大股东大连国资委将其持有的17%股权转让给阿大海产。此次股权转让后,一方地产占34.4%,大杨集团占32%,阿大海产占17%,嘉威德占16.6%。
2012年	友谊集团第一大股东一方地产转让34.4%的股权给嘉威德。股权转让完成后,嘉威德出资占51%,大杨集团占32%,阿大海产占17%。嘉威德投资间接持有大连友谊29.93%股权,成为公司的实际控制人。
2015年 12月	2015年12月,公司公告拟以9.51元/股的价格向武信投资集团、武信管理公司2名交易对方发行6.6亿股(共计62.7亿元)购买其合计持有的武信担保集团100%股权、武汉中小担保公司100%股权、武汉创业担保公司90%股权、武汉信发投100%股权、武信小贷公司18%股权、武汉资信公司100%股权、武信评级公司90%股权及汉信互联网

时间	事件
	金融 70%股权。同时拟募集配套资金不超过 30 亿元，按照 11.02 元/股的发行价测算，发行股份的数量不超过 2.7 亿股。
资料来源：公司年报、平安证券研究所	

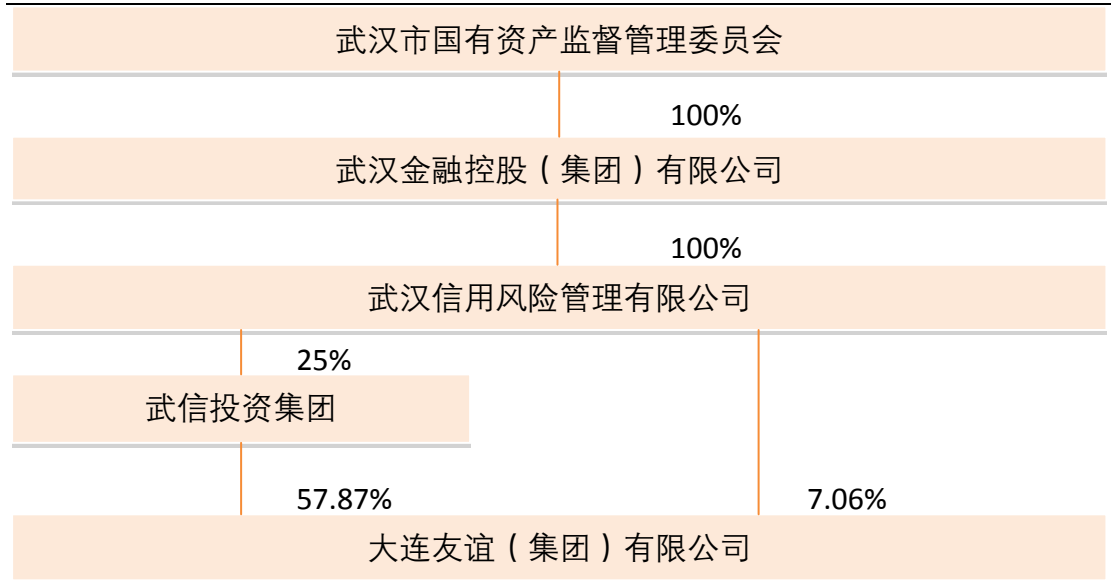
大连友谊目前的大股东是友谊集团，持股比例为 29.93%。发行股份购买资产完成后，公司大股东将变为武信管理，武汉国资委为公司实际控制人。

