



股权激励要求未来 4 年 CAGR46%

买入 首次

报告摘要:

- **昆百大推出股权激励计划:** (1) 公司计划向董事、高级、中层管理及核心业务人员共 22 人授予 789.74 万股昆百大股票, 占总股本 4.8%。(2) 首次授予 710.76 万股, 占授予股票 90%; 预留 78.97 万股, 占 10%。(3) 股票来源为昆百大向激励对象定向发行新股。(4) 授予价格 4.61 元/股。(计划公告前 20 个交易日昆百大股票均价 7.68 元的 60%) (5) 激励计划有效期为 6 年, 在授予日后 12 个月为标的股票锁定期。自授予日起 4 个 12 月解锁期解锁比例安排分别为 15%、20%、30%、35%。(6) **解锁条件:** ①以 12 年净利润(扣非、归母)为固定基数, 13、14、15、16 年净利润(扣非、归母)增长率分别不低于 20%, 180%, 260%, 360% (4 年 CAGR 不低于 46.45%, 折同比增速 20%、133.3%、28.6%、27.8%); ②13、14、15、16 年加权平均 ROE 不低于 5%、6%、7%、8%; ③解锁期上一年度净利润不低于最近三个会计年度的平均水平且不得为负。
- **股权激励计划凸显公司对未来增长信心, 目前估值吸引力大。**首先, 股权激励要求未来 4 年业绩 CAGR 超过 46.45%, 在近 2 年推出股权激励的 A 股零售公司中相比增速很高, 凸显出公司对未来经营业绩增长信心充分。其次, 公司同时对净利润增速、ROE 和每年的净利润单独要求, 股权激励考核体系完善。最后, 公司目前 12 倍 PE 相对于未来 4 年超过 45% 的业绩复合增速, 估值具有较大吸引力。
- **公司是云南的商业龙头企业, 业务协同, 成长性较好。**公司是云南商业龙头企业, 占据核心商圈资源, 具有显著经营优势。公司集商业零售、地产、旅游服务、物业服务 and 商业租赁服务等业务于一体, 业务之间协同性强, 具有较强的抗风险能力。我们看好公司股权激励计划对于公司业绩的促进, 预计 2013 年、2014 年 EPS 分别为 0.78 和 1.83 元, 对应 PE 为 9.9X 和 4.3X。我们保守估计公司主业(不含地产业务)未来 4 年年复合增长率至少 25% 以上, 如果给予 2013 年 20 倍 PE, 对应价格 15.6 元, 建议现价买入。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	1376.80	1556.03	1742.75	1951.88	2537.45
增长率(%)	10.87%	13.02%	12%	12%	30%
归母净利润(百万)	28.46	82.94	107.82	129.39	304.06
增长率(%)	-27.69%	191.38%	30%	20%	135%
每股收益	0.21	0.50	0.65	0.78	1.83
市盈率	27.15	11.41	11.90	9.92	4.23

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

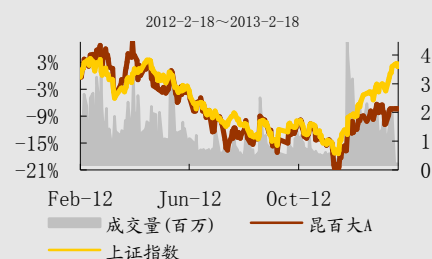
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

杭州解百: 优质资产注入, 显著增厚业绩

2013-1-31

关注预期改善型的公司

2013-1-28

银座股份: 地产结算贡献业绩高增长

2013-1-23

友好集团: 地产结算超预期贡献业绩高增长

2013-1-22

移动通信转售试点孕育投资机会

2013-1-14

大连友谊: 收购辽阳项目, 渠道下沉起步

2013-1-8

表 1: 激励对象人员名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
秦岭	董事	47.42	6.01%	0.29%
唐毅蓉	总裁	118.56	15.01%	0.72%
张远	副总裁	69.36	8.78%	0.42%
苏涛	副总裁	59.28	7.51%	0.36%
文彬	副总裁、董事会秘书	59.28	7.51%	0.36%
黎洁	副总裁	59.28	7.51%	0.36%
达甄玉	财务总监	59.28	7.51%	0.36%
梅永丰	总裁助理	41.5	5.25%	0.25%
段蟒	总裁助理	17.78	2.25%	0.11%
龚伟民	总裁助理	3.56	0.45%	0.02%
中层管理人员、核心业务（技术） 人员（12 人）		175.47	22.22%	1.07%
预留		78.97	10.00%	0.48%
合计		789.74	100.00%	4.80%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2: 首次授予限制性股票的解锁期

