



# 雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

买入 维持

## 报告摘要:

- 定战略：曾经三翼齐飞，未来专注购物中心。**公司目前主营业务为商业（销售占比40%）、地产（45%）、旅游酒店（7%）三个板块，公司2013年明确战略，未来将以商业扩张（购物中心）为主，逐步退出住宅地产，购物中心业态可复制性强，费用低（投资性房地产无折旧），当年可实现盈利。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。按照现有项目保守计算公司2013-2016年商业和旅游业务贡献净利润分别为5461万元、7609万元、9691万元和11442万元，复合增速至少24%。若考率公司战略落后后新增项目，预计复合增速可达30%以上。
- 迎拐点：雄关漫道真如铁，而今迈步从头越。**公司2013年将迎业绩拐点。主要来自于：（1）公司坚定了以商业为核心的战略，资源集中后将发挥公司在当地业竞争优势。（2）地产业务结算期将至，公司2013年后将进入地产业务结算的密集期，随着地产业务释放业绩，一方面直接带动净利润增长，另一方面现金流相对宽松将有效控制公司财务费用膨胀，我们保守估计地产存量项目未来贡献净利润在5亿元左右。（3）公司前几年的资产收购和出售进一步优化资产配置，提高资产运营效率，改变过去几年主业业绩较弱，过度依赖非经常性损益的情况，经常性损益占净利润比重逐年上升，从2008年12%提升至2012年前三季度的36%。
- 谋励志：股权激励助促成长，重夺云南第一商。**公司拟定股权激励草案，未来符合增速将达46%，若按12年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，可行性强。同时股权激励也将促进公司商业主业快速成长，进一步加强公司在当地商业竞争优势。
- 风险提示。**股权激励草案尚未通过相关部门审核，存在修改风险。
- 盈利预测和投资建议。**我们预测，公司2013-2016年不含地产EPS为0.33、0.46、0.59和0.69元，底线复合增速24%。地产项目累计可贡献EPS至少2.7元，结合考虑未来公司战略调整后新增商业项目的大概率事件，未来主业增速将超过30%，我们维持公司“买入”评级。

经营指标 (百万)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (11年后为除地产业务)	1556.03	1451.18	1692.98	1900.58	2123.15
增长率 (%)	13.02%	6.74%	16.42%	12.32%	11.69%
归母经常性净利润(百万)(12年后除地产)	18.72	49.40	54.61	76.09	96.91
增长率 (%)	135.31%	163.89%	10.55%	39.33%	27.36%
每股收益 (元) (12年后除地产)	0.11	0.30	0.33	0.46	0.59
市盈率 (12年后市值扣除地产净利润计算)	92.91	34.07	22.79	16.35	12.75

## 消费服务研究组

### 分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

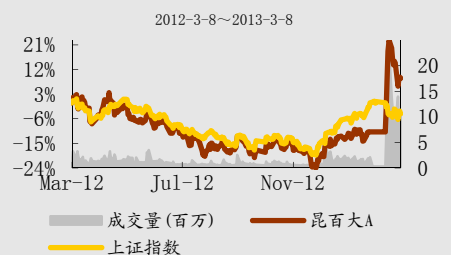
### 研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

## 市场表现



## 相关研究

季报简评: 归母业绩下降不改实质业绩拐点  
2013-04-24

年报简评: 盈利质量提升, 业绩迈入新征程  
2013-04-17

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

## 目录

一、定战略：曾经三翼齐飞，未来专注购物中心.....	4
（一）商业为本：四大业态全覆盖.....	4
1、百货：昆明百货大楼（新纪元店）.....	4
2、购物中心：.....	6
（1）百大新天地购物中心：核心商圈的自有物业.....	6
（2）新西南购物中心：大体量、大潜力.....	7
（3）呈贡新都会购物中心：未来的业绩驱动引擎.....	8
3、昆百大家电.....	8
4、家有宝贝主题商场.....	10
（二）地产添翼：未来利润结算丰厚.....	11
1、野鸭湖项目.....	11
2、百大春城项目与悦水园项目.....	12
3、高新区项目.....	12
4、经百项目.....	13
5、大理项目.....	13
（三）旅游酒店：云南地区佼佼者.....	13
1、新纪元大酒店——物业自有，未来利润仍将保持稳定增长.....	13
2、云上四季酒店——云南市场占有率第一，将加速扩张.....	13
二、迎拐点：雄关漫道真如铁，而今迈步从头越.....	16
（一）通过出售和收购资产，进一步优化资产运营效率.....	16
（二）突出主营业务贡献，逐步摆脱对非经常损益的依赖.....	17
三、谋励志：股权激励助促成长，重夺云南第一商.....	19
四、盈利预测及投资建议.....	21

## 插图

图 1: 公司商品销售+商业租赁收入稳步提升.....	4
图 2: 公司商业毛利润稳步提升.....	4
图 3: 昆明百货大楼(新纪元店)外观.....	5
图 4: 昆明百货大楼(新纪元店)商圈位置.....	5
图 5: 百大新天地外观.....	6
图 6: 百大新天地商圈位置.....	6
图 7: 百大新西南购物中心.....	7
图 8: 新西南购物中心商圈位置.....	7
图 9: 呈贡新都会购物中心外观模拟图.....	8
图 10: 呈贡新都会购物中心位置邻近政府办公楼.....	8
图 11: 百大家电门店外观.....	9
图 12: 昆百大家电在昆明纵向布局 3 家门店.....	9
图 13: 家有宝贝主题商场外观.....	10
图 14: 家有宝贝主题商场母婴生活馆.....	10
图 15: 云上四季四种不同定位酒店.....	14
图 16: 云上四季直营店和加盟店预测.....	14
图 17: 公司经常性净利润占比逐年提高.....	17
图 18: 公司收入增速逐步恢复较高水平.....	19