图表2 大连友谊股权结构



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表3 大连友谊重组后股权结构

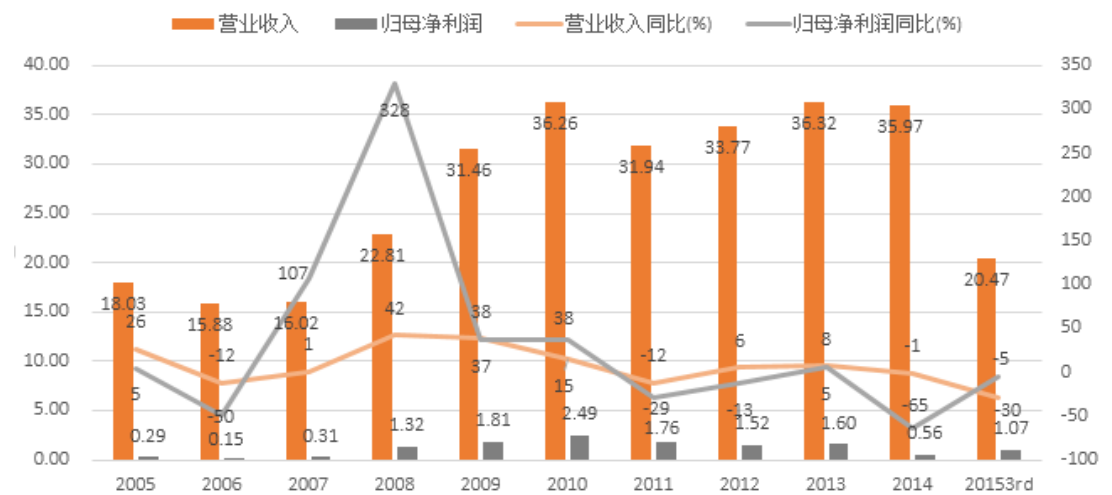


资料来源：公司年报、平安证券研究所

## 1.2 主业遇瓶颈，公司急转型

经过多年发展，大连友谊形成了零售业、酒店业、房地产业三大主业的格局。由于近年宏观经济增长放缓，零售业收到电商冲击，酒店地产行业景气度低迷，公司近几年主营收入停滞不前，2014 年，大连友谊实现营业收入 35.97 亿元，同比下降 65%，实现归母净利润 0.56 亿元，同比下降 1%。

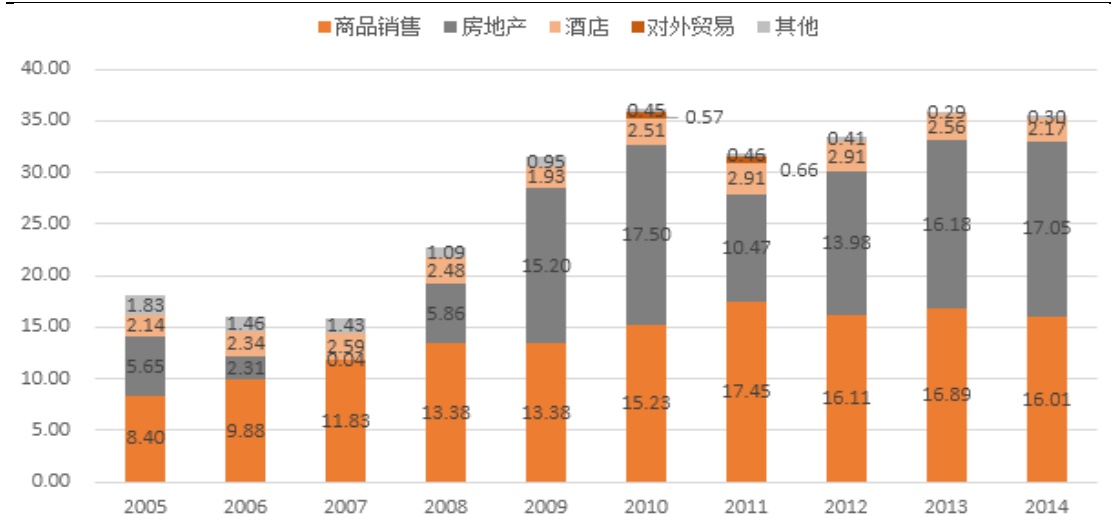
图表4 大连友谊 2005-2014 年营业收入、归母净利润及增长情况 (亿元)



资料来源: wind、公司年报、平安证券研究所

公司的主营业务主要有零售业、酒店业和房地产业，近年来，这三个产业发展都受到了很大阻力。零售业因为受到电商的冲击，增长从多年以来的两位数提升，转变为如今的微增长和负增长，在大环境的影响下，公司 2014 实现营业收入 16 亿元，同比下降 4.85%，实现利润 218.16 万元，同比增长 4.48%；房地产业自 2013 年下半年来进入寒冬期，行业集中度增加，库存高企，进入 2015 年开始回暖，但二三线房地产市场形势仍然不容乐观，2014 年，公司实现房地产收入 17 亿元，同比增长 5.27%，实现利润 3 亿元，同比下降 21.16%；酒店行业受到宏观经济的疲软、反腐等因素的影响，行业整体利润不断下滑，公司 2014 年酒店业实现营业收入 2 亿元，同比下降 15.16%，实现利润 218.16 万元，同比增长 4.48%。

图表5 大连友谊 2005-2014 年主营业务收入结构 (亿元)



