



股权激励的可行性分析

买入 维持

目标价格： 14.2 元

➤ **我们对公司第一步目标价看到 14.2 元。**我们按照商业 15X, 地产 10X, 旅游 15X 给予公司估值。由于公司的大部分业绩释放集中在 2014 年, 而其股权激励非常激进, 不同于欧亚集团等推出的奖励基金, 昆百大选择股权激励, 高管需要以 4.61 元底价购买股票, 从 2013 年开始分 4 年在二级市场出售, 因此我们判断公司高管在这 4 年对股价均有诉求。而市场会提前反应 2014 年的业绩预期, 所以, 我们按照 2014 年业绩测算目标价格, 第一步目标价看到 14.2 元。2015 年到 2016 年对应的目标价分别为 18.15 元和 23.61 元。

➤ **2014 年增量业绩分析: 主要来自商业地产和新都会购物中心。**昆百大的总市值 14.7 亿, 但是资产规模非常庞大涉及的行业地产、百货、家电卖场、购物广场、星级酒店、连锁快捷酒店, 甚至旅游资产, 应有尽有。在股权激励中, 2014 年需要比 2013 年同比增长 133%, 我们认为, 2014 年业绩增量部分主要贡献点来自两块, 1、高新区海源北路项目 (商业地产), 2、呈贡新都会 (10 万平的商业地产开发作为购物中心, 以出租经营)。

➤ **现有地产项目能够支撑满足股权激励行权条件:** 目前地产主要有 6 个项目, (1) 野鸭湖定位别墅项目, 分三期, 目前 1-2 期已经售完等待结算, 三期进入预售阶段。(2) 公务员小区, 和商业地产的新都会项目在同一区域, 净利率较低。(3) 百大春城位于无锡, 住宅项目, 2010 年开始施工, 2013 年计划竣工, (4) 经百项目和大理项目, 属于两个待开发项目, 计划 2013 年开始施工, 2016 年竣工。其中经百项目为保障房项目。(5) 高新区海源北路项目。目前初步测算, 公司 6 个项目合计净利润 11.73 亿元。如果按照满足股权激励的行权条件, 地产业务 2012-2016 年需要可贡献的净利润在 6.67 亿元。因此我们判断未来股权激励的行权方案可行性大。

➤ **投资建议:** 公司是云南商业龙头企业, 占据核心商圈资源, 集商业零售、地产、旅游服务、物业服务和商业租赁服务等业务于一体, 业务之间协同性强。我们给予公司第一步目标价 14.2 元, 维持“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	82.94	98.29	229.02
增长率 (%)	-27.69%	191.38%	0%	20%	133%
每股收益	0.21	0.50	0.50	0.60	1.39
市盈率	49.05	20.60	20.60	17.17	7.41

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

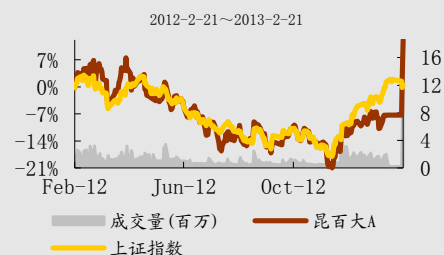
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

昆百大: 股权激励要求未来 4 年 CAGR46%

2013-2-19

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遇

2013-1-14

一、盈利预测及目标价格

盈利预测:我们预测 2012 年-2014 年,公司的业绩分别为:0.5 元、0.6 元、1.4 元。

表 1: 公司 EPS 分拆预测

EPS 经营分拆	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
商业经营	0.13	0.14	0.15	0.17	0.18	0.20
商业出租	0.02	0.11	0.13	0.20	0.26	0.31
物业管理	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
地产(倒推)	0.05	0.16	0.21	0.89	1.18	1.60
旅游	0.06	0.07	0.09	0.11	0.14	0.17
其他亏损公司及内部抵消比例	20%					
11 年非经常损益	0.27					
不含地产加总	0.18	0.34	0.39	0.50	0.60	0.70
不含地产 YOY		87%	13%	28%	21%	17%
EPS 含地产加总(扣非)	0.23	0.50	0.60	1.39	1.78	2.30
含地产扣非 YOY		117%	19%	133%	28%	29%
EPS 含地产加总(含非)	0.50	0.50	0.60	1.39	1.78	2.30
含地产含非 YOY		0%	19%	133%	28%	29%