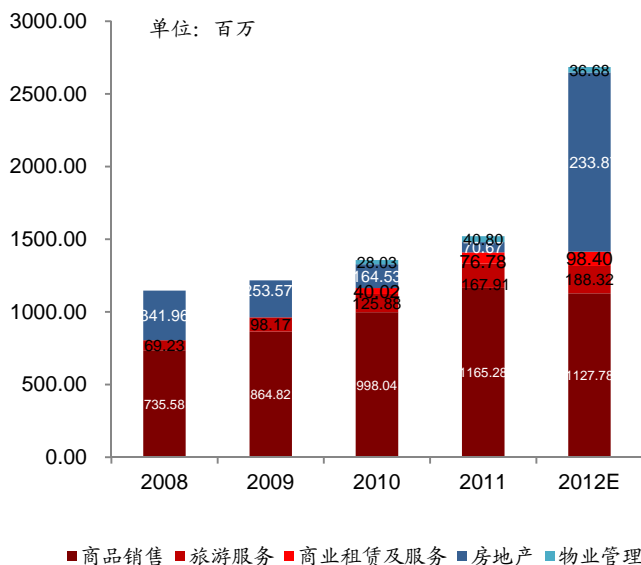
## 表格

表 1: 昆明百货大楼新纪元店收入和净利润情况.....	5
表 2: 百大新天地及其他部分自有物业出租收入、净利润情况.....	6
表 3: 新西南购物中心出租收入、净利润情况.....	7
表 4: 新都会未来经营业绩情况预测.....	8
表 5: 目前百大家电已在昆明开业 3 家门店.....	9
表 6: 百大家电收入和净利润情况.....	9
表 7: 目前已开业家有宝贝儿童主题商场 5 家.....	10
表 8: 家有宝贝儿童主题商场未来经营情况(保守预测不新增门店).....	10
表 9: 昆百大其下地产公司.....	11
表 10: 可确定的地产业务未来结算贡献利润.....	11
表 11: 昆百大酒店旅游资产情况.....	13
表 12: 旅游酒店业务业绩预测.....	14
表 13: 旅游酒店业务业绩预测业务拆分.....	14
表 14: 昆百大通过出售和收购资产进一步优化资产配置.....	16
表 15: 昆百大过去几年净利润对于非经常性损益依赖性很强.....	18
表 16: 激励对象人员名单.....	20
表 17: 首次授予限制性股票的解锁期.....	20
表 18: 限制性股票解锁条件.....	20
表 19: 2013 年-2017 年限制性股票成本摊销情况.....	21

## 一、定战略：曾经三翼齐飞，未来专注购物中心

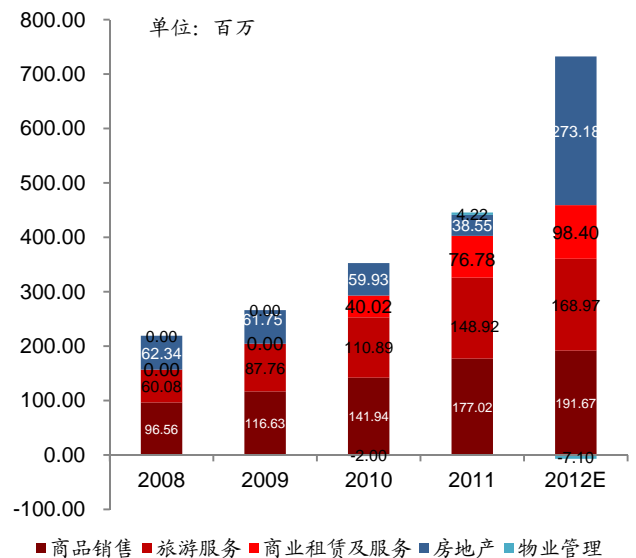
公司目前主营业务为商业（销售占比 40%）、地产（45%）、旅游酒店（7%）三个板块，未来将以商业扩张（购物中心）为主，住宅地产逐步退出，旅游酒店未来发展战略暂以稳定经营为主。在 2012 年之前，公司三块业务齐头并进，没有清晰的战略重点。从金额数量上看，公司商业经营以及地产结算收入和毛利润贡献最大，2011 年商业经营贡献收入 11.65 亿元，占比 76.84%；毛利润 1.77 亿元，占比 39.74%。2012 年商业经营收入 11.28 亿元，毛利润 1.69 亿元；2013 年之后，公司今后战略方向更加明确，将以商业为主线，房地产为配合商业和酒店。对于住宅地产业务，未来会自然萎缩，基本不会再做新的住宅地产项目，未来如果做地产应该只会涉足商业地产。连锁酒店经营战略尚未落定，没有作为发展战略重点，目前仍以稳定业务为主。

图 1：公司商品销售+商业租赁收入稳步提升



资料来源：公开资料，宏源证券

图 2：公司商业毛利润稳步提升



资料来源：公司公告，宏源证券

### （一）商业为本：四大业态全覆盖

公司商业板块主要分为四大业态经营：百货经营（联营）、购物中心（出租）、家电连锁、儿童主题商场连锁。百货经营主要是指昆明百货大楼（新纪元店）；购物中心现有两处，分别是百大新天地和 2011 年定向增发收购的新西南购物中心，2014 年初，第 3 处购物中心呈贡新都会购物中心将开业；家电业务方面，公司目前有 3 家家电连锁，同时经营云南地区各个地市的批发业务，在昆明地区与国美、苏宁构成“三分天下”之势；儿童主题商场是指公司的“家有宝贝”连锁门店，目前发展到 5 家，未来仍将进一步积极拓展外延扩张。

#### 1、百货：昆明百货大楼（新纪元店）

昆明百货大楼新纪元店位于昆明最繁华的三市街商圈的核心位置，2001 年开业，面积约 2 万平米，原定位大众消费，经营模式以联营为主。2012 年，昆明百货大楼新纪元

店实现销售收入 4.99 亿元，坪效 2.5 万，2012 年销售净利率 3.83%，我们判断，提升主要来自毛利率的上升。目前，昆明百货大楼销售在昆明所有百货门店中排名第 3。

门店物业为租赁物业。公司将新纪元 B 座 19103 万平米物业售后租回，2009 年之前每年递延收益基本覆盖当年租金略有盈余。2010 年之后，公司重新签订 6 年租赁合同，根据合同计算年租金为 3373.6 万元。2010 年门店出现亏损主要由于前期递延收益摊销完毕，无法对冲租金所致。

我们估测，未来百货大楼销售同店增速约为 5%，毛利率仍有上升空间。由于门店位于成熟核心商圈，店龄较长，已处于门店成熟期，每年新增客流较为有限，门店销售收入主要依靠客单价提升达到，我们保守预计每年销售收入增速在 5% 左右（与 CPI 基本同步）。但同时，公司将重点着力提高门店毛利率，同时加强费用控制，我们认为未来门店净利润增速将超过门店收入增速。

图 3: 昆明百货大楼（新纪元店）外观



资料来源：公开资料，宏源证券

图 4: 昆明百货大楼（新纪元店）商圈位置



资料来源：互联网，宏源证券

表 1: 昆明百货大楼新纪元店收入和净利润情况

单位: 百万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
销售收入	NA	411.04	409.16	489.21	499.36	525.99	552.29	579.91	608.9
坪效	NA	205.52	204.58	244.61	249.68	263.00	276.15	289.96	304.45
收入 YOY	NA	NA	-0.46%	19.56%	2.08%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售净利率	NA	1.96%	-0.80%	3.42%	3.83%	4.00%	4.50%	5.00%	5.00%
净利润	4.51	8.06	-3.27	16.72	19.12	21.04	24.85	29.00	30.45
净利润 YOY	NA	NA	NA	NA	14.26%	10.05%	18.13%	16.67%	5.00%
持有权益	100%	100%	100%	100%	80%	80%	80%	80%	80%
权益净利润	4.51	8.06	-3.27	16.72	15.29	16.83	19.88	23.20	24.36