资料来源: wind、公司年报、平安证券研究所

传统百货行业在我国处于成熟期，但由于电商的冲击，百货店销售额增速由两位数下降到一位数，甚至滞涨并下降到负数。

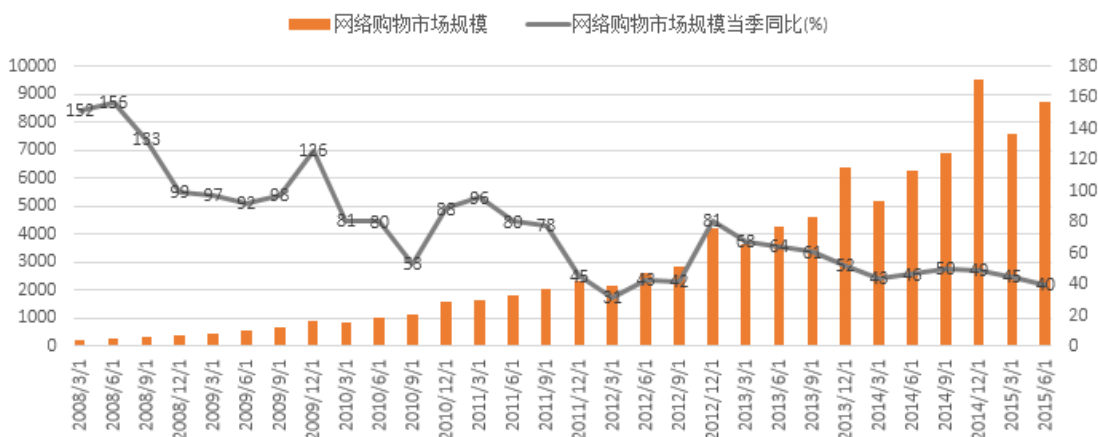
图表6 2006-2015年百货店销售额增速(%)



资料来源: wind、平安证券研究所

与百货店销售额增速之相比,网络零售市场规模不断增长,保持着两位数的增长,未来“百货+金融”是大势所趋。

图表7 网络零售市场规模(亿元)及增速(%)



资料来源: wind、平安证券研究所

虽然目前在零售业中,线上销售占据了上风,但是某些产品是需要体验的,例如服装,不可能完全取代线下。所以,从全球看,售商和电商都在逐渐由从单一渠道,逐步走向多渠道和全渠道。在美国,包括实体店、电商、移动端和社交媒体的全渠道销售体系已经成为零售业的新常态。

在我国,也逐渐开始了线上线下企业的整合,首当其冲的是受电商冲击最大的百货业。有的百货商如大悦城、天虹商场等,进行自主开发 O2O 业务和 app;有的百货商选择与互联网合作,如银泰与阿里的联姻。

图表8 零售业线上线下的几种合作模式

电商	合作模式	接入端	参与企业
腾讯微信	以“微信公众平台”为代表,通过打通会员系统,实现促销信息推送、微信支付等功能	展示环节、支付环节、反馈环节	银泰商业、王府井、天虹百货、新世界等
淘宝/天猫商场	以“淘宝 3.8 节”为代表,消费者通过淘宝移动客户端在线购买优惠券,	预订环节、	银泰商业、华联股份、王府



电商	合作模式	接入端	参与企业
	在线下兑换消费	支付环节	井、大悦城、新世界等
京东商城	在信息系统、会员系统、消费信贷体系等方面进行深度整合	展示环节、预订环节、支付环节	快客、好邻居、良友等
国美在线	国美在线产品可以通过国美门店展示、体验	——	超市、百货

资料来源：中债资信、平安证券研究所

2014年3月，阿里宣布以53.7亿港币投资银泰，占股9.9%。2015年4月，银泰董事长沈国军获补偿出局，阿里CEO张勇正式接替其位置。这一系列资本运作的背后是阿里加快了与银泰的整合步伐。银泰和阿里的联姻是“百货拥抱电商”的一个深入合作的案例，是从会员体系、商品体系、支付体系和流量体系的全面打通。大连友谊注入互联网金融业务后，将会加快类似的整合进程。

图表9 银泰和阿里的联姻模式



资料来源：搜狐、平安证券研究所

面对这种情况，公司从2014年开始采取多项举措来应对行业寒冬。在零售业方面，积极触网，体验为先、积极探索线上领域；在酒店业方面，服务为先、品牌提质，扩大客户规模；在地产业方面，存量调整、销售为先，积极调整销售策略，并通过土地出让金返还回笼资金。但是受制于行业大趋势的影响，公司诸多措施收效甚微。在2015年来，公司积极谋求转型，最终决定实施重大资产重组，践行“实业+金融”模式。

图表10 公司曾采取多项措施应对主营业务下滑，但收效甚微



**零售业：体验为先、积极探索线上领域**

- 各门店坚持“百货店购物中心化”的经营调整思路，不断强化体验性服务建设；新购得的辽阳友谊商城是公司按照这种思路开拓的第一家门店。
- 线上渠道布局取得突破，各门店完成WIFI的部署与应用，实现了会员卡电子功能，大连友谊商城本店通过微信平台实现了线上商品的推广和销售。



