



定向增发落定，业绩爆发可期

——大连友谊（000679）定向增发点评

2009 年 7 月 29 日，公司公告了定向增发，要点如下：

- **方案：**非公开定向增发募集资金不超过 8 亿元。公司拟向不超过 10 名特定对象定向发行不超过 6000 万股，每股作价不低于 15.24 元，募集资金不超过 8 亿元。
- **资金投向：**大连壹品天城拟投入 5 亿元，苏州海尚壹品后期项目拟投入 3 亿元。这两个项目均为优质项目，大连壹品天城建筑面积 20.6 万平米，预计销售收入 18.4 亿元，净利润 2.6 亿元；苏州海尚壹品后期项目建筑面积 18.1 万平米，预计销售收入 14.7 亿元，净利润 2.2 亿元。
- **投资亮点：增发将刺激业绩释放。**2008 年底，公司房地产预收账款为 23.52 亿元，而房地产仅结转收入 5.86 亿元，预收账款为房地产结转收入的 4 倍，这还未考虑 09 年房地产至少产生 6-7 亿元的销售收入，因此，公司未来两年的业绩增长事实上已经高度锁定。公司若能成功增发，将刺激业绩释放，公司也会合理安排项目的竣工进度以及控制费用水平。
- **公司体制已经发生变化，持续增长能力毋庸置疑。**首先，公司目前拥有的资源能够保障未来 3 年的利润增长。其次，公司已经开始利用各种渠道包括资本市场筹集资金来加大土地储备。最后也是最重要的一点，随着 05 年以来的股权变更和改制，公司已经改变了过去单一国有控股的体制，引入了多家战略投资者，并在 08 年 1 月份实施了股权激励，公司管理层间接持有公司 7% 左右的股权，相信未来管理层的持股比例还会进一步提高，这无疑会从根本上保证公司的长远发展能力。
- **估值优势明显。**基于项目结算进度情况，我们对公司 2009-2011 年每股 EPS 进行了小幅调整，分别为 0.81 元、1.40 元、1.86 元，2010-2011 年摊薄后每股 EPS 为 1.14 元、1.52 元。公司最新股价为 17.62 元，对应的 PE 分别为 27 倍、15 倍、12 倍。公司每股重估净资产为 12.1 元，目前溢价 45.6%，仍低于业内重点公司 70% 左右的水平。
- **合理股价 26.6 元，维持公司“推荐”评级。**预计公司 2010 年摊薄后 EPS 为 1.14 元，其中房地产 0.95 元，商业零售和酒店 0.19 元，给予地产 22 倍 PE，商业零售 30 倍 PE，合理股价为 26.6 元，相对目前 17.62 元，仍有 50% 的增长空间，维持公司“推荐”评级。

分析师

黄清林：

☎(86-755) 83515512

✉ huangql@cgws.com

万 知：

☎(86-10) 88366060 - 8780

✉ wanz@cgws.com

刘 昆：

☎(86-755) 83516214

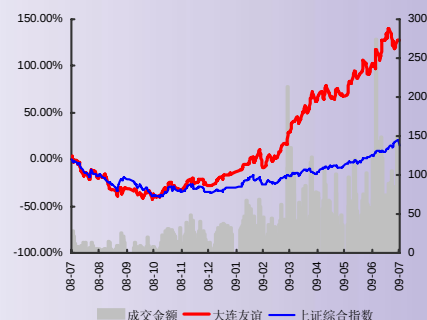
✉ liuk@cgws.com

投资评级：推荐（维持）

盈利预测

年份	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万）	3199	3996	4493
营业利润（百万）	332	548	661
净利润（百万）	192	332	442
每股收益（元/股）	0.81	1.14	1.52
PE(X)	27	15	12