资料来源：公司公告，宏源证券

## 2、购物中心：

公司目前拥有百大新天地和新西南两处购物中心，总建筑面积 10 万平米。另有呈贡新都会购物中心在建设中，预计 2014 年初开业，面积 10.5 万平米。公司未来的战略将主要以购物中心模式进行外延扩张，尤其是社区型成熟住宅区位的购物中心，主要由于购物中心扩张复制性较百货更强。

### (1) 百大新天地购物中心：核心商圈的自有物业

百大新天地购物中心为昆百大老楼改造建成，与百大新纪元店隔街相望。目前面积约 2.6 万平米，定位年轻时尚。门店以对外出租为主要经营模式，每年租金约为 4000 万（从 2010 年年报推算），门店物业为自有物业，自 2008 年 6 月开始按照投资性房地产进行会计计量，每年进行公允价值评估，公允价值变动损益计入当期损益，因此物业没有“固定资产折旧”费用。我们估算门店净利率约为 20%，每年贡献净利润 800 万。我们预计，门店未来每年租金仍能保持 10% 左右增长，主要由于其购物中心的定位（餐饮娱乐未来增速会高于纯零售增速，受益于租金提成，增速将快于百货大楼新纪元店的百货经营业务）。

图 5：百大新天地外观



资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：百大新天地商圈位置



资料来源：互联网，宏源证券

表 2：百大新天地及其他部分自有物业出租收入、净利润情况

单位：百万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
租金收入	NA	NA	40.01	42.19	48.13	52.95	58.24	64.07	70.47
租金（元/年*平米）	NA	NA	1538.85	1622.71	1851.33	2036.46	2240.11	2464.12	2710.53
收入 YOY	NA	NA	NA	5.45%	14.09%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
净利率	NA	NA	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	NA	NA	8.00	8.44	9.63	10.59	11.65	12.81	14.09
净利润 YOY	NA	NA	NA	5.45%	14.06%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，宏源证券

## (2) 新西南购物中心：大体量、大潜力

新西南购物中心由公司 2011 年向大股东定向增发进行同一控制下企业合并所获得资产。门店建筑面积 7.5 万平米，以对外出租为主要经营方式。2012 年门店实现租金收入 6456 万元，实现经常性收益约 2200 万元，净利率为 30%左右。同时由于物业资产按照投资性房地产计量，2011 年公允价值变动损益实现税后收益约 1300 万元。由于购物中心业态模块化调整空间大，进而经营优化空间较大，我们保守预计，未来门店租金收入将维持 10%增长，同时，随着门店被公司并购，规模效应和内部化将会降低门店费用，因此我们认为门店实现净利润增速将快于收入增速(盈利预测表中暂不考虑费用率下降的优化因素，预测较为保守)。

图 7：百大新西南购物中心



资料来源：公司公告，宏源证券

图 8：新西南购物中心商圈位置



资料来源：公司公告，宏源证券

表 3：新西南购物中心出租收入、净利润情况

单位：百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	59.08	64.56	71.01	78.11	85.92	94.52
YOY		9.27%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
租金 (元/平米*年)	812.72	887.97	976.77	1074.45	1181.89	1300.08
YOY		9.27%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
面积	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27	7.27
毛利率	97%	97%	97%	97%	97%	97%
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	17%	17%	17%	17%	17%	17%
财务费用率	24%	20%	20%	20%	20%	20%
扣非净利率 (估测)	30%	35%	35%	35%	35%	35%
扣非净利润	17.72	22.59	24.85	27.34	30.07	33.08
公允价值变动	13	10	10	10	10	10
净利润	30.7	32.6	34.9	37.3	40.1	43.1

资料来源：公司公告，宏源证券

### (3) 呈贡新都会购物中心：未来的业绩驱动引擎

公司投资 6 亿元新建的呈贡新都会购物中心将于 2014 年初开业。新都会占地 46 亩，建筑面积 10.5 万平方米。门店距离市政府两个街区，紧邻数个公务员小区，是目前呈贡新城规划中最高端大型商业项目。未来主力消费人群是公务员群体，购买力较强，预计培育期较短，看好门店未来盈利能力。

图 9：呈贡新都会购物中心外观模拟图



资料来源：公司公告，宏源证券

图 10：呈贡新都会购物中心位置邻近政府办公楼



资料来源：公司公告，宏源证券

表 4：新都会未来经营业绩情况预测

单位（百万）	2014E	2015E	2016E
营业收入	40	70.4	91.96
面积	10	10	10
出租率	50%	80%	95%
每平方米年租金	800	880	968
租金 YOY	10%	10%	10%
净利率	25%	25%	25%
净利润	10	17.6	22.99

资料来源：公司公告，宏源证券

## 3、昆百大家电

昆百大的家电业务在云南地区始终名列前茅，其中顺城店始终保持云南省单店销售第一的市场地位，2012 年昆百大家电实现销售收入 5.14 亿元，净利润 9500 万元。自 1998 年始，百大家电以批发业务为主体向全省拓展，经过多年的发展在全省设立了开远、文山、保山、曲靖南、曲靖北、思茅、下关、临沧、郊县、玉溪、景洪、丽江、楚雄、会泽、德宏 15 个分公司，在云南省的网络覆盖率达到 100%，在省内树立了无法撼动的领军地位。目前，家电业务在昆明主要有顺城店、大商汇店、嘉年华广场店三处零售门店，2012 年顺城店升级改造，经营面积接近 10000 平米，进一步增强了百大家电旗舰店的竞争优势。

公司家电业务要优势在于利用了云南的地理环境。国美和苏宁很难在地州开店（高原地区、城市规模小、无法达到规模效应、物流成本高），4000 多万人的家电需求，只能



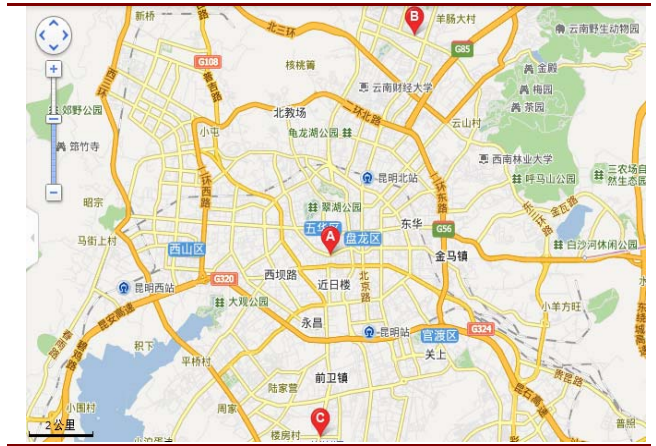
靠当地中小行长满足。而其供货渠道就在昆百大，这是历史遗留造成的优势。昆百大之前积累了全省的批发渠道，与厂家的谈判低位不弱于国美、苏宁，所以家电这一块业务增长比较稳定。