**酒店业：服务为先、品牌提质**

- 采取积极措施，积极研究目标市场消费，应对市场变化，通过丰富服务，吸引客户，巩固了公司酒店业的市场地位和品牌形象。



**房地产业：存量调整、销售为先**

- 各项目以市场为导向，针对顾客需求和市场变化，适时调整销售策略
- 大连新发兴地产项目土地返还政府，并于当年实现土地出让金返还。

资料来源：公司官网、公司年报、平安证券研究所

## 二、收购资产，四大业务线切进金融

### 2.1 收购资产，布局金控

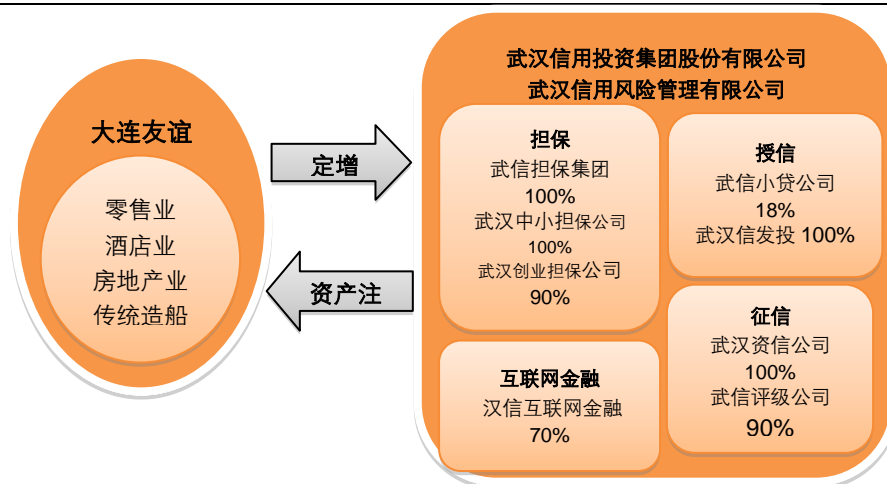
■ **定增规模 62.7 亿，布局担保、征信、授信和互联网金融**

2015 年 12 月，公司公告拟以 9.51 元/股的价格向武信投资集团、武信管理公司 2 名交易对方发行 6.6 亿股(共计 62.7 亿元)购买其合计持有的武信担保集团 100%股权、武汉中小担保公司 100%股权、武汉创业担保公司 90%股权、武汉信发投 100%股权、武信小贷公司 18%股权、武汉资信公司 100%股权、武信评级公司 90%股权及汉信互联网金融 70%股权。同时拟募集配套资金不超过 30 亿元，按照 11.02 元/股的发行价测算，发行股份的数量不超过 2.7 亿股。

待交易完成后，将通过武信投资集团和武信管理公司共计持有大连友谊 64.93%股权，而武汉市国资委持有武汉金控 100%股权，因此，届时大连友谊的最终实际控制人将变更为武汉市国资委。

武信投资集团、武信管理公司旗下有丰富的金融资产，这次拟交易的标的资产有担保、征信、授信和互联网金融板块，如若定增成功，大连友谊的业务版图将由原有的零售业、酒店业和房地产业拓展到金融领域。此外，还将实现业务的整合，实现“百货/地产/酒店+金融”模式，有望达成实业与金融互联网的有机结合。

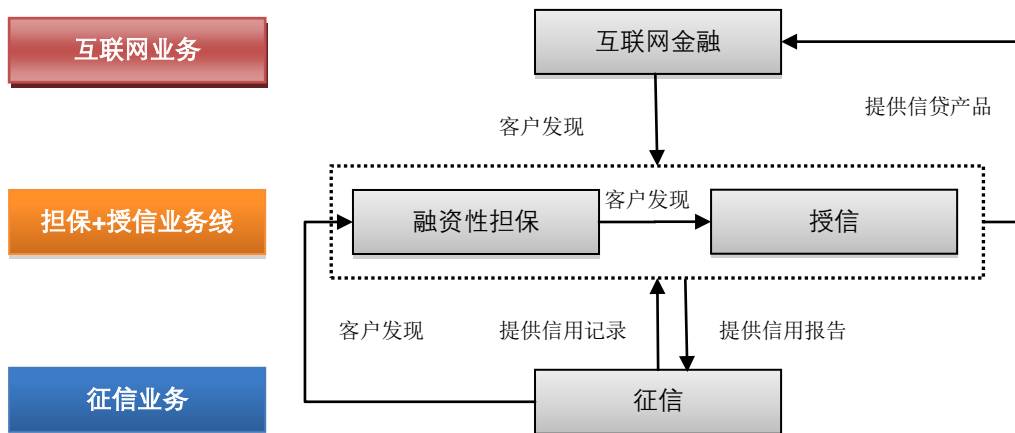
图表11 拟向武信投资集团、武信管理公司定增交易图



资料来源: wind、公司年报、平安证券研究所

大连友谊收购资产共涉及担保、征信、授信和互联网金融，四大业务线相辅相成，将为中小微企业提供与融资相关的全产品线服务。四大业务板块内部相互联系、相互促进，联合打造出一条完整的业务产业链。其中，担保和授信业务线是标的公司的核心业务，在业务过程中能够采集到企业在经营生产、借贷偿还等方面大量的信息，为企业征信和信用评级提供了良好的数据基础，同时借助企业信用报告作为授信参考材料。互联网金融板块搭建了新兴的互动平台，为今后扩大融资渠道、增强客户发现以及发展各类创新业务提供了广阔的空间。