资料来源:公司公告,宏源证券

表 2: 公司股价拆分

	PE	2013E	2014E	2015E	2016E
商业经营	15	2.31	0.39	0.07	0.01
商业出租	15	1.89	2.99	3.89	4.71
物业管理	15	0.23	0.25	0.27	0.30
地产(倒推)	10	2.10	8.90	11.80	16.00
旅游	15	1.37	1.70	2.12	2.58
Pice		7.89	14.22	18.15	23.61

资料来源:宏源证券

按照商业 15X, 地产 10X, 旅游 15X, 由于公司的大部分业绩释放集中在 2014 年(业绩来源在下文有阐述), 而其股权激励非常激进, 不同于欧亚集团等推出的奖励基金, 昆百大选择股权激励, 高管需要以 4.61 元底价购买股票, 从 2013 年开始分 4 年在二级市场出售, 因此我们判断公司高管在这 4 年对股价均有诉求。因此市场会提前反应 2014 年的业绩预期, 所以, 我们按照 2014 年业绩测算目标价格, 第一步目标价看到 14.2 元。2015 年到 2016 年对应的目标价分别为 18.15 元和 23.61 元。

二、增量业绩分析

昆百大的总市值 14.7 亿, 但是资产规模非常庞大涉及的行业地产、百货、家电卖场、购物广场、星级酒店、连锁快捷酒店, 甚至旅游资产, 应有尽有。在股权激励中, 2014 年需要比 2013 年同比增长 133%, 2014 年业绩增量部分主要贡献点来自两块, 1、高新区

海源北路项目（商业地产），2、呈贡新都会（10 万平的商业地产开发作为购物中心，以出租经营）

增量业绩的详细分析:

（一）高新区海源北路项目，总项目可贡献 EPS 0.89 元，预计在 2014 年集中结算

公司全资子公司云百大地产以 2.3 亿元购得昆明高新区一块 3.2 万土地。在搜房网查询，目前云南高新区高新苑的售楼单价为 1 万元每平米。如果按照开发面积 $3.2 \times 6 = 19.2$ 万平米，1 万元售价，15%净利率测算，权益 51%，可贡献利润 1.47 亿元，可贡献 EPS 为 0.89 元。

图 1：高新区项目情况

本次竞得地块的位置及规划指标概况如下：

地块名称	地块位置	土地面积 (净用地, 单位: 平方米)	用地性质	容积率	绿地率	建筑密度	地上建筑面积 (平方米)	地块成交总价 (万元)
KCG2011-18 号	位于昆明市 高新区海源 北路(高新 建成区 A1 - 06 地块)	32,322.48	商业设施用地	≤ 6	$\geq 20\%$	≤ 40	$\leq 193,934.88$	23,270.4

资料来源：公司公告，宏源证券

2、呈贡新都会，规划面积 10 万平米，预计 2013 年竣工，以租赁为主，预计 2014 年、2015 年、2016 年，分别贡献业绩 0.06 元、0.11 元和 0.15 元。

目前计划投资 6 亿元新建的呈贡新都会购物中心是公司正在建设的商业地产项目。新都会占地 46 亩，规划面积 10 万平米，建筑风格为开放式复合街区，坐落于“昆明陆家嘴”吴家营片区中心位置，春荣街东端，离市政府仅两个街区，紧邻数个公务员小区，是目前呈贡新城规划中最高端也是唯一的大型商业项目。未来主力消费人群是公务员团体，预期盈利能力强。

