

股权激励业绩标准确定，未来房地产业务占大头

——昆百大 A 业绩快报点评

民生精品——简评报告/商贸零售行业

2013 年 3 月 21 日

一、事件概述

公司公告 2012 年收入 27.68 亿，归属于母公司净利润 1.03 亿，EPS 为 0.63 元。扣非后净利润 4958.55 万元，EPS 为 0.30 元。扣非后的加权平均净资产收益率 4.88%

二、分析与判断

➤ 收入同比增长78%主要来自地产结算贡献

2012 年公司收入 27.68 亿元，同比增长 78%，前三季度收入为 12.6 亿，第四季度收入为 15 亿，我们判断主要是子公司野鸭湖房地产开发公司白龙潭项目结算所致。

➤ 扣非后净利润接近5000万，同比增长86.46%，主要来自地产结算

2011 年净利润 8293 万中含有 5634 万的非经常损益，其中流动资产处置 2277 万，公允价值变动损益 1889 万，同一控制企业合并产生的子公司当期净损益 3134 万。2012 年净利润 1.03 亿，同比增长 25%，扣非后净利润 4958 万，非经常损益 5342 万，我们推测流动资产处置大约 1000 多万，江苏百大实业带来同一控制企业合并产生子公司当期净损益 2000 多万，公允价值变动损益 2000 多万，剩下还有一部分补贴。前三季度公司扣非后净利润仅为 1286 万，第四季度扣非后净利润增加 3672 万，我们预计由于白龙潭项目结算带来净利润约 3000 万左右。

➤ 股权激励基准明确，2013-2016年净利润复合增长率不低于56%

公司以 2012 年扣非后净利润作为股权激励的业绩基准，2013 年、2014 年、2015 年、2016 年公司净利润增长率分别不低于 20%，180%，260%，360%；（2）2013 年、2014 年、2015 年、2016 年加权平均净资产收益率分别不低于 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。以此推算，2013-2015 年净利润分别不低于 5949 万、1.39 亿、1.78 亿和 2.28 亿。

➤ 公司地产+商业的业务结构清晰，未来几年业绩释放主要来源于地产

公司商业平稳发展，自有物业 10 万平，另有一个约 10 万平的商业综合体项目在建。地产土地储备约 734 亩(无锡 215 亩，大理 253 亩，昆明约 238 亩)，无锡和昆明地产项目处于滚动开发状态。2014 年预计有昆明高新区项目结算带来业绩大幅增长。

三、盈利预测与投资建议

公司的优势在于市值小，目前市值仅有 16 亿，从基本面以及估值角度看，2013-2016 年对应估值为 27X、11X、9X 和 7X。估值合理，并不便宜，短期炒作机会大，但长远看维持谨慎推荐评级。

四、风险提示

房地产业务低于预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,556 | 2,767 | 2,065 | 2,639 |
| 增长率(%) | 13.0% | 77.8% | -25.4% | 27.8% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 83 | 103 | 110 | 186 |
| 增长率(%) | 125.2% | 37.0% | 24.8% | 69.3% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.63 | 0.67 | 1.13 |
| PE | 24.9 | 18.2 | 14.5 | 8.6 |
| PB | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |

资料来源：民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

谨慎推荐

维持评级

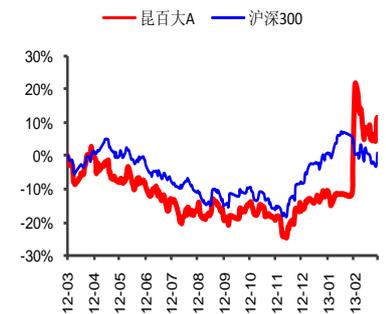
合理估值：

一元

交易数据(2013-3-21)

| | |
|--------------|------------|
| 收盘价(元) | 9.69 |
| 近 12 个月最高/最低 | 10.82/6.45 |
| 总股本(百万股) | 165 |
| 流通股本(百万股) | 93 |
| 流通股比例(%) | 56% |
| 总市值(亿元) | 16 |
| 流通市值(亿元) | 9 |

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

分析师：王羽

执业证书编号：S0100512070005

电话：(86755)22662070

研究助理：陈玉蓉

电话：(86755)22662096

相关研究

利润表

| 项目 (百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入 | 1,556 | 2,767 | 2,065 | 2,639 |
| 减: 营业成本 | 1,078 | 1,719 | 1,356 | 1,676 |
| 营业税金及附加 | 44 | 110 | 74 | 96 |
| 销售费用 | 129 | 413 | 151 | 237 |
| 管理费用 | 197 | 362 | 262 | 302 |
| 财务费用 | 70 | 91 | 84 | 79 |
| 资产减值损失 | 0 | 7 | -4 | 1 |
| 加: 投资收益 | 50 | 50 | 10 | 5 |
| 二、营业利润 | 106 | 165 | 175 | 276 |
| 加: 营业外收支净额 | 3 | 7 | 7 | 7 |
| 三、利润总额 | 108 | 158 | 182 | 283 |
| 减: 所得税费用 | 33 | 43 | 45 | 71 |
| 四、净利润 | 75 | 115 | 136 | 212 |
| 归属于母公司的利润 | 64 | 103 | 110 | 186 |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.50 | 0.63 | 0.67 | 1.13 |