图表12 四大业务为中小微企业提供与融资相关的全产品线服务框图



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 四大板块业绩向好，为中小微企业提供与融资相关的全产品线服务

四大业务板块包括：担保业务板块、授信业务板块、征信业务板块和互联网金融业务板块，总体业绩向好，2013年、2014年、2015年1-9月模拟合并营业收入8.7亿元、11.8亿元和9.8亿元，模拟合并净利润4.9亿元、6.3亿元和4.9亿元。

根据收购承诺，武信管理和武信投资保证标的公司2016年度、2017年度及2018年度归属于母公司所有者净利润不低于6.38亿、7.53亿、8.6亿

## 2.2 担保板块：发展稳定，风险小

大连友谊收购资产中涉及担保业务的公司为武汉中小担保公司、武汉担保集团和武汉创业担保公司。其中，武信担保集团主要为中小微型企业提供银行授信增信服务，武汉中小担保公司主要为以工商业为主的中小微型企业提供银行授信增信服务，武汉创业担保公司主要开展政策性担保业务，主要是为武汉市的微型企业及创业个人提供融资增信服务。

担保板块的利润较为稳定，同时三家担保公司风险意识较强，拨备覆盖率比较高，并且未有代偿损失。

武汉中小担保公司 2013 年、2014 年及 2015 年 1-9 月的营业收入、营业利润逐年下滑，主要原因是受宏观经济下行的影响，商业银行为规避信贷风险缩减对中小企业的授信规模，导致武汉中小担保公司的融资担保业务规模逐年减少。

**图表13 收购资产中担保板块财务指标及核心业务数据（亿元）**

类别	公司	指标名称	2013年	2014年	2015年1-9月		
担保	武信担保集团	财务指标	资产总额	22.81	23.31	27.15	
			营业收入	2.77	3.06	3.07	
			归母净利润	1.36	2.12	1.72	
		核心业务数据	期末担保余额	85.32	91.55	109.20	
			本年度累计担保代偿额	0.80	0.04	0.68	
			本年度累计代偿回收额	0.80	0.01	0.13	
			本年度累计担保损失额	0	0	0	
			拨备覆盖率（%）	-	10,926.23	737.49	
			财务指标	资产总额	10.58	11.69	10.88
				营业收入	1.54	0.87	0.64
				归母净利润	1.27	0.65	0.51
			核心业务数据	期末担保余额	22.14	20.29	19.22
本年度累计担保代偿额	0.71	0.11		0.82			
本年度累计代偿回收额	0.39	0.05		0.21			
本年度累计担保损失额	0	0		0			
拨备覆盖率（%）	323.38	308.33		132.5			
武汉中小担保公司	财务指标	资产总额		2.75	2.17	2.27	
		营业收入	0.00	0.04	0.00		
		归母净利润	-0.05	0.00	-0.01		
	核心业务数据	期末担保余额	0.88	0.96	1.64		
		本年度累计担保代偿额	0.00	0.00	0.00		
		本年度累计代偿回收额	0.01	0.00	0.00		
		本年度累计担保损失额	0	0	0		
		拨备覆盖率（%）	376.48	488.2	497.26		
		武汉创业担保公司	资产总额	2.75	2.17	2.27	
营业收入	0.00	0.04	0.00				
归母净利润	-0.05	0.00	-0.01				
期末担保余额	0.88	0.96	1.64				
本年度累计担保代偿额	0.00	0.00	0.00				
本年度累计代偿回收额	0.01	0.00	0.00				
本年度累计担保损失额	0	0	0				
拨备覆盖率（%）	376.48	488.2	497.26				

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.3 授信板块：发展较快，受制于资本金缺乏

大连友谊收购资产中涉及授信板块的主要为武汉信发投和武汉小贷。在授信业务板块，信贷服务提供渠道主要有两种：①通过武汉信发投参股子公司武信小贷公司为客户提供小额贷款；②通过武汉

信发投及其子公司提供资金，为客户提供委托贷款服务。授信板块业务发展较快，但是受制于本金的缺乏，收购完成后，上市公司募资的便利将促进授信领域的快速发展。

武汉信发投 2015 年 9 月 30 日的资产总额、负债总额相对于 2014 年 12 月 31 日分别减少 42.79%、34.65%，主要系因武汉信发投于 2015 年以对武信投资集团的其他应收款为对价获得汉笙投资、汉信伟业等股份，从而致使信发投 2015 年 9 月 30 日合并报表相对于追溯至以前年度的资产总额、负债总额相应减少。2014 年的营业收入相较于 2013 年的营业收入增加 25,195.65 万元，增幅约为 46.84%，主要因为武汉信发投的全资子公司武信资管公司的营业收入增加造成的。武信资管公司在 2013 年尚未开展实质经营业务，2013 年底才开始经营不良资产管理业务及委托贷款业务，致使其 2014 年度营业收入相比 2013 年增加 20,445.46 万元。

