



盈利质量提升，业绩迈入新征程

买入 维持

目标价格：12.00 元

报告摘要：

- **年报摘要。**公司 12 年实现收入 27.69 亿元，同比增长 77.94%；实现利润总额 2.14 亿元，同比增长 68.02%；归属母公司净利润 1.03 亿元，同比增长 24.69%；归母扣非净利润 4958.55 万元，同比增长 86.46%；基本每股收益 0.63 元。
- **2012 年公司收入增长 77.94%，增速主要来自房地产业务大幅结算 12.3 亿元，商业部分略有下降。**（1）**商业部分：**商品销售收入较上年同期减少 3.22%，主要受到 2012 年宏观经济低迷影响。（2）**房地产：**收入增长 1645.93%，主因野鸭湖房地产公司本期白龙潭住宅项目结转收入；同时控股子公司江苏百大并纳入合并范围，其 7-12 月项目销售收入纳入合并增加所致。（3）**旅游服务业务：**收入同比增加 12.16%，主要原因为公司的控股子公司云上四季公司新开门店营业收入增加所致。（4）**物业服务：**收入同比增加 11.87%。（5）**商业租赁及服务：**营业收入较上年同期增加 16.05%，主要原因为公司及公司的全资子公司新西南商贸公司新天地购物中心、新西南购物中心租赁收入较上年同期增长所致。
- **经常性净利润占比提升至 47.9%，盈利质量不断提升。**公司经常性利润占净利润比重逐年提升，出公司通过一系列资产剥离和收购，主业价值得到体现。公司 12 年经常性净利润增加主要来自两方面：（1）我们估算地产业务结算贡献净利润至少 3000 万元；（2）2011 年并购的新西南购物中心净利润在当年计入非经常损益，在 2012 年并表计入经常性损益，我们估算此项将增加净利润 2000 万元左右。（新西南自身也有公允价值变动造成的非经常性损益）。
- **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 万平方米）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。

消费服务研究组

分析师：

陈炫如 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

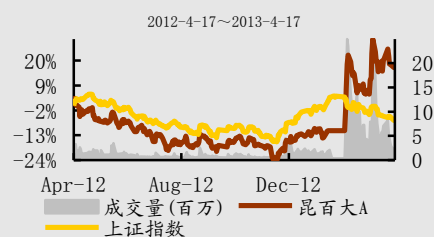
研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

- 尘埃落定，12 年扣非 EPS0.30 元
2013-03-20
- 股权激励的可行性分析
2013-02-21
- 股权激励要求未来 4 年 CAGR46%
2013-02-18

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 (扣除地产业务)	1450.77	1534.87	1692.98	1900.58	2123.15
增长率 (%) 11 年以非地产为基数	13.02%	6.08%	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)	0.11	0.30	0.36	0.48	0.60
12 年后经常性除地产业务					
市盈率 (市值扣除地产净利润后)	72.73	26.67	22.22	16.67	13.33

1、年报摘要

公司 2012 年实现营业收入 27.69 亿元，同比增长 77.94%；实现利润总额 2.14 亿元，同比增长 68.02%；归属母公司净利润 1.03 亿元，同比增长 24.69%；归母扣非净利润 4958.55 万元，同比增长 86.46%；基本每股收益 0.63 元。

2、年报点评

➤ **2012 年公司收入增长 77.94%，增速主要来自房地产业务大幅结算 12.3 亿元，商业部分略有下降。**公司 2012 年收入增长 77.94%，（1）**商业部分**：商品销售商品销售收入较上年同期减少 3.22%，主要受到 2012 年宏观经济低迷，消费零售市场受到拖累影响。（2）**房地产业务**：房地产收入增长 1645.93%，主要原因为本公司的控股子公司野鸭湖房地产公司本期白龙潭住宅项目预售房款结转收入；同时本公司的控股子公司江苏百大自 2012 年 6 月 30 日作为非同一控制下的企业合并纳入合并范围，其 7-12 月项目销售收入纳入合并增加所致。（3）**旅游服务业务**：收入较上年同期增加 12.16%，主要原因为公司的控股子公司云上四季公司探索有自身特点的经济性型酒店的连锁发展模式，在稳步做好现有门店经营工作的同时，持续做好新项目的开发和储备，新开门店营业收入增加所致。（4）**物业服务**：营业收入较上年同期增加 11.87%，主要原因为本公司的全资子公司云南百大物业服务公司物业管理对象增加，相关物业服务收费增加，物业收入较上年同期增长。（5）**商业租赁及服务**：营业收入较上年同期增加 16.05%，主要原因为公司及公司的全资子公司新西南商贸公司新天地购物中心、新西南购物中心租赁收入较上年同期增长所致。

分区域看：**云南地区**：营业收入较上年同期增加 68.40%，主要原因为本公司的控股子公司野鸭湖房地产公司本期白龙潭住宅项目预售房款结转收入，相应营业收入增长。**江苏地区**：营业收入较上年同期增加 2,864.04%，主要原因为本公司的控股子公司江苏百大自 2012 年 6 月 30 日作为非同一控制下的企业合并纳入合并范围，其 7-12 月项目销售收入纳入合并增加所致。**北京地区**：营业收入主要为物业管理收入，本期无重大变动。**上海地区**和**宁夏地区**营业收入为本公司的控股子公司云上四季公司本期在上海、宁夏新增门店取得的营业收入。