市场行情



相关报告

《体制已经蜕变，业绩行将爆发》——大连友谊调研报告

2009 年 4 月

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附：公司未来三年财务数据预测

利润表 (万元)					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	228082	319932	399619	449344	成长性				
营业成本	161249	228689	274308	307762	营业收入增长	42.4%	40.3%	24.9%	12.4%
销售费用	15068	19196	23977	26961	营业成本增长	38.7%	41.8%	19.9%	12.2%
管理费用	20034	23675	26375	27859	营业利润增长	209.1%	47.5%	65.2%	20.6%
财务费用	2249	3199	3996	4493	利润总额增长	200.1%	51.8%	65.2%	20.6%
投资净收益	787	0	0	0	净利润增长	328.3%	45.6%	72.9%	33.1%
营业利润	22487	33175	54819	66092	盈利能力				
营业外收支	-640	0	0	0	毛利率	29.3%	28.5%	31.4%	31.5%
利润总额	21848	33175	54819	66092	销售净利率	5.8%	6.0%	8.3%	9.8%
所得税	6272	8294	13705	16523	ROE	14.2%	16.3%	13.9%	15.3%
少数股东损益	2389	5680	7910	5382	ROIC	12.3%	11.1%	12.8%	14.3%
净利润	13186	19202	33204	44187	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
流动资产	420533	504266	661203	761909	管理费用/营业收入	8.8%	7.4%	6.6%	6.2%
货币资金	74688	95980	252795	365184	财务费用/营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
应收帐款	754	1920	2398	2696	投资收益/营业利润	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	317470	343033	329169	307762	应收帐款周转率	170.60	148.21	156.90	12.35
非流动资产	65677	67665	70683	75107	存货周转率	0.49	0.68	0.86	0.94
固定资产	56406	57153	60929	66112	流动资产周转率	0.49	0.55	0.56	0.64
资产总计	486210	571932	731886	837016	总资产周转率	0.43	0.49	0.51	0.56
流动负债	348721	359561	338391	363953	偿债能力				
短期借款	41000	71000	111000	131000	资产负债率	80.9%	79.4%	67.3%	65.5%
应付款项	30058	42629	51132	57368	流动比率	1.21	1.40	1.95	2.09
非流动负债	44387	94387	154387	184387	速动比率	0.30	0.45	0.98	1.25
长期借款	44000	94000	154000	184000	每股指标 (元)				
负债合计	393107	453948	492778	548339	EPS	0.555	0.662	1.145	1.523
股东权益	93102	117984	239108	288677	每股净资产	3.08	3.19	7.09	8.61
股本	23760	29010	29010	29010	每股经营现金流	-0.94	-3.14	0.82	2.49
留存收益	49513	68715	176679	220867	每股经营现金/EPS	-1.7	-4.7	0.7	1.6
少数股东权益	19829	25509	33418	38800	估值				
负债和权益总计	486210	571932	731886	837016	PE	31.8	26.6	15.4	11.6
现金流量表 (万元)					PEG	0.64	0.51	0.47	-
经营活动现金流	-22285	-91117	23773	72379	PB	5.7	5.5	2.5	2.0
其中营运资本减少	-34058	-120572	-22322	17245	EV/EBITDA	17.59	17.47	12.17	10.85
投资活动现金流	-1114	-6560	-7998	-9990	EV/SALES	2.21	2.24	1.94	1.84
其中资本支出	-3681	-4562	-7998	-9990	EV/IC	2.93	2.23	2.10	2.22
融资活动现金流	-46815	80000	180010	50000	ROIC/WACC	1.39	1.26	1.45	1.62
净现金总变化	-70215	-17677	195785	112389	REP	2.10	1.77	1.44	1.37

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：长城证券研究所 (2010、2011 年 EPS 考虑增发摊薄因素)

研究员介绍:

黄清林: 管理学硕士，注册会计师（CPA），中级经济师，三年大型上市房地产企业投资管理经验，2008年1月加入长城证券，任房地产行业研究员。

万 知: 经济学硕士，一年大型国有房地产企业投资管理经验，出版证券投资专著一本；2008年加入长城证券，任房地产行业研究员。

刘 昆: 管理学硕士，拥有四年证券研究工作经验，具备证券投资咨询资格、期货从业资格；2007年加入长城证券，任房地产行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>