武信小贷公司 2014 年度相较于 2013 年的营业收入增幅约 104.44%，主要是武信小贷公司于 2013 年底增资致使 2014 年的贷款规模增加，营业收入也相应增加。

**图表14 收购资产中授信板块财务指标及核心业务数据（亿元）**

类别	公司	指标名称	2013年	2014年	2015年1-9月
授信	武汉信发投	资产总额	62.87	67.60	38.67
		财务指标			
		营业收入	5.38	7.90	6.67
		归母净利润	1.78	2.44	2.41
		风险资产余额	26.12	28.69	30.93
	武信小贷公司	不良资产余额	0.15	1.14	3.08
		不良贷款率	0.57	3.96	9.96
		核心业务数据			
		一般风险准备金	0.39	0.54	0.56
		一般风险准备金占比（%）	1.5	1.89	1.8
授信	武信小贷公司	资产总额	19.09	27.13	25.48
		财务指标			
		营业收入	2.00	4.08	2.13
		归母净利润	1.29	2.69	1.27
		风险资产余额	17.10	9.40	21.87
	武信小贷公司	不良资产余额	0.09	1.51	1.31
		不良贷款率	0.53	16.09	5.97
		核心业务数据			
		一般风险准备金	0.26	0.26	0.33
		一般风险准备金占比（%）	1.5	2.73	1.5

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.4 征信板块：与政府合作，拟申请个人牌照

大连友谊收购资产中涉及征信板块的主要为武汉资信公司和武汉评级公司。

征信业务板块中，武汉资信公司开展与武汉市政府各职能部门的紧密合作，重点收集产生于公共服务和社会管理的企业信用数据（主要包括税务、工商、司法处罚等信），为政府部门、金融机构、标的公司内部的担保和授信公司等客户提供被调查企业的信用报告与分析等服务。武信评级公司则依托上述企业信用信息体系，及定向采集的企业信息，为客户提供企业信用评级服务使用标准化的简单符号来展示信用主体的偿债能力及偿债意愿，供外界机构评价。

图表15 收购资产中征信板块财务指标及核心业务数据（亿元）

类别	公司	指标名称	2013年	2014年	2015年1-9月
征信	武汉资信公司	财务指标			
		资产总额	0.60	0.60	0.66
		营业收入	0.01	0.01	0.00
	归母净利润	0.01	-0.04	-0.03	
	武信评级公司	财务指标			
		资产总额	-	0.11	0.10
营业收入		-	0.00	0.00	
归母净利润	-	0.00	0.00		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.5 互联网金融板块：始起步，稳发展

大连友谊收购资产中涉及互联网金融板块的为汉金所，从事 P2P 业务，主要运营模式为债权转让模式。汉金所甫成立不久，但是我们比较看好其发展，主要原因有两点：一是在大连友谊“实业+金融”的发展结构中，汉金所在资产端是自有其优势的；二是公司理念比较稳定，重视风险控制，有利于互联网金融板块的稳健发展。

图表16 收购资产中互联网金融板块财务指标及核心业务数据（亿元）

类别	公司	指标名称	2013年	2014年	2015年1-9月
互联网金融	汉信互联网金融	财务指标			
		资产总额	-	0.09	2.09
		营业收入	-	-	0.09
归母净利润	-	-0.01	-0.04		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 三、 背靠武汉金控，唯一上市平台

