

## 大连友谊 (000679.SH)

爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 房地产业务突出，估值优势凸现

-09 年公司中报点评

## 报告导读:

- 本期公司主营业务收入同比增长147.96%，主营业务毛利率同比下降13.35%。
- 本期公司房地产业务的收入大幅增长235.49%，成为最大亮点。

## 投资要点

## I 公司中期业绩符合预期

09年1-6月份公司实现营业收入12.41亿元，同比增长20.48%；实现利润总额为0.77亿元，同比增长8.55%；实现股东净利润为0.47亿元，同比增长2.02%；扣除非经常性损益后的净利润同比减少0.63%；实现中期基本每股收益为0.199元，同比增长2.05%。本期公司利润水平符合我们的预期。

## I 本期房地产业务是公司利润的最大贡献点

从公司本期的毛利率情况来看，房地产业务的贡献最大，占总额的43%，为1.35亿元；零售业务贡献1.2亿元，占比为39%，酒店贡献5506万元，占比为17%。同时，值得注意的是公司在中期结算房地产业务的4.44亿之后，账面预收款仍然高达25.22亿元，其中公司盈利能力最为突出的壹品星海项目在本期仍未达到结算条件，目前账面预收款为18.37亿元，预计其毛利率和销售净利率分别在40%和18%左右，并在3季报开始会有部分进入结算，全年业绩增长有望进一步得到保证。

## I 现有土地储备项目将提供未来业绩增长空间

08年下半年，公司通过拍卖和股权合作等方式共获得了两块合计为30万平方米的土地储备。目前公司现有项目储备已达到约90万平方米，主要以中高端为主，业绩锁定性和盈利能力均较强。其中壹品星海和金石滩项目定位于高端客户，其余三个项目均面向中端客户。根据项目建设及销售进度，我们预计09-11年结算面积分别达到15.4万、21.2万、28.7万平方米，将为公司未来2-3年的业绩提供保障。

请务必阅读正文之后的重要声明

## 商业贸易-零售

## 评级

推荐(首次)

上次评级:

## 目标价格

上次预测:

## 当前价格

¥ 16.70

2009.08.11

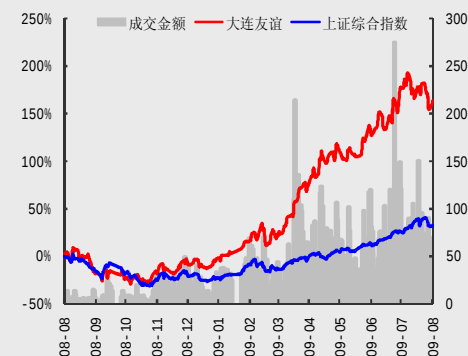
## 基础数据

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 总市值(百万元)        | 3,968   |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 238/238 |
| 流通市值(百万元)       | 3,968   |
| 每股净资产(元)        | 3.08    |
| 净资产收益率(%)       | 6.28    |

## 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52 周内股价区间(元) | 4.50 -18.56 |
| 静态市盈率(倍)     | 30          |
| 动态市盈率(倍)     | 18          |
| 市销率          | 1.74        |

## 52 周内股价走势图



侯佳林

行业研究员

电话

021-32229888\*3509

邮箱

houjialin@ajzq.com

## 相关报告

## I 百货业务正在整固，超市业务仍在减亏

本期百货和超市业务的毛利合计为17.96%，同比上升0.57%。其中百货店是公司零售业务盈利的主要来源，目前共拥有门店包括友谊商城本店、友谊商城开发区店、友谊商城新天地店和新友谊商店。除新天地店外，其余百货物业均为自有，总建筑面积约4.25万平米。同时，由于友谊商城本店规模难以满足业务发展需要，公司目前正在进行规划设计和前期准备。预计动迁资金大约1.3-1.5亿，总投资约5-6亿元，扩建完成后的友谊商城本店总建筑面积将达55,328平方米，计划5年内完成。

超市业务方面，目前整体正处于持续减亏之中，其中沈阳友谊08年已经扭亏为盈，但友嘉购物和购物广场仍在亏损，其持续亏损主要是由于城市商圈拆迁以及城市升级改造等因素。不过，预计随着新建小区投入使用和人气的再次聚积，在管理层努力之下超市的亏损情况有望进一步得到改善。