图 11: 百大家电门店外观



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 12: 昆百大家电在昆明纵向布局 3 家门店



资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 5: 目前百大家电已在昆明开业 3 家门店

门店名称	开业时间	门店面积	门店位置
顺城店	首次开业 2002 年, 2012 年 7 月 7 日重新开业	10000 平米	五华区顺城街 1 号
大商汇店	2010 年 9 月 22 日	3500 平米	昆明西山区大商汇前兴路理想城市广场负一楼
嘉年华广场店	2011 年 10 月 1 日	5000 平米	霖雨路嘉年华商业广场 B 座 B 区 2 至 4 楼

资料来源: 公开资料, 宏源证券整理

表 6: 百大家电收入和净利润情况

单位: 百万	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	NA	448.50	504.72	565.34	514.21	652.97	718.27	790.1	869.11
收入 YOY	NA	NA	12.53%	12.01%	-9.04%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
净利率	NA	1.41%	2.19%	1.90%	1.68%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%
净利润	NA	6.30	11.05	10.75	8.62	13.06	14.37	15.8	17.38
持有权益		85.5%	85.5%	85.5%	80%	80%	80%	80%	80%
净利润 YOY	NA	NA	75.30%	-2.71%	10.44%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
权益净利润		5.39	9.45	9.19	9.5	10.45	11.5	12.64	13.9

资料来源: 公司公告, 宏源证券

#### 4、家有宝贝主题商场

家有宝贝成长主题商场是昆百大商业公司的全资子公司。目前拥有 5 家门店，2012 年实现收入 1.30 亿元，净利润 201 万元。

公司在零售经营过程中率先发现儿童商品市场存在的很好的商业机会，在昆明地区提出儿童主题式购物方式。家有宝贝儿童主题商场突破传统的卖场经营品类分类和构成方式，为迎合孕妇、婴幼儿和学龄儿童家庭，满足他们在生活、教育和娱乐三个方面的需求，提供一站购齐的专业服务，给顾客带来了前所未有的便利，让顾客在一个卖场就可以买到母婴食品、母婴用品、童装、童鞋、玩具、学习用品等所需物品，**目标顾客：拥有-1 至 12 岁儿童的城市家庭群体**。我们保守预测，在没有新增门店的基础上，家有宝贝业务未来增速将保持在 10%左右。

图 13: 家有宝贝主题商场外观



资料来源：公开资料，宏源证券

图 14: 家有宝贝主题商场母婴生活馆



资料来源：公司公告，宏源证券

表 7: 目前已开业家有宝贝儿童主题商场 5 家

门店名称	开业时间	门店面积	门店位置
家有宝贝百大店	2004 年 10 月 1 日	2300 平米	昆明市东风西路 99 号昆百大新纪元店 6 楼
家有宝贝西南店	2008 年 5 月 31 日	3,583 平米	昆明市人民中路 17 号新西南广场东区 6 层
家有宝贝玉溪店	2009 年 1 月 16 日	2500 平米	云南省玉溪市红塔区百货大楼 4 楼
家有宝贝北辰财富店	2010 年 1 月 9 日	3500 平米	盘龙区北京路 1109 号北辰财富中心
家有宝贝正大紫都店	2012 年 1 月 1 日	4000 平米	正大紫都风尚购物广场家有宝贝儿童主题商场 3 楼

资料来源：公开资料，宏源证券整理

表 8: 家有宝贝儿童主题商场未来经营情况（保守预测不新增门店）

单位：百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	118.13	130.60	142.93	157.23	172.95	190.24
YOY		10.56%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
净利率	1.91%	1.65%	1.70%	1.90%	2.00%	2.00%
净利润	2.25	2.16	2.43	2.99	3.46	3.80
拥有权益	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
权益净利润	1.83	2.01	2.32	2.55	2.8	3.08

资料来源：公司公告，宏源证券

## (二) 地产添翼：未来利润结算丰厚

公司地产业务未来结算利润丰厚，我们按照最保守的方法计算（即从年报存货数据倒推，假设目前开发成本直接转入开发产品，而非市场价格直接计算），预计未来将至少贡献 5 亿元净利润。（下表中忽略了经百和大理等数据较缺乏的地产项目贡献）。

**表 9：昆百大其下地产公司**

公司名称	持股比例	注册资本	关系
昆明百大房地产开发经营有限责任公司	100.00%	3000 万	全资子公司
云南百大房地产开发有限公司	100.00%	4000 万	全资子公司
云南百大住宅开发有限公司	100.00%	300 万	全资子公司
昆明百大集团野鸭湖房地产开发有限公司	60.00%	5000 万	控股子公司
江苏百大实业发展有限公司	86.94%	15314 万	控股子公司
昆明吴井房地产开发有限公司	49.00%	11500 万	联营企业
昆明经百实业有限公司	49.00%	30000 万	联营企业

资料来源：公开资料，宏源证券整理

**表 10：可确定的地产业务未来结算贡献利润**

单位：百万	收入	净利润率	净利润	权益比率	权益净利润
百大新都会（沿街出售）	450.00	25.00%	112.50	60.00%	67.50
野鸭湖	888.37	30.00%	266.51	60.00%	159.91
百大春城	55.36	15.00%	8.30	89.94%	7.47
悦水园一期	248.73	15.00%	37.31	86.94%	32.44
悦水园二期 AB	477.50	15.00%	71.63	86.94%	62.27
悦水园二期 CD	615.03	15.00%	92.25	86.94%	80.21
高新区项目（出售）	581.80	15.00%	87.27	51.00%	44.51
合计					454.31

资料来源：公司公告，宏源证券

### 1、野鸭湖项目

野鸭湖是位于昆明市盘龙区的高端别墅项目，开发子公司为昆明百大集团野鸭湖房地产开发有限公司（昆百大 A 持股 60%）。整个项目共分三期，其中第 1 期于 2006 年 12 月竣工，并已经完成销售；2 期于 2009 年 12 月竣工，目前正处于销售之中；三期正在开发之中，整个项目预计总投入 74000 万元。截至 2012 年 12 月 31 日，野鸭湖项目尚余开发产品 13355.38 万元，开发成本 17738.69 万元。由于国家对别墅高端房地产在政策上有所限制，且与普通住宅相比，别墅并不存在刚性需求，因此在开发和结算的进程方面相对较慢。

根据调研数据，野鸭湖别墅的毛利率约为 65%，净利润约为 30%，据此测算 2 期剩

余开发产品可贡献收入 3.82 亿元，毛利 2.48 亿，净利润 1.14 亿，开发成本若保守按当期价格转入开发产品，可贡献收入 5.07 亿元，毛利 3.29 亿元，净利润 1.52 亿元。并且野鸭湖房地产公司的销售人员表示，公司还将推出 3 期的开发。而根据公司的公告，野鸭湖房地产公司正在参与野鸭湖周边 1800 亩土地的整理开发工作，这部分土地预计将用于野鸭湖 3 期项目的建设。

## 2、百大春城项目与悦水园项目

百大春城项目是位于江苏无锡的住宅项目，开发子公司为江苏百大实业发展有限公司，项目占地面积 241 亩。整个项目已经完工并处于销售之中，根据 12 年年报财务报表附注的显示，该项目尚余存货——开发产品 2984.10 万元。