### 3.1 武汉信投为武汉金控控股子公司

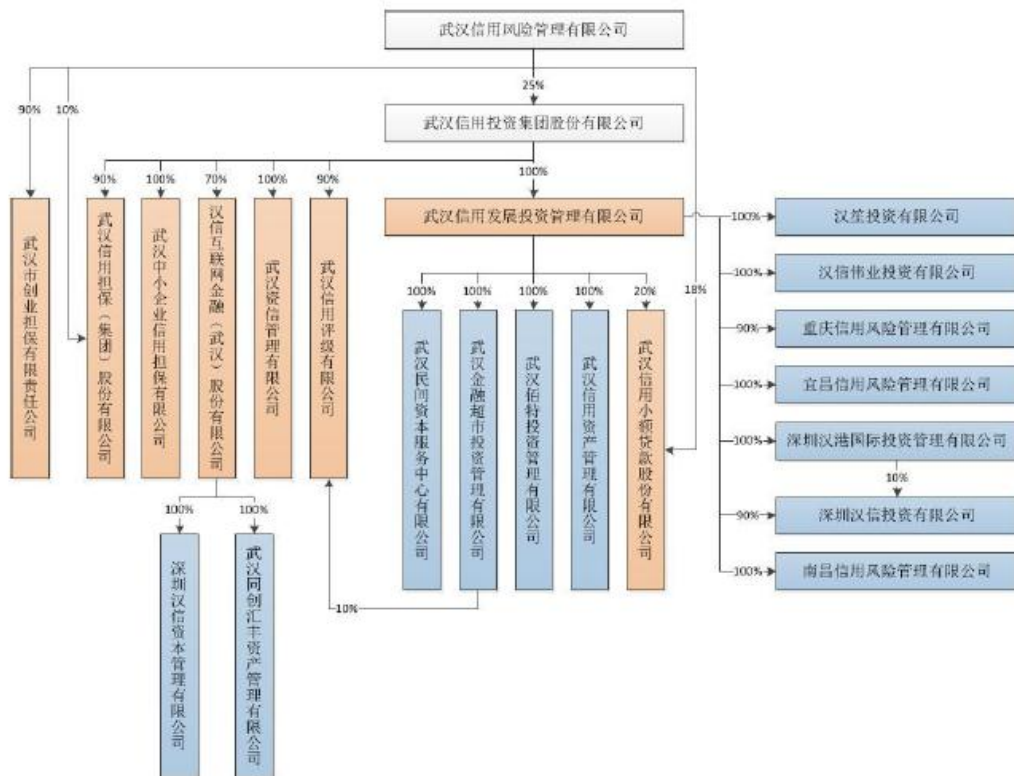
待收购完成后，武信投资集团成立于 1999 年，旗下有征信、担保、授信和互联网金融多个业务板块，目前已构建起一条一体化的全产业链。此外，武信投资集团还创建区域内最大规模的企业公共信用信息数据库，囊括区域内企业的各类公共信用信息。

武信投资集团目前已是武汉最大的信用担保公司。目前，这家公司不仅在武汉深耕，还在北京、上海、深圳、重庆和南昌等全国其他城市布局，对比国内其他同行，其信用风险评级为 AA+级。

根据公司公告，2013 年、2014 年、2015 年 1-9 月实现归母净利润 4.92 亿元、6.25 亿元和 4.87 亿元。拟购买资产预估值约为 62.74 亿元，相对于截至 2015 年 9 月 30 日净资产账面值，增值约 84.64%。



图表17 武信投资集团的股权结构及旗下公司



注：橙色部分为标的公司，蓝色部分为标的公司下属子公司。

资料来源：公司公告、年报

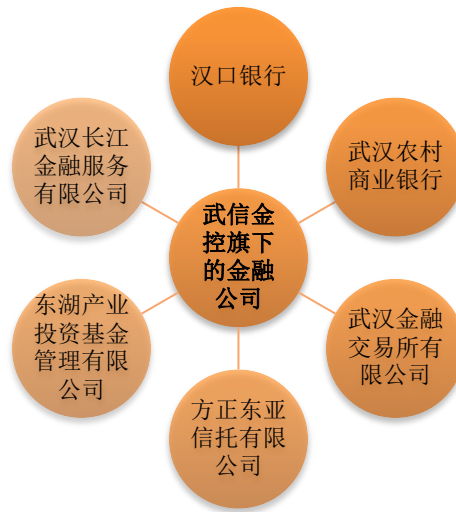
### 3.2 武汉金控旗下金融资产丰富，未来资产注入可期

武信投资集团大股东为武汉信用风险管理公司，武汉信用风险管理公司为武汉金控，武汉金控于2005年8月8日注册成立，注册资本40亿元。旗下全资、控股企业53家，集团直接管理的二级公司共13家。

通过近9年的努力，集团初步完成了从“产业平台”向“金融平台”的战略转型，旗下拥有银行、担保、信托、金融资产交易所、基金、小贷、金融服务公司、金融外包服务、典当、资产管理等金融机构，正在筹建金融租赁公司、人寿保险公司等金融机构。2013年末集团金融资产占总资产的比重接近70%，利润来源占比达到90%，金融服务成为集团名副其实的主业。

本次大连友谊的拟定增方案，武汉金控只是将其中的信用担保类资产注入上市公司，且在几年前，武汉国资就开始筹划通过IPO的方式，将金融类资产上市，但未成功，未来预期将陆续将其他金融资产注入上市公司。

图表18 武汉金控旗下的金融公司



资料来源：武信金控官网、平安证券研究所

## 四、估值

本报告采用相对估值法，若定增成功，在 A 股中，大连友谊的可比公司为香溢融通，香溢融通过资产重组后，中国烟草浙江公司成为公司的第一大股东，公司主营业务从单纯的商业领域向网络与物流业、保险业等多领域延伸，投资典当、租赁和担保等类金融融资和融资服务等业务，两者业务相似。取 PE 为 43.31，考虑资产重组，2016 年预计净利润为 7.36 亿元，估计市值为 318.76 亿元。

