

昆百大A (000560)

强烈推荐

行业：一般物业经营

## 23 亿现金定增彰显发展商业主业决心

公司公告，以现金定增方式向 8 名认购对象发行不超过 3 亿股，总金额达 23.46 亿元且募集资金不得用于房地产项目；其中，5 亿元投向电子商务平台。现持股 41.97% 的公司实际控制人何道峰在本次定增中约出资 7.11 亿元，占比 30.3%。实施商业聚焦战略以来，公司已将酒店、房地产业务剥离；此次定增金额高达停牌前市值 1.6 倍，充分显示了大股东做大做强主业的决心。

### 投资要点：

✦ **实际控制人高比例参与本次现金定增：**公司向和兆玖盛、汉鼎世纪、太和先机等 8 家公司发行不超过 3 亿股，总金额不超过 23.46 亿元，8 家机构全部用现金认购；本次定增募集资金规模高达市值的 1.6 倍，用于电子商务平台项目、偿还银行借款和补充流动资金；不得用于房地产项目。定增前，实际控制人何道峰持股 41.97%；何道峰以约 7.1 亿元参与定增（占比 30.3%）；定增后持股比例 34.68%，仍为实际控制人。

✦ **此次定向增发为聚焦商业主业的又一举措：**公司明确聚焦商业零售业主营业务，2013 年起，公司逐步对住宅地产和连锁酒店业务进行收缩。2014 年 1 月 2 日，公司公告出售持有的江苏百大实业发展有限公司 86.94% 的股权，此后不再进行住宅地产业务；3 月 11 日，公司公告将持有的云南云上四季酒店管理有限公司 78.5% 的股权全部转让给上海如家。

✦ **定增将显著降低资产负债率，减少财务费用；加快门店拓展：**①定增后，公司资产负债率将下降到约 36.70%。假设偿还借款 10 亿元、平均借款利率 7.98%，公司每年可减少利息费用约 7,980 万元；②云南城镇化率低，商业发展落后，现有商业普遍存在“形态单一、体验业态缺乏、品牌低端、购物体验较差”等问题。公司计划未来三年在昆明市和云南地州新设 8 家百货商场及购物中心，以及超市、家电卖场和家有宝贝卖场等 50 余家卖场。

✦ **首次给予“强烈推荐”评级** 预计公司 2014-16 年归属净利润分别为 9000、5300 和 6300 万元，按定增前股本 EPS 分别为 0.52、0.31 和 0.37 元，给予 2014 年 20 倍 PE，目标价 10.4 元，强烈推荐。

✦ **风险提示：**1、商业竞争环境加剧；2、电商前期严重亏损

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1791	1567	1696	1903
收入同比(%)	-35%	-13%	8%	12%
归属母公司净利润	75	90	53	63
净利润同比(%)	-27%	19%	-41%	19%
毛利率(%)	37.6%	38.2%	22.5%	20.8%
ROE(%)	6.8%	7.5%	4.2%	4.7%
每股收益(元)	0.44	0.52	0.31	0.37
P/E	19.27	16.13	27.17	22.92
P/B	1.31	1.21	1.15	1.08
EV/EBITDA	4	4	6	5