## I 公司费用控制仍有提高空间

本期公司的期间费用率为15.89%，同比下降2.14个百分点，这正好弥补了主营业务毛利率下降对业绩产生的影响。尤其在商品销售方面，公司上半年加强了成本与管理费用的控制，主要体现于在营业收入同比下降2.79%的情况下，利润总额却同比增长22.71%。就各业务费率控制总体而言，公司中期也取得一定的成绩，销售与管理费率合计为14.26%，较去年同期下降了2.75个百分点。不过，现有销售和财务费用水平仍然需要进一步改善。

## I 激励机制的建立有利于公司长远发展

05年开始公司通过引进战略投资者，以及之后的股改、股权划转和受让等一系列股权安排事宜，最终在08年1月明确了管理层的股权激励方案。目前管理层已经持有友谊集团16.6%的股权，间接持有上市公司7.02%的股权。我们认为，现有的股权结构有利于友谊集团和上市公司的经营发展。在管理层股权激励机制建立后，房地产作为公司盈利的主要来源，将获上层更大的支持力度和发展空间。

## I 估值与投资建议

公司目前的优势主要体现在几方面，一是公司房地产业务经营状况较好，现有土地储备能够保证未来业绩增长空间。二是公司具有相对较高的安全边际，现有静态市盈率约为30倍，而整个零售板块的估值已达40倍，显然具有一定的溢价空间。三是管理层股权激励机制已建立，有利于稳定毛利率较高的房地产业务获得进一步的发展空间。同时，近期重新启动的增发项目有望继续为公司盈利提供现金保障。因此，预计09、10年公司的基本每股收益在0.95元和1.10元；对应的动态市盈率分别为18倍和15倍，给予其“推荐”的投资评级。

表1 大连友谊盈利预测(百万元)

| 财务摘要        | 2008A | 2009E | 2010E |
|-------------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 2,281 | 3,345 | 3,860 |
| 营业成本        | 1,612 | 2,187 | 2,530 |
| 营业税金及附加     | 69    | 234   | 270   |
| 营业费用        | 151   | 227   | 261   |
| 管理费用        | 200   | 301   | 346   |
| 财务费用        | 19    | 30    | 43    |
| 资产减值损失      | 8     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损益    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益       | -6    | 0     | 0     |
| 营业利润        | 217   | 367   | 410   |
| 营业外净收支      | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 217   | 367   | 410   |
| 所得税         | 62    | 94    | 102   |
| 净利润         | 156   | 273   | 308   |
| 少数股东损益      | 24    | 42    | 47    |
| 归属于母公司股东净利润 | 132   | 231   | 261   |
| 基本每股收益(元)   | 0.55  | 0.95  | 1.10  |
| 市盈率         | 28.31 | 18    | 15    |