悦水园项目也是位于江苏无锡的住宅项目，开发子公司仍为江苏百大实业发展有限公司，项目占地面积 298 亩。整个项目分 1、2、3、4、5 期，其中 1 期已经竣工，正在销售之中，整个项目预计 2018 年 12 月竣工。根据 12 年年报财务报表附注的显示，该项目尚余存货——开发产品 8007.81 万元，存货——开发成本 37250.07 万元。

而根据拟收购江苏百大实业发展有限公司股权项目资产评估报告，百大春城项目的 8516.96m<sup>2</sup> 的开发产品和悦水园项目 31091.59m<sup>2</sup> 的开发产品的账面价值为 10991.91 万元，评估价值为 25919.03 万元，较账面价值增值 31.55%。悦水园项目尚余 214.89 亩未开发土地的开发成本的账面价值为 27158.60 万元评估价值为 55317.48 万元，增值率 103.68%。两项存货的合计账面价值 46861.07 万，评估价值 81236.51 万，增值 34375.44 万元。

对于百大春城和悦水园的开发产品，若按照 6500 元/平米和 8000 元/平米的市价进行对外销售，可分别贡献收入 5536 万元、24873.27 万元，预计净利润 15%，可贡献净利润 830.40 万元和 3730.99 万元。而悦水园 2 期将开发 128.63 亩土地，分为 AB 和 CD 两个地块，按照建筑规划 AB 地块总建筑面积 76530 平米，地上面积 59688 平米，容积率 2.03，绿地率 35%；CD 地块总建筑面积 81160 平米，地上面积 61503 平米，容积率 1.1，绿地率 40%。对于 AB 地块我们按照 8000 元/平米估算销售价格，CD 地块按照 10000 元/平米估算销售价格，预计净利润率为 15%，则合计可贡献收入 109253.40 万元，净利润 16388.01 万元。而之后的 3、4、5 期项目也将陆续开发。

## 3、高新区项目

2012 年 12 月 19 日，本公司全资子公司云南百大房地产有限公司参与竞拍由昆明市土地和矿业权交易中心公开拍卖的昆明高新区 KCG2011-18 号(高新建成区 A1-06 地块，面积 32322 平米)国有建设用地的使用权。并以 23270.4 万元的价格成交。改地块将用于商业设施开发。

云百大地产将与京兆投资基金共同设立项目公司云南百大新百房地产有限公司对该地块进行开发，其中云百大地产持股 51%，京兆投资基金持股 49%。

高新区商业地产项目规划总面积 193934.88 平米，昆百大计划自持其中的 70%，另 30% 用于对外出售。估算出售部分的价格为每平方米 10000 元，则可取得收入 58180.20 万，净利润率为 15%，可贡献利润 8727.03 万。出租部分预计租金为每年 500 元/平米，净利润 20% 据此估算若全部出租，高新区商业地产项目每年可贡献收入 15611.76 万元，贡献净利润 3902.94 万元，2014 年至 2016 年估计出租率分别为 50%、80%、100%，则每年的净利

润分别为 1561.78 万元、2497.88 万元、3122.35 万元。

#### 4、经百项目

2011 年，昆百大与昆明经济技术开发区投资有限责任公司共同出资设立昆明经百实业有限公司，注册资本 18000 万元，其中，经开区投资公司占 51% 股份，本公司占 49% 股份。经百实业公司将履行昆百大与昆明经济技术开发区相关项目开发合同。

2012 年 2 月，昆明经百公司参与竞拍由昆明市土地和矿业权交易中心公开拍卖的国有建设用地使用权，并以 18984 万元的成交价格，竞得位于官渡区阿拉街道办事处，土地性质为住宅用地，面积 60267.90 平米，编号为 KCJ2011-12-2 地块的国有建设用地使用权。按照容积率 2，均价 5000 元，净利率 3% 测算，估计可贡献利润 1800 万。

#### 5、大理项目

2012 年 12 月 29 日昆百大 A 全资子公司云南百大房地产有限公司参与竞拍大理 HC2012-07 号（面积 66317 平米）和 HC2012-08 号（面积 102771 平米）地块国有建设用地使用权，并分别以 3481.6425 万元和 5395.4775 万元的成交价格，竞得上述两地块国有建设用地使用权。根据我们调研，大理的这两块土地将用于公务员小区的建设。

### （三）旅游酒店：云南地区佼佼者

受益于公司连锁酒店业务的持续推进，公司旅游服务收入近年来保持高速增长，2007-2011 年营业收入 CAGR 为 33.01%，酒店旅游利润占比也由 2007 年的 15% 提升至 2011 年的 40%。未来随着门店扩张速度的加快，公司酒店营收仍将保持 30% 以上的复合增长，旅游利润占比也将保持较高比例。

**表 11：昆百大酒店旅游资产情况**

酒店名称	酒店类型	酒店数量	项目情况
新纪元酒店	高端星级酒店	1 家	新纪元大酒店是一家四星级涉外商务酒店，位于百大主楼 7-28 层，拥有 315 间客房，物业为公司自有。
云上四季连锁酒店	经济型连锁酒店	23 家	公司 2007 年成立的经济型酒店，经过 5 年发展，从 3 家店起步的云上四季连锁酒店，目前拥有 25 家连锁酒店，其云南市场占有率已经达到第一，公司力争在 2015 年实现云南省内 30 家、全国超过 100 家分店的目标。

资料来源：公开资料，宏源证券整理

公司酒店旅游业务主要包括四星级酒店新纪元酒店和 25 家（含 2 家储备酒店）云上四季经济型酒店。

#### 1、新纪元大酒店——物业自有，未来利润仍将保持稳定增长

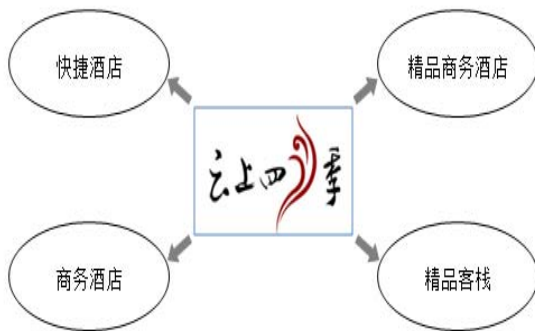
新纪元大酒店是一家四星级涉外商务酒店，位于市中心百大主楼 7-28 层，拥有 315 间客房，物业为公司自有。酒店整体入住率常年保持在 90% 以上，平均房价超过 500 元/间/晚，我们预计 2012 年收入在 8400 万左右，净利润为 520 万元左右。新纪元酒店盈利稳定，酒店房价仍有提升空间，未来几年利润仍将保持稳步增长。

#### 2、云上四季酒店——云南市场占有率第一，将加速扩张

云上四季连锁酒店是公司 2007 年 11 月投资成立的经济型连锁酒店,近年来发展势头迅猛,截至目前已经拥有 25 家连锁酒店(含 2 家储备酒店),其云南市场占有率已经达到第一,公司力争在 2015 年实现云南省内 30 家、全国超过 100 家分店的目标。