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 10.4

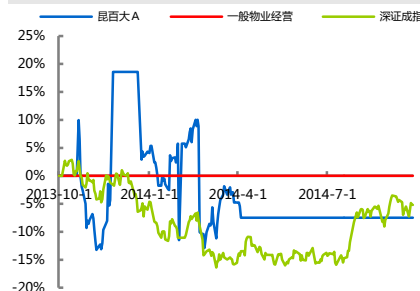
当前股价： 8.53

评级调整： 首次

### 基本资料

总股本(百万股)	171
流通股本(百万股)	93
总市值(亿元)	15
流通市值(亿元)	8
成交量(百万股)	0.00
成交额(百万元)	0.00

### 股价表现



### 相关报告

## 一、定增内容：现金定增、规模大、专注于主业、实际控制人高比例参与

2014年9月28日，公司董事会审议通过了A股非公开发行预案：

1、向和兆玖盛、汉鼎世纪、太和先机等8家公司发行不超过3亿股，发行价7.82元/股。发行总金额不超过23.46亿元，8家机构全部用现金认购。

**停牌前，公司市值仅14.63亿元，本次定增募集资金规模高达市值的1.6倍。**

2、募集资金用于电子商务平台项目、偿还银行借款和补充流动资金；不得用于房地产项目。

3、定增前，实际控制人何道峰持股41.97%；何道峰以约7.1亿元参与定增（占比30.3%）；定增后持股比例34.68%，仍为实际控制人。

4、锁定3年。

表1、本次发行认购情况

序号	发行对象	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	占比
1	和兆玖盛	4,600	35,972	15.3%
2	汉鼎世纪	4,500	35,190	15.0%
3	太和先机	9,000	70,380	30.0%
4	子衿和达	4,000	31,280	13.3%
5	岩泰投资	2,200	17,204	7.3%
6	玖璨投资	2,000	15,640	6.7%
7	盛钜投资	1,900	14,858	6.3%
8	琨正投资	1,800	14,076	6.0%
	合计	30,000	234,600	100.0%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表2、募集资金用途

序号	募投资金投资项目	项目投资总额 (万元)	本次募集资金投 资金额(万元)
1	电子商务平台项目	50,885	50,000
2	偿还银行借款	--	100,000
3	补充流动资金	--	84,600
	合计		234,600

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表 3、定增前后股权结构变化

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
1	华夏西部 (何道峰实际控制)	41,835,200	24.40%	41,835,200	8.90%
2	西南商厦 (何道峰实际控制)	30,128,662	17.57%	30,128,662	6.41%
3	和兆玖盛	—	—	46,000,000	9.79%
4	汉鼎世纪	—	—	45,000,000	9.58%
5	太和先机	—	—	90,000,000	19.15%
6	子衿和达	—	—	40,000,000	8.51%
7	岩泰投资	—	—	22,000,000	4.68%
8	玖璨投资	—	—	20,000,000	4.26%
9	盛钜投资	—	—	19,000,000	4.04%
10	琨正投资	—	—	18,000,000	3.83%
11	其他中小股东	99,494,600	58.03%	97,908,178	20.84%
<b>总计</b>		<b>171,458,462</b>	<b>100%</b>	<b>469,872,040</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

## 二、已收缩酒店、地产业务，战略聚焦于商业

公司明确聚焦商业零售业主营业务，2013 年起，公司逐步对住宅地产和连锁酒店业务进行收缩。2014 年 1 月 2 日，公司公告出售持有的江苏百大实业发展有限公司 86.94% 的股权，此后不再进行住宅地产业务；3 月 11 日，公司公告将持有的云南云上四季酒店管理有限公司 78.5% 的股权全部转让给上海如家。

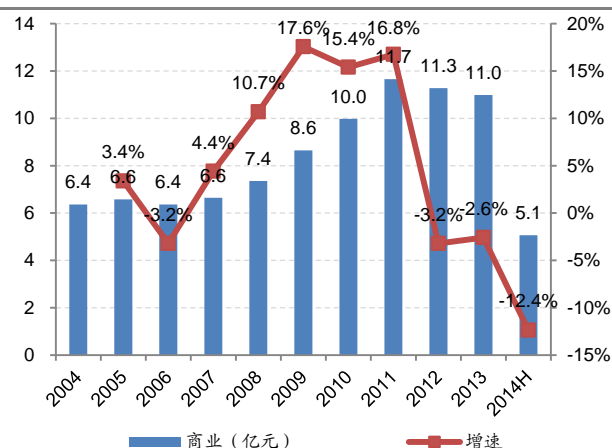
我们认为，此次定向增发为聚焦商业主业的又一举措，定增募集资金规模高达市值的 1.6 倍，展示了公司聚焦商业主业的决心与魄力。

公司商业主业包括：

- (1) 百货：昆明百货大楼（新纪元店）
- (2) 购物中心：
  - a) 百大新开地购物中心（自有物业）
  - b) 新西南购物中心
  - c) 呈贡新都会购物中心
- (3) 昆百大家电

