



尘埃落定，12 年扣非 EPS0.30 元

买入 维持

报告摘要:

- **公司业绩快报摘要。**2012 年，公司实现营业收入 27.69 亿元，同比增长 77.95%；营业利润 2.07 亿元，同比增长 66.62%；归属上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比增长 24.69%（EPS0.63 元）；扣非归属上市公司股东净利润 4958 万元，同比增长 86.46%（扣非 EPS0.30 元）。
- **房地产结算约贡献经常性损益。**公司前三季度收入 12.60 亿元，房地产贡献小于 1 亿元，据此测算全年扣除房地产收入约为 15.40 亿元，即全年房地产贡献收入 12 亿元左右，主要来自公司控股子公司野鸭湖地产（白龙潭项目）结算以及新并表的江苏百大地产结算。白龙潭地产项目净利率较低，我们初步估算地产实现税前利润约 6000-9000 万左右。
- **控股江苏百大、投资性房地产升值贡献主要非经常性损益。**2012 年公司非经常性损益（税后）达 5382 万元，我们判断主要来自于江苏百大转成本法产生 1978 万元一次性收益，此外公司自有物业投资性房地产公允价值变动约可贡献 3000 万元左右。
- **所得税费用达到 1.1 亿元，侵蚀当期利润。**我们判断由于公司递延所得税负债减少，本期所得税费用大幅增加，占到利润总额 55%，远高出正常税率，侵蚀公司当期业绩。
- **14 年将迎业绩爆发，股权激励计划可行性强。**公司明确战略，将以购物中心扩张为主，住宅地产逐步萎缩。目前主要商业储备项目为呈贡新都会购物中心（10 万平米）和高新区商业地产出租项目，预计从 2014 年开始贡献业绩。保守计算公司 13-15 年非地产业务贡献经常性 EPS 分别为 0.36、0.48、0.60 元。复合增速至少 24%。若考率公司战略落地后新增项目，预计复合增速可达 30%以上。公司拟定股权激励草案，未来符合增速将达 46%，按 12 年扣非净利润 EPS0.3 元为基数，需达到解锁条件，未来地产业务贡献合计需 2.5 亿元（未来地产保守可结算利润 5 亿元），可行性强。我们维持公司“买入”评级。

经营指标（百万）（12 年后为扣除地产和非经常项目后的数据）	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入（12 年后为除地产业务）	1556.03	1539.04	1692.98	1900.58	2123.15
增长率（%）11 年以非地产为基数	13.02%	6.74%	10.00%	12.26%	11.71%
归母经常性净利润(百万)	18.72	49.58	59.79	79.81	98.57
增长率（%）	135.31%	164%	21.03%	33.49%	23.50%
每股收益（元）					
12 年后经常性除地产业务	0.11	0.30	0.36	0.48	0.60
市盈率（市值扣除地产净利润后）	60.27	22.10	19.53	14.64	11.71

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

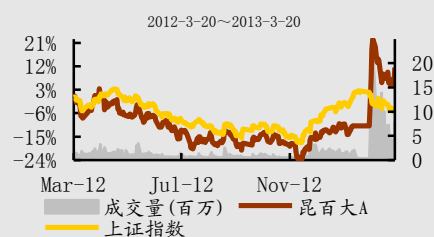
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

东方金钰：一季报业绩预增 80%-100%
2013-2-25

昆百大：股权激励可行性分析
2013-2-21

昆百大：股权激励要求未来 4 年
CAGR46%
2013-2-19

银座股份：地产结算贡献业绩高速增长
2013-1-23

友好集团：地产结算超预期贡献业绩高速增长
2013-1-22

移动通信转售试点孕育投资机遇
2013-1-14

大连友谊：收购辽阳项目，渠道下沉起步
2013-1-8

年度策略_消费增速或下降，拐点需等待
2012-12-24

一、盈利预测及投资建议

公司今年拟定股权激励草案的同时，制定了未来以商业为主的战略方向，但具体项目尚未落地，因此，我们采用保守的计算方法（仅考虑目前已有的项目）对公司进行盈利预测。我们认为，因为公司未来扩张将以购物中心（出租）模式为主，且将持有自有物业并按照投资性房地产公允价值进行计量，不存在折旧或租金费用，仅承人工、水电、管理等费用。

根据现有项目，我们预计公司 2013-2016 年归属上市公司净利润（不含并表地产及联营、合营公司投资收益）分别为：5979 万元、7981 万元、9857 万元和 11623 万元，对应不含地产 EPS 为 0.36、0.48、0.60 和 0.70 元。未来地产业务贡献净利润底线合计为 4.5 亿元（考虑经百、大理项目后应该在 5 亿元以上，若按照实价正向估测，约在 8 亿元-9 亿元左右，但我们以存货为基础的保守预测为主）。目前公司股价 9.74 元，若剔除地产业务贡献的保守 EPS2.7 元，对应非地产业务股价为 7.03 元，对应 2013-15 年 PE 分别为 19.53、14.64 和 11.71X，我们给予公司“买入”评级。

关于股权激励的可行性分析，2012 年股权激励基数经常性 EPS 为 0.3 元，若按照股权激励要求，13-16 年经常性 EPS 应该达到 0.36、0.84、1.07、1.37 元；对应每年地产业务分别需要结算 0、0.36、0.47、0.67 元，合计地产业务需贡献 EPS1.50 元，折净利润 2.47 亿元，公司目前地产储备项目按最保守的估算业绩可以达到股权激励要求。

但我们同时强调，公司制定激励计划，更多是促进了公司主营商业经营的发展（而非仅仅地产业务结算贡献，尽管地产利润极为可观。因为如果仅由地产业务结算贡献利润，2016 年之后地产结算殆尽，将会出现业绩断层，资本市场的理性预期将会拖累公司股价，从而不利于股权激励授予者的利益），公司的战略中心调整也印证了我们的判断。公司在云南地区积累的品牌声誉将利于公司门店的外延扩张。公司未来的扩张项目将成为其估值提升的重要驱动力。

二、昆百大推出股权激励计划的主要内容

昆百大推出股权激励计划的主要内容：（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 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

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、昆百大 A

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。