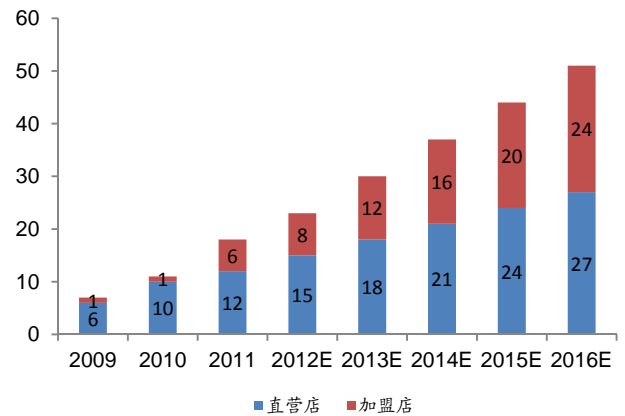
云上四季根据不同客户的需求开发出快捷酒店、商务酒店、精品客栈及精品商务酒店(300 元—600 元市场)四种不同定位的酒店。公司的扩张战略也由是云南本土逐步发展为全国扩张。我们预计随着公司开店速度的加快,云上四季的每年利润增长将会保持在 30%以上。

图 15: 云上四季四种不同定位酒店



资料来源: 公开资料, 宏源证券

图 16: 云上四季直营店和加盟店预测



资料来源: 公司公告, 宏源证券

目前云上四季各门店经营非常成功,新开门店一般当年便能实现盈利,在 2011 年度云南经济型酒店网评排名中云上四季取得了包揽 1-6 名的好成绩,并且与同行业先进企业相比,各项财务关键指标均有优势,已初步形成良好的口碑。截止 12 月云上四季会员总数超过 6 万,公司客户超过 1200 家。

表 12: 旅游酒店业务业绩预测

单位: 百万	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
酒店总数	8	12	19	24	31	39	49	59
当年新增门店数	0	4	7	5	7	8	10	10
营业收入	98.17	125.88	167.91	199	244	293	356	424
收入增速%		28.22%	33.39%	18.70%	22.23%	20.47%	21.35%	19.17%
营业成本	12	15	20	24	30	35	43	55
营业毛利率%	87.53%	87.95%	88.18%	87.83%	87.79%	87.92%	87.82%	87.00%
净利润	6.91	8.55	12.71	14.21	17.88	22.16	27.66	33.76
归属母公司净利润	6.45	7.59	10.71	11.94	14.99	18.59	23.22	28.35
股本	13440.00	13440.00	16452.87	16452.87	16452.87	16452.87	16452.87	16452.87
EPS	0.05	0.06	0.07	0.07	0.09	0.11	0.14	0.17

表 13: 旅游酒店业务业绩预测业务拆分

新纪元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
-----	------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(万元)	61.59	70.00	78.00	84.24	90.98	96.44	101.26	106.32
股权%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
营业收入增速%		13.66%	11.43%	8%	8%	6%	5%	5%
成本	4.93	5.60	6.24	6.74	6.37	6.75	6.08	8.51
毛利率%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	93.00%	93.00%	94.00%	92.00%
房间	315	315	315	315	315	315	315	315
房间均价	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
净利润	3.80	4.30	4.80	5.22	5.69	6.08	6.43	6.80
净利润增速%		13.16%	11.63%	8.81%	8.87%	6.85%	5.83%	5.83%
净利率%	6.17%	6.14%	6.15%	6.20%	6.25%	6.30%	6.35%	6.40%
<b>云上四季酒店</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
营业收入(万元)	36.59	47.74	70.28	92.49	126.67	168.48	223.45	283.51
股权%	85.40%	85.40%	85.40%	85.40%	85.40%	85.40%	85.40%	85.40%
营业收入增速%		30.47%	47.22%	31.61%	36.96%	33.00%	32.63%	26.88%
成本	7.32	8.59	11.24	14.80	20.27	25.27	33.52	42.53
毛利率%	80.00%	82.00%	84.00%	84.00%	84.00%	85.00%	85.00%	85.00%
门店总数	7	11	18	23	30	38	48	58
直营店	6	10	12	15	18	21	24	27
加盟店	1	1	6	8	12	16	20	24
新增直营店	0	4	2	3	3	3	3	3
新增加盟店	1	0	5	2	4	4	4	4
新增门店数		4	7	5	7	8	10	10
店效	5.23	4.34	3.90	4.02	4.22	4.43	4.66	4.89
店效增速		-16.97%	-10.03%	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
净利润	3.11	3.85	6.91	7.86	10.89	14.66	19.66	25.23
净利润增速%		23.91%	79.62%	13.69%	38.57%	34.55%	34.16%	28.32%
归属母公司净利润	2.65	3.29	5.91	6.71	9.30	12.52	16.79	21.55
净利率%	8.49%	8.06%	9.84%	8.50%	8.60%	8.70%	8.80%	8.90%
<b>其他旅游业务</b>								
营业收入(万元)	0.00	8.14	19.63	22.58	25.96	28.56	31.42	34.56
股权%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
营业收入增速%			141.10%	15%	15%	10%	10%	10%
成本	0.00	0.98	2.36	2.71	3.12	3.43	3.77	4.15
毛利率%	0.00%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%
净利润	0	0.4	1	1.13	1.30	1.43	1.57	1.73
净利润增速%			150.00%	12.89%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
净利率%		4.91%	5.09%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源:公司公告,宏源证券

## 二、迎拐点：雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

我们认为公司 2013 年将迎业绩拐点。主要来自于：（1）公司坚定了以商业为主的核  
心战略，专注于购物中心的发展，资源集中后将进一步发挥公司在当地商业竞争中的优势。

（2）地产业务结算期将至，公司 2013 年后将进入地产业务结算的密集期，随着地产业务  
释放业绩，一方面直接带动净利润增长，另一方面现金流相对宽松将有效控制公司财务费  
用膨胀。（3）公司前几年的资产收购和出售进一步优化资产配置，提高资产运营效率，改  
变过去几年主业业绩较弱，过度依赖非经常性损益的情况。

### （一）通过出售和收购资产，进一步优化资产运营效率

公司从 2006 年开始，频繁收购和剥离资产，整体来看，公司通过一系列的资产优化  
后，明确了公司的主业，将精力集中于商业、地产和旅游酒店三大块业务。未来公司将进  
一步结算住宅地产业务，进一步收缩业务范围，更加集中精力做好主业，从而进一步优化  
资产运营效率。