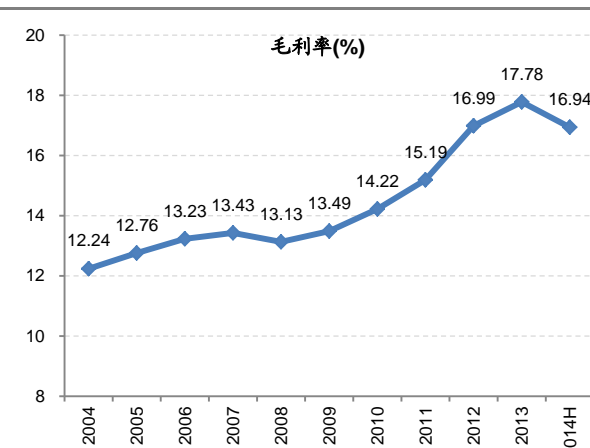
(4) 家有宝贝主题商场

图 1 公司商业营业收入及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 公司商业毛利率 (%)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

➤ 电子商务平台项目投资金额位居行业前列

本次定向增发所募资金，公司将投 5 亿元在电子商务平台项目上，投资额在上市公司中仅低于苏宁云商和高鑫零售旗下大润发的飞牛网，高于王府井、步步高、天虹商场、友阿股份 1 亿元的投资规模。

表 4、公司募集资金在电子商务平台项目上的投放

项目	建设内容	第一年	第二年	第三年	小计
技术平台	电子商务交易系统、电商企业资源计划系统、基于电商的客户关系管理系统/大会员系统、大数据收集系统、大数据分析系统、信息安全防护系统、大数据安全交换系统、应用支撑平台建设、大数据中心机房及配套工程建设等	5,231	6,975	5,231	17,436
营销平台投入	前期研究、营运营营销策划、推广、物流投入、人员费用等	3,998	6,752	6,845	17,594
实体体验店系统改造	智能电商通信体系、电商触屏系统、电商广告电子屏系统、智能导航系统、其他识别系统等	3,255	5,145	7,455	15,855
合计		12,484	18,872	19,531	50,885

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 三、定增将显著降低资产负债率，减少财务费用；加快门店拓展

公司资产负债率持续处于高位。2014 年中报显示，公司合并报表资产负债率达到 71.00%。2011、2012、2013 年及 2014 年上半年，公司财务费用分别为 7,007.20 万元、9,324.30 万元、10,230.23 万元和 6,094.02 万元。

本次非公开发行完成后，可以降低公司的负债水平，改善公司资本结构和财务状况。

不考虑发行费用等其他因素，以 2014 年 6 月 30 日的财务数据模拟测算，本次非公开发行募集资金运用后，公司合并报表资产负债率将下降到约 36.70%。如果按照本次发行募集资金拟偿还借款 10 亿元及公司平均 7.98% 的借款利率测算，公司每年可减少利息费用约 7,980 万元，扣除所得税影响后，每年可为公司新增利润约 5,985 万元。

云南城镇化率低，商业发展落后，现有商业普遍存在“形态单一、体验业态缺乏、品牌低端、购物体验较差”等问题。公司计划未来三年在昆明市和云南地州新设 8 家百货商场及购物中心，以及超市、家电卖场和家有宝贝卖场等 50 余家卖场。

## 四、盈利预测与估值

公司坚定执行商业聚焦战略，逐渐收缩非商业业务。云南经济发展相对滞后，城镇化率低，中国与东盟等国经贸往来的繁荣将极大的带动当地经济的发展。公司本次定增将大幅降低公司负债，减少财务费用，为外延扩张提供资金支持。5 亿元资金对电商平台的打造，有望在电商渗透率相对较低的云南打造一个“地方版阿里巴巴”。

预计 2014-16 年营业收入分别为 15.7、16.9 和 19.0 亿元，归属净利润分别为 9000、5300 和 6300 万元，按定增前股本 EPS 分别为 0.52、0.31 和 0.37 元，给予 2014 年 20 倍 PE，目标价 10.4 元，强烈推荐。