图表19 大连友谊可比公司指标对比

2014 年各指标	大连友谊	香溢融通
资产总计 (亿元)	89.02	30.77
营业收入 (亿元)	35.97	10.91
净利润 (亿元)	0.56	1.00
EPS (元/股)	0.16	0.22
PE (TTM)	43.31	43.31

数据来源：wind、平安证券研究所

## 五、投资建议

大连友谊近年来三大主业增长受阻，公司不断落实相关多元化发展，寻求新的业务增长点，今年，公司拟收购资产切入担保、授信、征信以及互联网金融等领域，所收购资产盈利能力较好、风险管控能力较强；收购完成后，公司将成为武汉金控旗下唯一上市平台，看好公司未来发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。



## 六、风险提示

宏观经济表现不及预期，零售业景气度继续下降，房地产市场回暖不及预期，业务整合不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>6756</b>	<b>8719</b>	<b>5687</b>	<b>10518</b>
现金	1691	582	84	1821
应收账款	6	6	7	7
其他应收款	46	59	51	63
预付账款	27	66	31	70
存货	4935	7956	5464	8507
其他流动资产	50	50	50	50
<b>非流动资产</b>	<b>2004</b>	<b>1732</b>	<b>1460</b>	<b>1198</b>
长期投资	37	37	37	37
固定资产	834	1438	1206	975
无形资产	241	211	181	151
其他非流动资产	891	46	36	36
<b>资产总计</b>	<b>8760</b>	<b>10451</b>	<b>7147</b>	<b>11717</b>
<b>流动负债</b>	<b>4921</b>	<b>6510</b>	<b>2747</b>	<b>6784</b>
短期借款	2438	0	0	0
应付账款	429	1828	521	1925
其他流动负债	2055	4682	2226	4860
<b>非流动负债</b>	<b>1753</b>	<b>1753</b>	<b>1753</b>	<b>1753</b>
长期借款	1732	1732	1732	1732
其他非流动负债	21	21	21	21
<b>负债合计</b>	<b>6674</b>	<b>8263</b>	<b>4500</b>	<b>8537</b>
少数股东权益	617	697	1058	1476
股本	356	356	356	356
资本公积	71	71	71	71
留存收益	1041	1063	1162	1276
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1469</b>	<b>1491</b>	<b>1589</b>	<b>1703</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8760</b>	<b>10451</b>	<b>7147</b>	<b>11717</b>

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>393</b>	<b>1529</b>	<b>-655</b>	<b>1515</b>
净利润	0	0	0	0
折旧摊销	0	0	0	0
财务费用	154	139	92	78
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-1640	3975	-3721	3986
其他经营现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-140</b>	<b>0</b>	<b>526</b>	<b>621</b>
资本支出	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-142	0	526	621
<b>筹资活动现金流</b>	<b>577</b>	<b>-2638</b>	<b>-368</b>	<b>-398</b>
短期借款	0	-2438	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-10	0	0	0
其他筹资现金流	16	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>831</b>	<b>-1110</b>	<b>-497</b>	<b>1737</b>

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>3597</b>	<b>3745</b>	<b>3898</b>	<b>4058</b>
营业成本	2479	2560	2665	2774
营业税金及附加	249	259	270	281
营业费用	218	227	236	246
管理费用	329	342	356	371
财务费用	117	139	92	78
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	1	0	0
<b>营业利润</b>	<b>320</b>	<b>345</b>	<b>204</b>	<b>218</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>204</b>	<b>218</b>	<b>981</b>	<b>1136</b>
所得税	93	54	245	284
<b>净利润</b>	<b>111</b>	<b>163</b>	<b>736</b>	<b>852</b>
少数股东损益	54	80	361	418
<b>归属母公司净利润</b>	<b>56</b>	<b>83</b>	<b>375</b>	<b>434</b>
EBITDA	382	629	1345	1477
EPS (元)	0.16	0.23	1.05	1.22

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-1.0	4.1	4.1	4.1
营业利润(%)	-52.5	47.7	28.1	10.5
归属于母公司净利润(%)	-52.4	47.5	350.0	15.9
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	31.1	31.6	31.6	31.6
净利率(%)	3.1	4.4	18.9	21.0
ROE(%)	3.8	5.6	23.6	25.5
ROIC(%)	3.7	5.9	8.3	6.7
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	76.2	79.1	63.0	72.9
净负债比率(%)	454.5	554.4	283.2	501.2
流动比率	1.4	1.3	2.1	1.6
速动比率	0.4	0.1	0.1	0.3
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.3
应收账款周转率	564.0	577.3	564.5	576.7
应付账款周转率	1.1	0.8	0.8	0.8
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.23	1.05	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	4.29	-1.84	4.25
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.18	4.46	4.78
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	93.1	63.1	14.0	12.1
P/B	3.6	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	21.8	11.3	5.9	4.5

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033