**表 14：昆百大通过出售和收购资产进一步优化资产配置**

时间	重要事项	金额	收益/损失	交易完成后的状态	进展
2006	受让吴井公司 49% 股权	7291.71 万			2006 年 12 月 31 日，分别与华 信诚智公司和易和天为公司签订 《股权转让协议书》
2006	受让昆明创卓商 贸公司 92.5 %	92.5 万元		昆百大对昆明创卓 商贸有限责任公司 的持股比例为 92.5 %	2006 年 8 月 27 日，与华夏西部签 订《股权转让协议》
2006	转让所持濮阳泓 天威 67.66% 股权	4355 万	转让收益 32.63 万元		2006 年 3 月 1 日，河南大用实业 有限公司签订股权转让协议。
2006	转让京百大所持 华邦物业 51% 股 权	2,404.75 万	转让收益 441.17 万	京百大仍持有华邦 物业 36.23% 的股 权。	2006 年 5 月，与给华夏西部经济 开发有限公司签订股权转让协议。
2007	受让吴井公司 49% 股权（第二 阶段）	应补付股权 价值增加价 款 合计 9,403.076 万 元			
2007	转让所持的京德 恒有限责任公司 1,000 万股	700 万			2007 年 8 月 5 日，本公司与北京 海问集合资产管理有限公司签订 《股权转让协议》
2008	预计处置新纪元 酒店 18~27 楼 资产	1.8 亿			未完成
2009	受让江苏百大实 业发展有限公司 25.47% 的股权	9,200.47 万			2009 年 12 月 7 日与控股股东—— 华夏西部经济开发有限公司签订 《股权转让协议》
2010	受 让 Elliott	7,705 万元		合计持有江苏百大	2010 年 3 月 15 日召开第六届



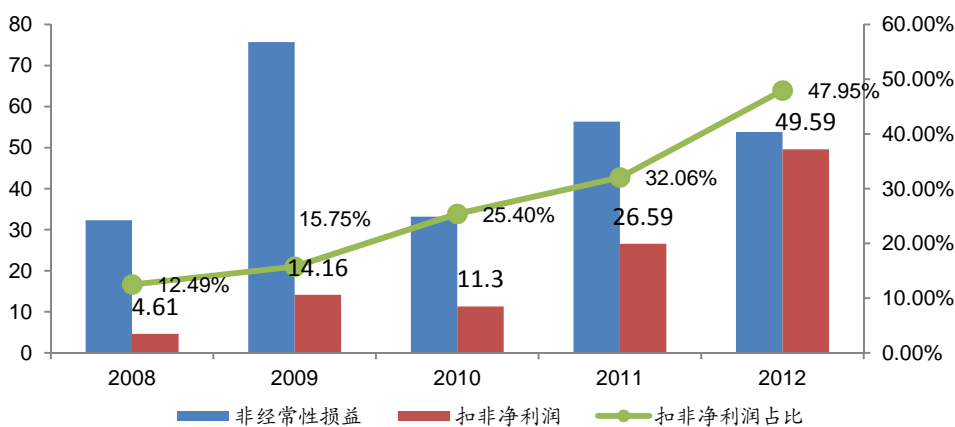
	Newcastle (Hong Kong) Limited 所持江苏百大 9.7% 的股权		实业发展有限公司 61.94% 的股权	董事会第二十四次会议同意
2010	控股子公司昆明创卓商贸有限公司购买西南商厦拥有所有权的位于昆明走廊的 25 间商铺及地下一层停车场	2,504.812 万		
2011	向非特定对象发行股份购买西南商业大厦股份有限公司 100% 的股份	31,544.71 万 (=10.47 元/股 *30,128,662 股)		2011 年 12 月 16 日完成股份登记, 新增股份上市日为 2011 年 12 月 28 日
2011	转让昆明经开装备制造产业基地开发建设有限公司 49% 的股份	1,525 万		不再持有昆明经开装备制造产业基地开发建设有限公司的股份 2011 年 9 月 30 日, 召开的第七届董事会第五次会议同意
2011	转让北京雕刻时空公司 100% 的股份	31,499,268.77 元	转让收益 1,885.68 万元	不再持有北京雕刻时空公司股权 2011 年 9 月 30 日, 召开的第七届董事会第五次会议同意

资料来源: 公司公告, 宏源证券

## (二) 突出主营业务贡献, 逐步摆脱对非经常损益的依赖

公司近几年通过资产优化, 经常性收益占比逐年提高。2008 年, 公司扣非净利润仅为 461 万元, 占全部净利润 12.5%, 到 2012 年, 公司经常性净利润 4959 万, 占比提高至 48%, 我们预计未来公司经常性收益占比将进一步提高。公司通过突出主业战略和优化资产配置, 逐步脱离了对非经常性损益的依赖。

图 17: 公司经常性净利润占比逐年提高



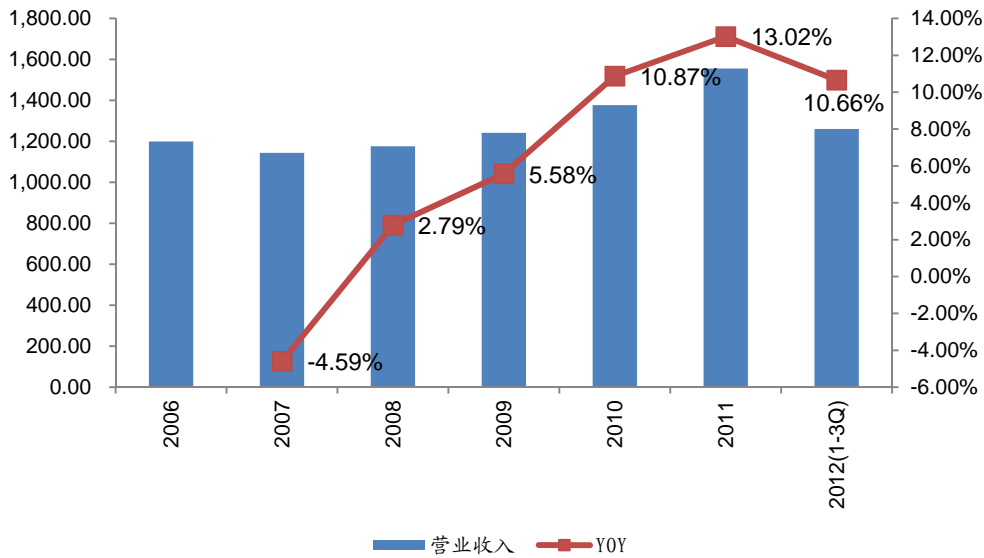
资料来源: 宏源证券

**表 15: 昆百大过去几年净利润对于非经常性损益依赖性很强**

单位: 百万	2008	2009	2010	2011 1Q	2011 1-2Q	2011 1-3Q	2011	2012 1Q	2012 1-2Q	2012 1-3Q
非流动资产处置损益	4.92	-0.05	0.05	0.00	0.56	19.25	22.77	-0.01	2.58	6.03
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	0.04	0.57	0.47	0.66	3.00	3.80	3.81
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	0.00	0.00	0.00	0.00	19.78	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.11
债务重组损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.57	0.29	0.29	0.00	0.00	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	0.00	0.00	0.00	31.34	0.00	0.00	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	0.00	0.00	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	0.00	0.00	0.00	18.90	0.00	-1.51	-5.95
受托经营取得的托管费收入	1.50	1.50	0.00	0.00	1.50	2.25	0.00	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	-1.51	-1.42	-1.03	-0.74	0.37	0.34	0.42
所得税影响额	-8.92	-8.09	-5.35	0.02	-0.47	-5.39	-9.16	-0.81	0.90	-0.99
少数股东权益影响额	-0.39	-0.22	-0.51	0.00	-0.63	-7.53	-7.71	-0.09	0.15	-0.25
合计	32.31	75.74	33.19	-1.46	0.17	8.30	56.34	-0.09	23.94	22.74
<b>扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润</b>	<b>4.61</b>	<b>14.16</b>	<b>11.30</b>		<b>11.83</b>		<b>26.59</b>		<b>3.66</b>	