数据来源：爱建证券研发部

图 1-2 公司近期主要盈利状况

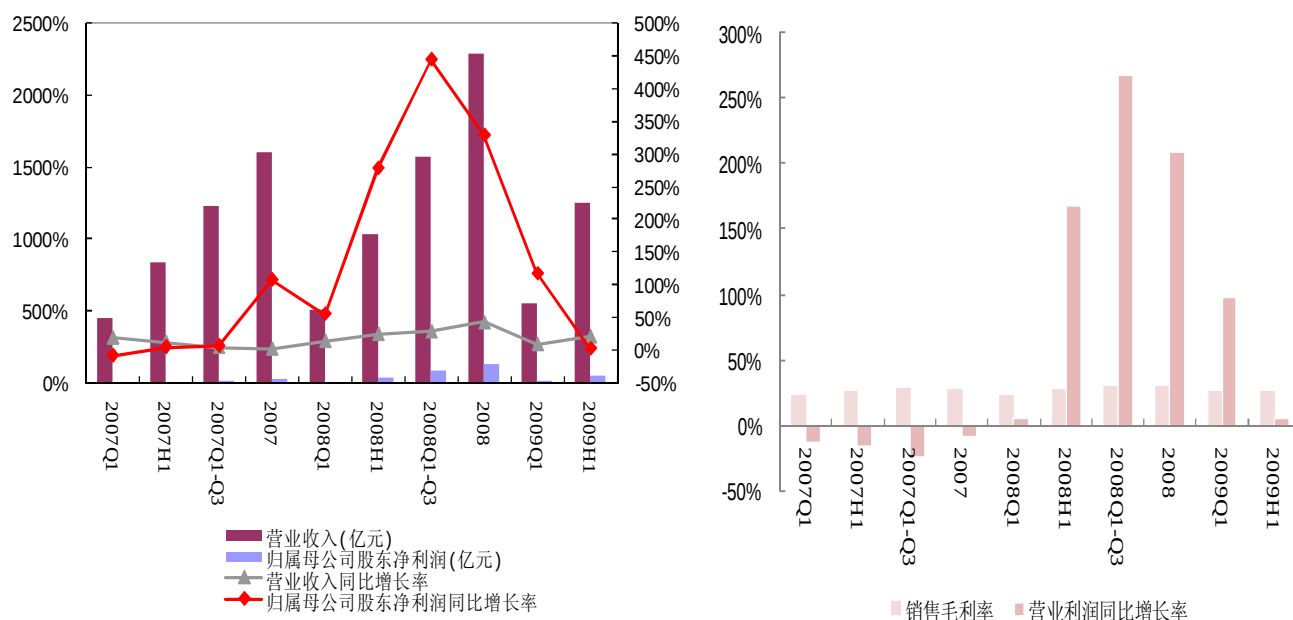
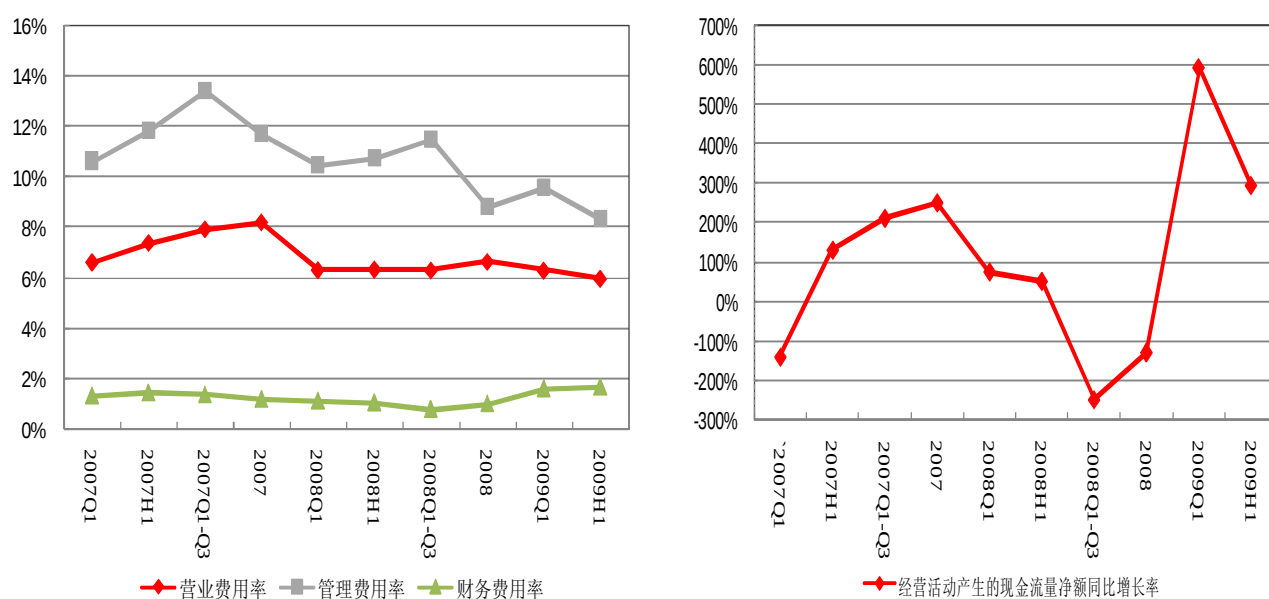


图 3-4 公司近期费用控制与现金流状况



数据来源: WIND, 爱建证券研发部

## 投资评级说明

### 公司评级

**强烈推荐：**预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

**推荐：**预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

**中性：**预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

**回避：**预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### 行业评级：

**强于大市：**预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

**中性：**预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

**弱于大市：**预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

### 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。