表 1：公司分行业营业收入及其增速

单位（百万）	分行业	2012 年营业收入	2011 年营业收入	同比增长
1	商品销售	1127.78	1165.28	-3.22%
2	房地产	1233.87	70.67	1645.93%
3	旅游服务	188.32	167.91	12.16%
4	物业服务	36.68	32.79	11.87%
5	商业租赁及服务	98.40	84.79	16.05%
	合计	2685.06	1521.44	76.48%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2：公司分地区营业收入及其增速

单位 (百万)	分行业	2012 年营业收入	2011 年营业收入	同比增长
1	云南地区	2553.67	1516.44	68.40%
2	北京地区	0.90	0.67	34.19%
3	江苏地区	128.41	4.33	2864.04%
4	上海	2.06	0.00	NA
	合计	2685.06	1521.44	76.48%

资料来源：公司公告，宏源证券

➤ **2012 年公司主营业务毛利率下降 2.27%至 27.01%，主要原因为房地产毛利率大幅下滑所致。**分行业看，**商品零售**毛利率上升 1.80%至 16.99%；**房地产业务**毛利率下滑 32.40%至 22.14%，主要原因为本公司的控股子公司野鸭湖房地产公司所开发的野鸭湖项目与呈贡白龙潭住宅项目属于不同的物业类型（前者是公务员小区，毛利率显著低于别墅）。由于本期结转的主要为呈贡白龙潭项目收入，上年同期结转的主要为野鸭湖项目收入，因此导致毛利率大幅下滑。旅游服务毛利率小幅上升 1.04%，**物业服务**毛利率较上年同期降低 7.79%，主要原因为物业成本较上年同期有所上升，主要是人力成本有所增加，另外公司的控股子公司江苏百大自 2012 年 6 月 30 日作为非同一控制下的企业合并纳入合并范围，其 7-12 月物业收入纳入合并抵销，其他部分物业收入也为合并范围内业务，在上表列示收入数据中已做抵销，本期物业服务收入抵销收入为 1104.68 万元，导致上表中毛利率下降。

表 3：公司分地区营业收入及毛利率变动情况

单位 (百万)	2012 年营业收入	2011 年营业成本	毛利率	较 2011 年毛利率变动
商品销售	1,127.78	936.11	16.99%	1.80%
房地产	1,233.87	960.69	22.14%	-32.40%
旅游服务	188.32	19.35	89.73%	1.04%
物业服务	36.68	43.77	-19.35%	-7.79%
商业租赁及服务	98.40	0.00	100%	
合计	2,685.06	1,959.93	27.01%	-2.27%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 4：销售费用细分项目

单位 (百万)	销售费用分项	2012 年	2011 年	同比增长
1	职工薪酬	43.11	34.01	26.74%
2	广告宣传费	13.95	15.51	-10.10%
3	运费	7.98	8.24	-3.05%
4	水、电费	13.84	14.19	-2.45%
5	租赁费	27.37	19.06	43.60%
6	销售代理及佣金	5.14	2.73	88.17%
7	折旧费	5.05	5.31	-4.97%
8	长期待摊费用摊销	10.72	7.11	50.92%

9	低值易耗品摊销	3.80	2.49	52.61%
10	办公通讯应酬费	2.32	2.22	4.54%
11	汽车燃料费	0.79	0.51	55.53%
12	劳动保护费	1.52	0.38	299.07%
13	修理费	2.21	0.95	131.56%
14	保洁费	9.57	6.89	38.79%
15	中介机构费	0.17	0.08	122.56%
16	其他	9.96	9.41	5.83%
合计		157.50	129.10	22.00%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 5：管理费用细分项目

单位（百万）	管理费用分项	2012 年	2011 年	同比增长
1	职工薪酬	84.36	76.88	9.74%
2	水、电费	4.77	3.96	20.61%
3	租赁费	59.54	44.19	34.74%
4	折旧、摊销费	17.52	18.27	-4.08%
5	长期待摊费用摊销	5.12	4.27	19.85%
6	低值易耗品摊销	1.47	0.32	361.44%
7	办公通讯费应酬费	16.82	16.10	4.47%
8	汽车燃料费	3.11	2.43	28.07%
9	中介机构费	12.70	5.48	131.52%
10	费用性税金	5.20	7.16	-27.35%
11	修理费	7.27	9.83	-26.06%
12	人力资源开发费	0.29	1.06	-72.26%
13	上市费	0.50	1.35	-63.15%
14	物管费	0.42	0.22	89.16%
15	其他	5.62	5.86	-4.17%
合计		224.71	197.36	13.85%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 6：财务费用细分项目