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	自授予日起满 12 个月后由董事会决议确认满足第一次解锁条件的，其中总额 15% 的部分办理解锁事宜	15%
第二次解锁	自授予日起满 24 个月后由董事会决议确认满足第二次解锁条件的，其中总额 20% 的部分办理解锁事宜	20%
第三次解锁	自授予日起满 36 个月后由董事会决议确认满足第三次解锁条件，其中总额 30% 的部分办理解锁事宜	30%
第四次解锁	自授予日起满 48 个月后由董事会决议确认满足第四次解锁条件，其中总额 35% 的部分办理解锁事宜	35%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3: 限制性股票解锁条件

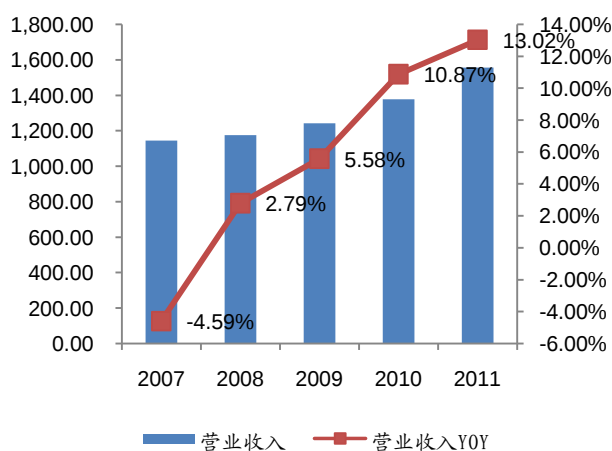
解锁期	绩效考核目标
第一个解锁期	2013 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 20%，2013 年度加权平均净资产收益率不低于 5%
第二个解锁期	2014 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 180%，2014 年度加权平均净资产收益率不低于 6%
第三个解锁期	2015 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 260%，2015 年度加权平均净资产收益率不低于 7%
第四个解锁期	2016 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 360%，2016 年度加权平均净资产收益率不低于 8%

资料来源：公司公告，宏源证券

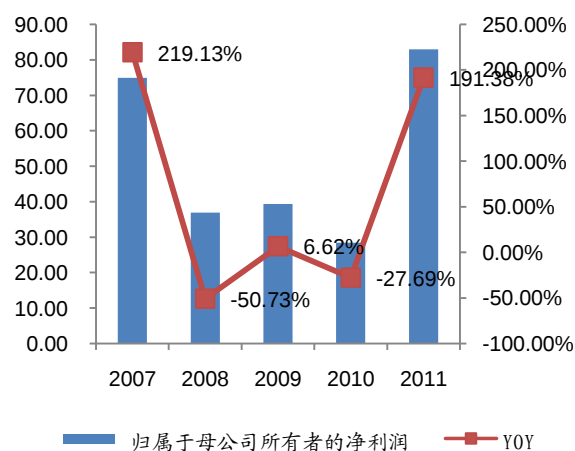
表 4: 2013 年-2017 年限制性股票成本摊销情况

行权期	行权比例	2013	2014	2015	2016	2017
第一个行权期	15%	245.64	81.88			
第二个行权期	20%	163.76	218.35	54.59		
第三个行权期	30%	163.76	218.35	218.35	54.59	
第四个行权期	35%	143.29	191.05	191.05	191.05	47.76
合计摊销	2183.45	716.44	709.62	463.98	245.64	47.76

