

昆百大 A (000560): 资产注入有望为公司未来业绩提供新的增长点 中性 (维持)

商业

当前股价: 11.13 元

报告日期: 2011 年 3 月 14 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1242	1377	1514	1726
(+/-)	5.58%	10.87%	9.95%	14.03%
营业利润	40	44	75	94
(+/-)	3.21%	9.97%	68.13%	25.57%
归属于母公司 的净利润	39	28	51	60
(+/-)	6.62%	-27.69%	77.50%	18.11%
每股收益 (元)	0.29	0.21	0.31	0.36
市盈率 (倍)	38	53	36	31

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	13440/13439
流通市值 (亿元)	14.58
每股净资产 (元)	4.37
资产负债率 (%)	81.60

股价表现 (最近一年)



联系人: 钟尚戎
010-66045769 zhongsr@txsec.com

证券分析师 王旭
执业证书编号: A0140511010018
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现营业收入 13.77 亿元, 同比增长 10.87%; 营业利润 4,441 万元, 同比增长 9.97%; 实现归属于母公司净利润 2,846 万元, 同比下降 27.69%; EPS0.21 元。扣非后加权平均 ROE1.91%, 同比下降 0.69 个百分点。由于公司可供分配利润为-5513 万元, 因此公司无利润分配方案。
- 公司主营业务为商业、房地产和旅游三大类, 2010 年度三项业务占公司总收入的 95%左右。其中, 商业、房地产、旅游业务分别贡献了公司总收入的 73.6%、12.1%和 9.3%。报告期内, 公司预收房款从期初的 5 亿元上升到期末的 10.29 亿元。公司 2010 年房地产业务收入为 1.65 亿元。我们认为, 较充裕的预收房款为公司房地产业务今后的业绩提供了较好保证。
- 报告期内, 公司综合毛利率 26.8%。其中, 商业、房地产、旅游业务毛利率分别为 14.2%、36.4%和 88.1%。同期公司期间费用率 23.3%, 同比增长 2.3 个百分点。其中, 销售费用率 8.1%, 同比上升 1.45 个百分点, 原因是公司广告宣传费及职工工资增加所致。管理费用率 12.31%, 同比上升 0.54 个百分点。财务费用率 2.94%, 同比上升 0.32 个百分点, 原因是公司新增民生银行 1.7 亿元长期借款导致了利息增加。
- 公司于 2011 年 3 月 12 日公布了拟以 10.47 元/股的价格向控股股东华夏西部控制的西南商厦定向发行 30,128,662 股购买后者持有的新西南商贸 100%股权的草案。我们认为, 由于公司特殊的会计政策及控股股东提供的承诺, 本次增发注入的资产将会大幅提升公司未来业绩。我们在后面将具体讨论本次非公开发行对公司业绩的影响。
- 盈利预测: 假设公司本次非公开发行成功, 以 2011 年 3 月 11 日收盘价 11.13 元, 按发行后总股本 16453 万股摊薄计算, 我们预测公司 2011、2012 年动态市盈率将分别为 36 倍、31 倍, 资产注入后盈利能力的大幅提升将较好缓解目前估值压力。我们建议投资者积极关注公司非公开发行的后续进展。
- 风险提示: 1) 公允价值变动收益对公司业绩影响较大。2) 云南地震对公司旅游业务产生不利影响。3) 公司房地产业务受到政策调控压制。

非公开发行股份购买控股股东资产点评

- 公司拟以10.47元/股的价格向控股股东华夏西部控制的西南商厦定向发行30,128,662股购买后者持有的新西南商贸100%的股权。标的资产新西南商贸的交易价格为31,544.71万元。如果本次非公开发行顺利完成，公司实际控制人何道峰将通过华夏西部和西南商厦合计持有公司股份71,963,862股，占公司总股本的比例将较发行前的31.13%提升为43.74%。同时，本次大股东的资产注入将有望解决同业竞争及关联交易问题。

图表1 公司非公开发行前后股权比例变化

	发行前		发行后	
	股数（股）	比例	股数（股）	比例
华夏西部	41,835,200	31.13%	41,835,200	25.43%
西南商厦	—	—	30,128,662	18.31%
其他股东	92,564,800	68.87%	92,564,800	56.26%
总股本	134,400,000	100%	164,528,662	100.00%

资料来源：招股说明书

- 标的资产新西南商贸公允价值3.15亿元。其中，总资产7.22亿元，主要为“新西南广场”和1.05亿元现金资产，总负债4.07亿元，资产负债率56.3%。新西南广场建筑面积7.27万平米，位于昆明城市中心。该自有物业重估价值6.21亿元，较2009年采用公允价值计量前升值110%左右，由于昆明市商业物业2004-2009年价格增长率为108%，因此我们认为，物业重估价值大体符合当地房地产市场的平均水平，不存在过分高估。
- “新西南广场”的经营业态为购物中心，主要收入为向商户收取的租金，及物业管理费、广告费、停车费等。经过控股股东的前期培育，该购物中心现已基本度过培育期，且单位面积租金不断增长。（图表2）随着今后购物中心的愈发成熟，未来租金水平有望稳定提升。