## 五、风险提示

- 1、商业地产供给快速过剩，外来商业龙头进入云南，商业竞争加剧
- 2、电子商务平台项目因客户消费习惯、物流难度较大、前期投入较高等原因出现巨额亏损。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2741	1892	1594	1466
现金	357	1283	947	913
应收账款	34	3	3	3
其它应收款	406	266	288	323
预付账款	64	48	66	75
存货	1879	291	289	151
其他	2	1	1	1
<b>非流动资产</b>	2074	2364	2396	2418
长期投资	205	300	300	300
固定资产	260	297	318	320
无形资产	4	6	7	9
其他	1605	1761	1770	1790
<b>资产总计</b>	4815	4256	3989	3885
<b>流动负债</b>	2256	1597	1268	1112
短期借款	335	180	80	50
应付账款	585	484	263	151
其他	1337	932	925	911
<b>非流动负债</b>	1333	1322	1310	1285
长期借款	1062	1062	1062	1062
其他	271	260	248	223
<b>负债合计</b>	3589	2918	2577	2396
少数股东权益	124	144	150	153
股本	171	171	171	171
资本公积	194	194	194	194
留存收益	736	809	862	925
归属母公司股东权益	1101	1194	1262	1335
<b>负债和股东权益</b>	4815	4256	3989	3885

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-30	1545	-71	157
净利润	94	109	59	66
折旧摊销	44	45	50	54
财务费用	102	99	77	98
投资损失	-26	-30	-25	-20
营运资金变动	-208	1358	-267	-43
其它	-36	-36	34	1
<b>投资活动现金流</b>	-183	-291	-77	-52
资本支出	64	120	80	50
长期投资	-55	179	0	0
其他	-175	8	3	-2
<b>筹资活动现金流</b>	221	-328	-188	-139
短期借款	-22	-155	-100	-30
长期借款	245	0	0	0
普通股增加	7	0	0	0
资本公积增加	34	0	0	0
其他	-44	-174	-88	-109
<b>现金净增加额</b>	8	926	-336	-34

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1791	1567	1696	1903
营业成本	1119	969	1314	1507
营业税金及附加	75	63	17	10
营业费用	204	171	144	162
管理费用	216	175	122	91
财务费用	102	99	77	98
资产减值损失	-2	2	1	-1
公允价值变动收益	17	20	15	10
投资净收益	26	30	25	20
<b>营业利润</b>	119	139	60	66
营业外收入	10	11	20	22
营业外支出	7	10	5	3
<b>利润总额</b>	123	140	75	85
所得税	29	31	16	19
<b>净利润</b>	94	109	59	66
少数股东损益	19	20	6	3
<b>归属母公司净利润</b>	75	90	53	63
EBITDA	266	284	188	218
EPS (元)	0.44	0.52	0.31	0.37

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-35.3%	-12.5%	8.2%	12.2%
营业利润	-42.4%	16.5%	-56.5%	9.6%
归属于母公司净利润	-27.5%	19.5%	-40.6%	18.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.6%	38.2%	22.5%	20.8%
净利率	4.2%	5.7%	3.1%	3.3%
ROE	6.8%	7.5%	4.2%	4.7%
ROIC	15.8%	-138.7	58.2%	51.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.5%	68.6%	64.6%	61.7%
净负债比率	41.24%	43.57%	45.07%	46.80%
流动比率	1.21	1.18	1.26	1.32
速动比率	0.38	1.00	1.03	1.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.35	0.41	0.48
应收账款周转率	61	70	520	529
应付账款周转率	2.35	1.81	3.52	7.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.52	0.31	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	9.01	-0.41	0.91
每股净资产(最新摊薄)	6.42	6.96	7.36	7.79
<b>估值比率</b>				
P/E	19.27	16.13	27.17	22.92
P/B	1.31	1.21	1.15	1.08
EV/EBITDA	4	4	6	5

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳,中投证券商贸零售、服饰家纺分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:苏宁云商、新华都、农产品、欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马股份、朗姿股份、七匹狼等。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434