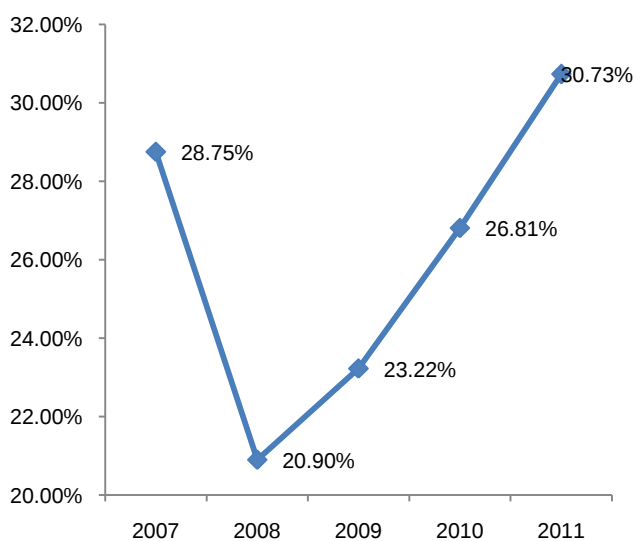
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 1: 公司收入及其增长情况


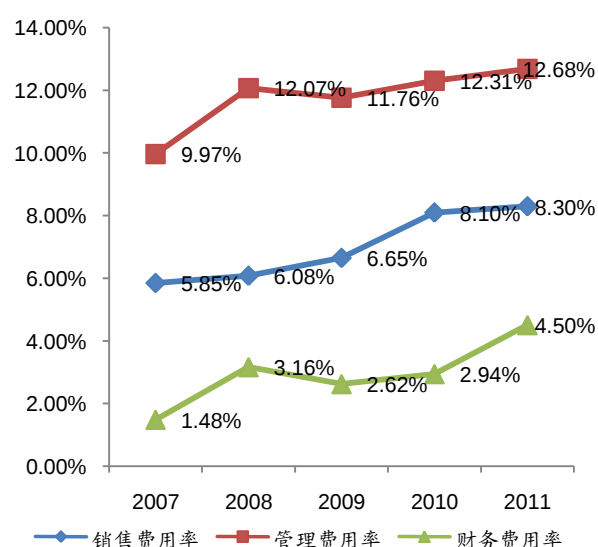
资料来源: Wind, 宏源证券

图 2: 公司净利润及其增长情况


资料来源: Wind, 宏源证券

图 3: 公司毛利率变化情况


资料来源: Wind, 宏源证券

图 4: 公司期间费用率情况


资料来源: Wind, 宏源证券

表 5: 分行业收入和毛利率情况

	2009 1H	2009	2010 1H	2010	2011 1H	2011	2012 1H
营业收入							
商品销售(亿元 人民币)	4.23	8.65	4.81	9.98	5.80	11.65	5.64
旅游服务(亿元 人民币)	0.45	0.98	0.58	1.26	0.76	1.68	0.89
商业租赁及服务(亿元 人民币)				0.40	0.22	0.77	0.51
房地产(亿元 人民币)	0.40	2.54	1.06	1.65	0.31	0.71	0.22
物业管理(亿元 人民币)				0.28	0.16	0.41	0.18
毛利率							
商品销售(%)	13.77	13.49	14.67	14.22	15.26	15.19	17.11
旅游服务(%)	87.33	89.40	87.85	88.09	88.88	88.69	90.28
商业租赁及服务(%)				100.00	100.00	100.00	100.00
房地产(%)	47.35	24.35	34.40	36.43	45.43	54.54	59.50
物业管理(%)				-7.13	0.11	10.35	6.35
收入构成							
商品销售(%)	81.48	69.64	73.25	72.48	78.61	74.88	73.29
旅游服务(%)	8.75	7.90	8.81	9.14	10.23	10.79	11.55
商业租赁及服务(%)				2.90	3.03	4.93	6.65
房地产(%)	7.80	20.41	16.13	11.95	4.17	4.54	2.80
物业管理(%)				2.03	2.20	2.62	2.38
毛利润构成							
商品销售(%)	49.30	45.98	45.57	42.20	46.74	40.75	40.20
旅游服务(%)	33.58	34.60	32.80	32.96	35.46	34.28	33.44
商业租赁及服务(%)				7.61	10.39	15.13	20.52
房地产(%)	16.24	24.34	23.53	17.82	7.40	8.87	5.35
物业管理(%)				-0.59	0.01	0.97	0.49

资料来源: Wind, 宏源证券

作者简介:

陈炫如 (陈旭): 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。