核心假设：

（1）租金每年每平方米 1000 元，2014 年出租面积 50%，净利率 20%，则 2014 年贡献净利润 1000 万元。

（2）2015 年、2016 年，出租率达 80%、100%，

（3）租金年递增 10%

三、分布业绩预测，及业绩可行性讨论

表 3：公司股价拆分

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入						
商业经营	11.73	12.09	13.02	14.02	15.11	16.29
商业出租	0.77	0.85	0.93	1.52	2.01	2.45
物业管理	0.41	0.45	0.50	0.55	0.60	0.66
地产						
旅游	1.68	1.99	2.44	2.93	3.56	4.24
净利润						
商业经营	0.22	0.23	0.25	0.28	0.30	0.32
商业出租	0.04	0.19	0.21	0.33	0.43	0.52
物业管理	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
旅游	0.11	0.12	0.15	0.19	0.23	0.28
其他亏损公司及内部抵消比例	10%	10%	10%	10%	10%	10%
加总扣非不含地产净利润	0.38	0.56	0.64	0.82	0.99	1.16
11 年非经常损益	0.56					
扣非不含地产净利润	0.34	0.51	0.57	0.74	0.89	1.04
地产(倒推)	0.08	0.26	0.35	1.47	1.95	2.64
扣非净利润	0.46	0.83	0.98	2.29	2.94	3.80
净利润	0.98	0.83	0.98	2.29	2.94	3.80
EPS						
商业经营	0.13	0.14	0.15	0.17	0.18	0.20
商业出租	0.02	0.11	0.13	0.20	0.26	0.31
物业管理	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
地产(倒推)	0.05	0.16	0.21	0.89	1.18	1.60
旅游	0.06	0.07	0.09	0.11	0.14	0.17
其他亏损公司及内部抵消比例	20%					
11 年非经常损益	0.27					
不含地产加总	0.18	0.34	0.39	0.50	0.60	0.70
不含地产 YOY		87%	13%	28%	21%	17%
EPS 含地产加总(扣非)	0.23	0.50	0.60	1.39	1.78	2.30
含地产扣非 YOY		117%	19%	133%	28%	29%
EPS 含地产加总(含非)	0.50	0.50	0.60	1.39	1.78	2.30
含地产含非 YOY		0%	19%	133%	28%	29%

资料来源：公司公告，宏源证券

判断现有地产项目是否支撑满足股权激励行权条件可行性分析：

目前地产主要有 6 个项目，(1) 野鸭湖定位别墅项目，分三期，目前 1-2 期已经售完等待结算，三期进入预售阶段。(2) 公务员小区，和商业地产的新都会项目在同一区域，净利率较低。(3) 百大春城位于无锡，住宅项目，2010 年开始施工，2013 年计划竣工，(4) 经百项目和大理项目，属于两个待开发项目，计划 2013 年开始施工，2016 年竣工。

其中经百项目为保障房项目。(5) 高新区海源北路项目。

目前初步测算,公司 6 个项目合计净利润 11.73 亿元。如果按照满足股权激励的行权条件,地产业务 2012-2016 年需要可贡献的净利润在 6.67 亿元。因此我们判断未来股权激励的行权方案可行性大。

项目名称	规划建筑面积	权益	权益可售(万平)	均价(万元/平米)	地产收入(亿元)	净利率	净利润(亿元)
野鸭湖二期	25.50	60%	15.30	13000.00	19.89	15%	2.98
呈贡白龙潭公务员小区	45.00	60%	27.00	5000.00	13.50	3%	0.41
百大春城	59.00	87%	51.29	7000.00	35.91	15%	5.39
经百项目	15.07	49%	7.38	5000.00	3.69	3%	0.11
大理项目	22.71	100%	22.71	4000.00	9.08	15%	1.36
新区商业地产	19.39	51%	9.89	10000.00	9.89	15%	1.48
合计	167.28		123.69		82.07		11.73

过往年份地产子公司贡献	净利润(亿元)
2011 年地产业务权益净利润	0.38
2010 年地产业务权益净利润	0.52
2009 年地产业务权益净利润	0.29
2008 年地产业务权益净利润	0.89
2008-2011 地产业务权益净利润合计	2.09

附,野鸭湖项目进度。国家对高端别墅项目有限制,未来结算进度会比较缓慢

野鸭湖项目二期预计收入 4 亿元,净利润 0.8 亿,摊薄 EPS0.48 元

根据公开信息,目前野鸭湖三期项目已经完工并开始预售。该项目共有 81 栋联排、双拼、独栋别墅,联排双拼别墅 8000 元/平米起价,独栋 13000-18000 元/平米,在售均价 14000 元/平。户型面积从 171-540 平米不等,联排和双拼面积大约 171-312 平米,独栋面积大约 173-542 平米。目前 81 栋别墅已售出 60 栋,占总数的 74%。预计 2013 年一季度可基本售完。

我们按照每栋平均 355 平米粗略假设,预计每平米平均售价 1.4 万元,单套别墅的售价在 500 万左右。81 套别墅合计销售额约 4 亿元。按照别墅项目平均 65%的毛利率、30%的净利率计算,预计野鸭湖二期可实现净利润约 1.2 亿元,摊薄后每股合 0.73 元。

四、风险提示

股权激励草案不能被股东大会通过,或不能被监管机构通过。

附录：股权激励（草案）信息

(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。

表 4：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 5：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% 35% 的部分办理解锁事宜
-------	--