项目	2012 年	2011 年	同比增长
利息支出	89.55	68.01	31.67%
减：利息收入	4.19	3.88	8.12%
加：汇兑损失			
减：汇兑收益	0.37		NA
其他	8.25	5.94	38.98%
合计	93.24	70.07	33.07%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 7：公司经常性利润占比逐年提升，盈利质量持续改善

单位（百万）	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
非流动资产处置损益	4.92	-0.05	0.05	22.77	17.36
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定，按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	0.00	0.00	0.14	0.66	5.96
企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益	0.00	0.00	0.00	0.00	19.78
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.07
债务重组损益	0.00	0.00	0.00	0.29	0.00
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	0.00	50.54	17.78	31.34	0.00
与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益	-0.22	0.19	0.00	0.00	0.00
采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益	36.73	32.06	21.55	18.90	19.19
受托经营取得的托管费收入	1.50	1.50	0.00	0.00	0.00
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-1.32	-0.19	-0.47	-0.74	0.65
所得税影响额	-8.92	-8.09	-5.35	-9.16	8.32
少数股东权益影响额	-0.39	-0.22	-0.51	-7.71	0.73
非经常利润合计	32.31	75.74	33.19	56.34	53.83
扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润	4.61	14.16	11.30	26.59	49.59
经常性损益占比	12.5%	15.8%	25.4%	32.1%	47.9%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 8：主要子公司经营情况

主要子公司名称	持股比例	收入	净利润	权益净利润
昆明百货大楼商业有限公司	80%	499.36	19.12	15.29
昆明百货大楼（集团）家电有限公司	80%	514.21	8.62	6.90
昆明百大集团野鸭湖房地产开发有限公司	59.93%	1107.82	120.07	71.96
昆明百大房地产开发经营有限公司	100%	0.02	-3.32	-3.32
云南百大房地产有限公司	100%	0.00	34.59	34.59
云南云上四季酒店管理有限公司	0.94	97.89	-1.25	-1.17
昆明百货大楼家有宝贝商贸有限公司	76%	130.60	2.16	1.64

昆明新西南商贸有限公司	100%	64.56	34.28	34.28
江苏百大实业发展有限公司	86.94%	192.05	3.46	3.01
昆明创卓商贸有限责任公司	100%	49.99	8.98	8.98
昆明吴井房地产开发有限公司	49%	7.39	-35.55	-17.42
合计		2656.48	191.16	154.74

资料来源：公司公告，宏源证券

3、盈利预测和投资建议

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 10.68 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 8 元，对应 2013-15 年 PE 分别为 22.22、16.67 和 13.33 X，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。

表 9: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2012
营业收入	421.56	348.41	490.66	1,508.12	2,768.74
营业收入增速 YOY	3.70%	5.26%	39.87%	222.43%	77.94%
营业成本	288.39	218.63	322.32	1,148.02	1,977.36
综合毛利率（左）	31.59%	37.25%	34.31%	23.88%	28.58%
综合毛利率变动幅度	6.44%	6.62%	4.83%	-12.70%	-2.15%
营业税金及附加	11.23	11.61	19.20	84.62	126.67
销售费用	37.38	33.33	40.91	45.88	157.50
销售费用增速	33.56%	13.07%	25.26%	17.73%	22.00%
管理费用	45.95	53.47	56.27	69.02	224.71
管理费用增速	19.74%	21.18%	21.89%	0.47%	13.85%
财务费用	23.09	23.35	24.50	22.30	93.24
期间费用率	25.25%	31.62%	24.80%	9.10%	17.17%
销售费用率	8.87%	9.57%	8.34%	3.04%	5.69%
管理费用率	10.90%	15.35%	11.47%	4.58%	8.12%
财务费用率	5.48%	6.70%	4.99%	1.48%	3.37%
资产减值损失	-0.02	6.08	-0.10	-2.16	3.80
公允价值变动净收益	0.00	-1.51	-4.44	25.14	19.19
投资净收益	0.35	18.06	-0.29	-15.53	2.59
其中：对联营和合营企业的投资收益	0.35	-1.72	-0.18	0.00	0.00
营业利润	15.88	18.48	22.83	150.05	207.24
加：营业外收入	3.46	0.93	0.61	3.09	8.09
减：营业外支出	0.10	0.14	0.47	0.78	1.50
其中：非流动资产处置净损失	0.01	0.00	0.00	0.10	0.11
利润总额	19.24	19.27	22.97	152.35	213.83
减：所得税	8.29	2.93	8.29	35.59	55.10
净利润	10.95	16.34	14.68	116.76	158.73
减：少数股东损益	-0.37	0.07	6.67	48.94	55.31
归属于母公司所有者的净利润	11.32	16.27	8.01	67.81	103.41
归母净利润增速	55.77%	243.87%	139.73%	0.32%	24.69%
销售净利率（右）	2.69%	4.67%	1.63%	4.50%	3.73%

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。

姜天骄: 商贸零售行业分析师, 复旦大学经济学学士, 上海财经大学数量经济学硕士。2012 年加入宏源证券。

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、大连友谊、飞亚达 A、老凤祥、昆百大 A、南京中商、新华都、欧亚集团

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
	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。