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 18: 公司收入增速逐步恢复较高水平



资料来源: 宏源证券

### 三、谋励志：股权激励助促成长，重夺云南第一商

公司 2013 年拟定了股权激励草案，未来 4 年复合增速达到 46%，同时公司重新调整了战略计划，以购物中心为今后外延扩张的主要方式，我们认为公司制定激励计划，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。我们认为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,我们看好公司股权激励对其经营的刺激作用,公司的历史遗留问题已经基本清理,业绩拐点即将到来,战略调整逐步落地,公司组织结构和激励机制的完善都预示公司业绩将向更健康方向发展。

**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 16: 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 17: 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 18: 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 19: 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
<b>合计摊销</b>	<b>2183.45</b>	<b>716.44</b>	<b>709.62</b>	<b>463.98</b>	<b>245.64</b>	<b>47.76</b>

资料来源：公司公告，宏源证券

## 四、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，因此新增项目当年基本可以实现盈利，这意味着公司未来的新增项目不会拖累当期保守估计的业绩，因此我们的盈利预测可以作为公司业绩增长的底线标准。

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：5461 万元、7609 万元、9691 万元和 11442 万元，对应不含地产 EPS 为 0.33、0.46、0.59 和 0.69 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 10.22 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 7.52 元，对应 2013-15 年 PE 分别为 22.78、16.34 和 12.75 X，我们维持公司“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 0.03、0.38、0.48、0.68 元，合计地产业务需贡献 EPS1.55 元，折净利润 2.5 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 20: 盈利预测分拆表**

业务分拆项目	财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
昆明百货大楼新纪元店	销售收入	489.21	499.36	525.99	552.29	579.91	608.9
	收入 YOY	19.56%	2.08%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	净利润	16.73	19.12	21.04	24.85	29.00	30.45
	权益净利润	<b>16.72</b>	<b>15.29</b>	<b>16.83</b>	<b>19.88</b>	<b>23.20</b>	<b>24.36</b>
	EPS	<b>0.10</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>	<b>0.14</b>	<b>0.15</b>
百大新天地及其他部分自有物业	租金收入	42.19	48.14	52.95	58.24	64.07	70.47
	收入 YOY	5.45%	14.09%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	净利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	净利润	8.44	9.63	10.59	11.65	12.81	14.09
	EPS	<b>0.05</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>
新西南购物中心 (2011 年计入非经常)	营业收入	59.08	64.56	71.01	78.11	85.92	94.52
	YOY		9.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	扣非净利率 (估测)	30%	35%	35%	35%	35%	35%
	扣非净利润	17.72	22.59	24.85	27.34	30.07	33.08
	EPS	0.11	0.14	0.15	0.17	0.18	0.20
新都会	营业收入				40	70.4	91.96
	租金 YOY				10%	10%	10%
	净利率				25%	25%	25%
	净利润				<b>10</b>	<b>17.6</b>	<b>22.99</b>
	EPS				<b>0.06</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>
百大家电	营业收入	565.34	514.21	652.97	718.27	790.1	869.11
	收入 YOY	12.01%	-9.04%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	净利率	1.90%	1.68%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%
	净利润	10.75	8.62	13.06	14.37	15.8	17.38
	持有权益	85.50%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
	权益净利润	9.19	9.5	10.45	11.5	12.64	13.9
	EPS	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08
家有宝贝儿童主题商场	营业收入	118.13	130.60	142.93	157.23	172.95	190.24
	YOY		10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	净利率	1.91%	1.65%	1.70%	1.90%	2.00%	2.00%
	净利润	2.25	2.16	2.43	2.99	3.46	3.80
	拥有权益	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
	权益净利润	1.83	2.01	2.32	2.55	2.8	3.08
	EPS	0.01	1.01	2.01	3.01	4.01	5.01
商业部分权益净利润加总		<b>36.18</b>	<b>59.03</b>	<b>65.05</b>	<b>82.92</b>	<b>99.12</b>	<b>111.50</b>
商业部分 EPS 加总		<b>0.22</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	<b>0.50</b>	<b>0.60</b>	<b>0.68</b>
旅游酒店业务	营业收入	167.91	199.31	243.62	293.48	356.14	424.41
	收入增速%	33.39%	18.70%	22.23%	20.47%	21.35%	19.17%
	净利润	12.71	14.21	17.88	22.16	27.66	33.76
	归属母公司	10.71	11.94	14.99	18.59	23.22	28.35

净利润							
旅游 EPS		0.07	0.07	0.09	0.11	0.14	0.17
除地产部分的净利润 (简单加总)		46.89	70.97	80.04	101.51	122.34	139.85
除地产部分 EPS 加总 (简单加总)		0.28	0.43	0.49	0.62	0.74	0.85
合营及联营企业投资收益 (税后, 主要是地产业务, 11 年后剔除)		20.70	-17.20	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司亏损抵消		-25.43	-25.43	-25.43	-25.43	-25.43	-25.43
此处亏损我们预计随着公司 资产优化将剔除, 不作考虑	其他亏损抵消	-23.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
除地产实际经常性净利润 (11 年地产约贡献并表税后 利润 800 万, 未计入)		18.72	28.34	54.61	76.09	96.91	114.42
<b>实际经常性 EPS (除地产)</b>		<b>0.11</b>	<b>0.17</b>	<b>0.33</b>	<b>0.46</b>	<b>0.59</b>	<b>0.69</b>
<b>实际经常性 EPS-YOY</b>		135.31%	51.45%	92.67%	39.33%	27.37%	18.06%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

**表 21: 公司自有物业公允价值 14 亿元, 接近总市值 (未考虑新都会购物中心)**

单位 (百万)	房地产名称	2011 年 12 月 31 日评估价值	账面价值	本期公允价值变动收益
1	新纪元广场地下附一层 - 地上附五层间的商铺	59.33	57.93	1.40
2	百大金地商业中心地下二层至地上九层的商铺	641.19	626.61	14.58
3	昆明走廊的已出租商铺	84.03	81.68	2.35
4	“新西南广场”负 2 至 7 楼商铺	616.01	598.11	17.91
5	百大国际花园幼儿	6.31	5.75	0.57
	<b>合计</b>	<b>1406.87</b>	<b>1370.07</b>	<b>36.80</b>

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、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
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	jjahaosen@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。