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 6: 限制性股票解锁条件

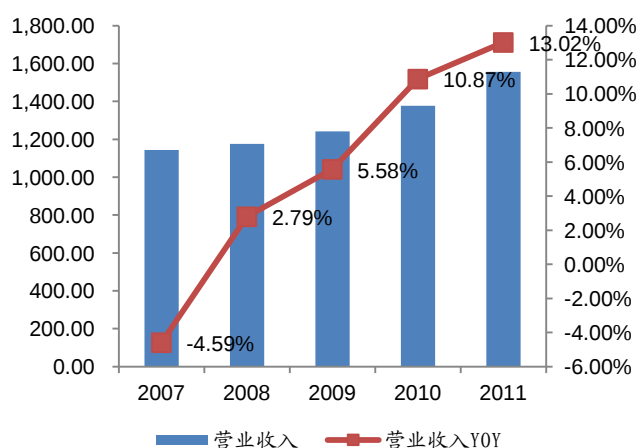
解锁期	绩效考核目标
第一个解锁期	2013 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 20%, 2013 年度加权平均净资产收益率不低于 5%
第二个解锁期	2014 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 180%, 2014 年度加权平均净资产收益率不低于 6%
第三个解锁期	2015 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 260%, 2015 年度加权平均净资产收益率不低于 7%
第四个解锁期	2016 年度净利润相比 2012 年度净利润增长不低于 360%, 2016 年度加权平均净资产收益率不低于 8%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

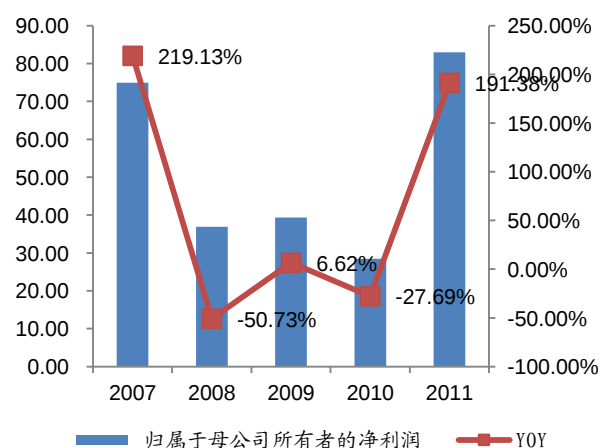
表 7: 2013 年-2017 年限制性股票成本摊销情况

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

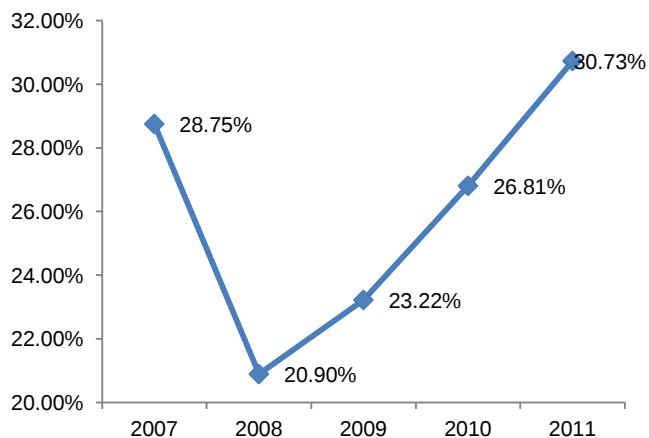
图 2: 公司收入及其增长情况


资料来源: Wind, 宏源证券

图 3: 公司净利润及其增长情况


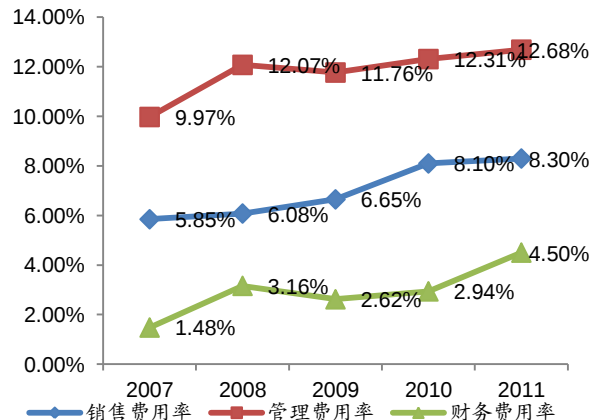
资料来源: Wind, 宏源证券

图 4: 公司毛利率变化情况



资料来源: Wind, 宏源证券

图 5: 公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 宏源证券

表 8: 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：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。