主要财务指标

| 项目 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| EV/EBITDA | 15.2 | 17.8 | 10.1 | 6.2 |
| 成长能力: | | | | |
| 营业收入同比 | 13.0% | 77.8% | -25.4% | 27.8% |
| 营业利润同比 | 137.7% | 29.6% | 28.0% | 57.8% |
| 净利润同比 | 125.2% | 37.0% | 24.8% | 69.3% |
| 营运能力: | | | | |
| 应收账款周转率 | 140.7 | 64.4 | 102.6 | 85.5 |
| 存货周转率 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 1.1 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 1.1 | 0.8 | 0.8 |
| 盈利能力与收益质量: | | | | |
| 毛利率 | 30.7% | 37.9% | 34.3% | 36.5% |
| 净利率 | 4.8% | 3.6% | 6.6% | 8.0% |
| 总资产净利率 ROA | 3.2% | 4.6% | 5.3% | 6.4% |
| 净资产收益率 ROE | 6.5% | 8.3% | 9.4% | 13.7% |
| 资本结构与偿债能力: | | | | |
| 流动比率 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 资产负债率 | 135.9% | 114.2% | 104.4% | 97.8% |
| 长期借款/总负债 | 22.4% | 29.4% | 31.3% | 26.2% |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.50 | 0.63 | 0.67 | 1.13 |
| 每股经营现金流量 | -0.02 | -6.40 | 5.33 | 3.41 |
| 每股净资产 | 5.96 | 6.43 | 7.10 | 8.23 |

资产负债表

| 项目 (百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 374 | (467) | 248 | 643 |
| 应收票据 | 3 | 6 | 3 | 4 |
| 应收账款 | 11 | 43 | 20 | 31 |
| 预付账款 | 38 | 138 | 63 | 81 |
| 其他应收款 | 268 | 280 | 280 | 280 |
| 存货 | 1,259 | 2,119 | 1,339 | 1,584 |
| 其他流动资产 | 0 | (0) | 0 | (0) |
| 流动资产合计 | 1,953 | 2,119 | 1,953 | 2,623 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 275 | 261 | 213 | 274 |
| 在建工程 | 4 | 67 | 366 | 358 |
| 无形资产 | 80 | 72 | 58 | 44 |
| 其他非流动资产 | 3 | 4.98 | 4.98 | 4.98 |
| 非流动资产合计 | 363 | 405 | 642 | 681 |
| 资产总计 | 2,316 | 2,524 | 2,595 | 3,304 |
| 短期借款 | 250 | 432 | 512 | 532 |
| 应付票据 | 143 | 200 | 103 | 141 |
| 应付账款 | 225 | 477 | 266 | 371 |
| 预收账款 | 1294 | 491 | 504 | 919 |
| 其他应付款 | 255 | 253 | 253 | 253 |
| 应交税费 | -13 | -119 | -51 | -104 |
| 其他流动负债 | 28 | 41 | 14 | 13 |
| 流动负债合计 | 2,182 | 1,776 | 1,603 | 2,125 |
| 长期借款 | 705 | 848 | 848 | 848 |
| 其他非流动负债 | 260 | 259 | 259 | 259 |
| 非流动负债合计 | 965 | 1107 | 1107 | 1107 |
| 负债合计 | 3,147 | 2,883 | 2,709 | 3,231 |
| 股本 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| 资本公积 | 316 | 295 | 295 | 295 |
| 留存收益 | 499 | 599 | 709 | 895 |
| 少数股东权益 | 45 | 187 | 213 | 240 |
| 所有者权益合计 | 1,025 | 1,245 | 1,382 | 1,594 |
| 负债和股东权益合计 | 2,316 | 2,524 | 2,595 | 3,304 |

现金流量表

| 项目 (百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 经营活动现金流量 | (3) | (1054) | 877 | 561 |
| 投资活动现金流量 | 568 | 494 | (158) | (107) |
| 筹资活动现金流量 | (152) | 215 | (4) | (59) |
| 现金及等价物净增加 | 413 | (344) | 715 | 395 |

分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间 |
| | 回避 | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。