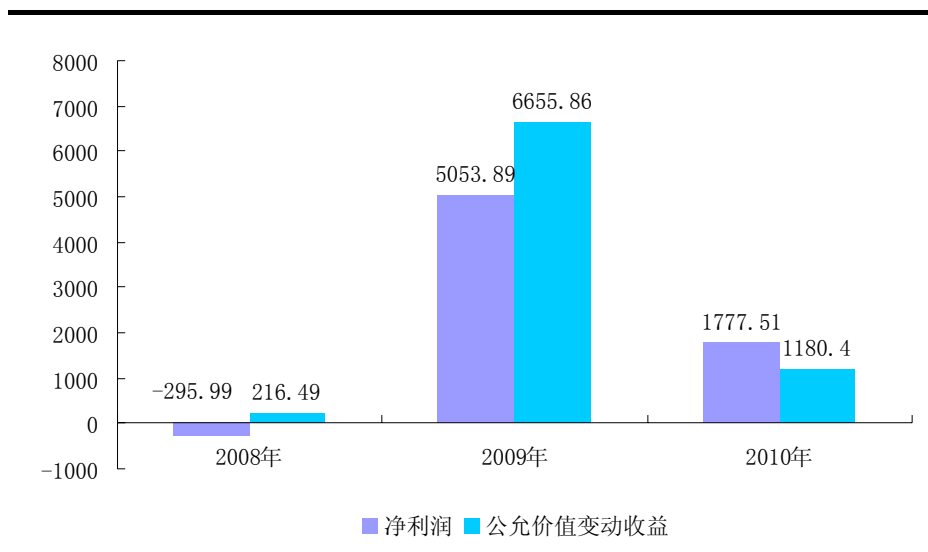
图表2 新西南广场2009、2010年租金水平 单位：元/平米/月

商户类别	2009年平均租金	2010年平均租金	增长率
1年以内	132.81	147.74	11.24%
1-5年	75.38	96.2	27.62%
5年以上	58.39	54.99	-5.82%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

- 标的资产2008-2010年净利润分别为-295.99万元、5,053.89万元、1,777.51万元。净利润波动较大的原因除因房产公允价值变动产生的收益影响外，还因为“新西南广场”各楼层是分期注入的新西南商贸。至2010年1月1日，新西南商贸才取得“新西南广场”的全部收益权。今后，标的资产的利润来源将相对稳定，主要为“租金+管理费”以及房地产公允价值变动收益。

图表3 标的资产2008-2010年净利润及公允价值变动收益 单位：万元



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

- 我们认为需要特别强调的是，公司特殊的会计政策及控股股东对注入资产提供的承诺将为注入资产的未来业绩提供较好保障。首先，A股百货类上市公司一般将自有物业计入固定资产及无形资产（土地），并每年计提折旧摊销。而公司对旗下自有物业的会计政策则主要采取计入投资性房地产并以公允价值模式进行后续计量。该会计政策将为公司带来两点重要好处：1）每年不用计提自有物业的折旧摊销，期间费用相比其他百货公司大幅降低。2）公司可以享有自有物业升值带来的公允价值变动收益。在商业地产价格持续上涨的年份该收益尤其明显，公司2008-2010年公允价值变动收益占营业利润的比例分别为81.7%、67.6%和48.5%。另一方面，在当前的房地产调控政策下，虽然公司面临自有物业公允价值下跌风险，但由于西南商厦对拟注入的“新西南广场”进行了特殊承诺，即在2011-2013年各期末，如果标的资产的公允价值低于本次交易价格，西南商厦将对上市公司进行股份补偿。对此我们可以简单理解为：如果房产价格下跌，控股股东将用股份补偿上市公司损失，如果房产价格继续上涨，上市公司全体股东都将享有注入资产的升值受益。
- 综合来看，我们较为看好公司此次非公开发行购买控股股东资产带来的长期盈利能力提升，经过初步测算，我们预计本次资产注入计划成功后，在不计算未来投资性房地产增值带来的公允价值变动收益，标的资产将为公司2011、2012年分别贡献利润1800万、2200万元左右。按发行后总股本16453万股摊薄，公司2011、2012年EPS将分别为0.31、0.36元，较2010年发行前EPS0.21元有较大的提升。

图表 4 公司盈利预测 单位：万元

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	114,426	117,622	124,181	137,680	151,379	172,616
增长率		2.79%	5.58%	10.87%	9.95%	14.03%
减：营业成本	81,529	93,045	95,341	100,770	108,842	124,284
毛利率	28.75%	20.90%	23.22%	26.81%	28.10%	28.00%
营业税金及附加	1733	2944	3473	3270	3633	4143
销售费用	6691	7150	8256	11148	12186	13637
管理费用	11409	14200	14609	16944	18514	20887
财务费用	1695	3719	3254	4048	4239	4592
期间费用率	17.30%	21.31%	21.03%	23.34%	23.08%	22.66%
资产减值损失	62	239	326	287	0	0
加：公允价值变动收益	0	3,198	2,730	2,155	2,500	3,000
投资收益	823	4,388	2,386	1,074	1,000	1,300
营业利润	12,131	3,912	4,038	4,441	7,466	9,375
增长率		-67.75%	3.21%	9.97%	68.13%	25.57%
加：营业外收入	254	141	140	97	0	0
减：营业外支出	301	268	117	125	0	0
利润总额	12,083	3,786	4,061	4,413	7,466	9,375
增长率		-68.67%	7.28%	8.66%	69.20%	25.57%
减：所得税	2388	1299	1014	1667	2464	3094
净利润	9,695	2,486	3,046	2,745	5,002	6,281
归属于母公司的净利润	7,493	3,692	3,936	2,846	5,052	5,967
增长率		-50.73%	6.62%	-27.69%	77.50%	18.11%
净利润率	8.47%	2.11%	2.45%	1.99%	3.30%	3.64%
少数股东损益	2,202	-1,206	-890	-101	-50	314
总股本（万股）	13440	13440	13440	13440	16453	16453
每股收益（元）	0.56	0.27	0.29	0.21	0.31	0.36

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040