

研究员：
程艳华
商贸旅游行业
(8621)64718888-
1212

百大集团（600865）

——手持大量资金，谋求新的发展

调研时间：

2009 年 1 月 19 日

调研地点：

百大集团办公室、杭州百货大楼和银泰百货等。

调研涉及人员：

公司董秘、证券事务代表、杭州百货大楼销售人员等。

1、百货主业由银泰百货托管后，公司的管理和百货大楼的产品结构均有较大调整

2008 年 2 月，公司与浙江银泰百货有限公司（以下简称“银泰百货”）签署了《委托管理协议》，公司将杭州百货大楼等百货业资产委托给银泰百货管理。杭州百货大楼由银泰托管后，银泰百货就对杭州百货大楼的人事和各楼层产品结构有了较大的调整。

从人事方面来看，4 月份对杭州百货大楼的中层干部进行了一次公开竞聘，重新定岗，使当月开始杭州百货大楼和银泰百货武林店人事、工作的调配都已实现了统一。总体上来看，银泰百货已经通过内部招募、竞聘上岗、岗位培训等一系列的工作，完成了对百大从业人员构架的一系列的“改造”。从各楼层产品的结构调整方面来看，家电商场由原来的南 4 楼和南 5 楼缩减到了南 5 楼；扩充了运动少儿商场，腾出南 4 楼专门经营儿童商品，北 4 楼专营运动品牌；调整女装和针纺楼层，调整后，南 2 楼和南 3 楼为女装楼层，针纺羊绒商场从南 3 楼移到北 2 楼。总的来看，调整的主要方向是尊重百大的原有客群定位，同时逐步融入银泰特色。

联系人

张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

表 1 公司第六届董事会和管理层主要情况

姓名	职务	提名单位
陈厦鑫	董事长、董事会战略决策委员会主席	西子联合
何美云	总经理	公司原董秘
王天飞、邹晓东和袁维钢	董事会战略决策委员会委员	西子联合
陈晓东	董事会战略决策委员会委员	银泰百货
李喜刚	董事会秘书	西子联合

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

另外，公司的管理层和董事会均有了较大调整。2008 年 4 月 29 日，公司召开第五届董事会第二十六次会议，公司控股东西子联合和第二大股东银泰百货分别提出了公司第六届董事会董事候选人。2008 年 5 月 20 日，公司召开第六届董事会第一次会议，选举了新的董事会和管理层，其中大部分为控股东西子联合的提名人选。

2、杭州百货市场的竞争格局

杭州的商业以武林广场为核心商圈，其次是解百商圈。杭州人气最旺的四家商场为杭州大厦购物中心、杭州百货大楼、杭州解放路百货商店和银泰百货，已连续几年进入全国单体百货店零售百强的名单。

从地理位置看，除杭州解放路百货商店外，其他三家百货点均位于武林广场附近，其中杭州大厦在杭州百货大楼的对面，银泰百货在杭州百货大楼的隔壁。从市场定位看，杭州大厦购物中心定位中高档，世界顶级品牌多，仅一楼就有巴宝莉、香奈儿、卡地亚、LV 和 GUCCI 等诸多品牌；杭州百货大楼定位中低档，与各地的老牌大商场店类似，店内经济平价品牌多，适合中老年顾客，价位也较适中；银泰百货定位时尚，有较多品牌比较贴近年轻人。

3、杭州百货大楼和银泰百货对比

由于杭州大厦主要定位高档客户，未和杭州百货大楼形成直接竞争，因此我们这里仅对杭州百货大楼和银泰百货进行一个简单的对比。

表 2 杭州百货大楼楼层和品牌结构

楼层	经营主要品种	主要品牌
北楼 (C 区)		
BF	滋补品、烟酒茶、杭州特产、食品、化妆品和超市	百大药房、同仁堂、OLAY 和 VICHY 等。

一 F	女鞋、女包和手表	康利、千百度、Tata、ST&SAT、Le saunda、STACCATO、瑞贝卡、爱意、Daniel、ALBEHNI、Jeep、ELLE 和 Swatch 等。
二 F	羊绒、羊毛制品、内衣、睡衣、床上用品和丝绸	啄木鸟、浪莎、朵彩、古今、鄂尔多斯、恒源祥、春竹、梦特娇、日神、珍贝、梦洁和梦兰等。
三 F	男装、男鞋和男包	雅戈尔、九牧王、梦特娇、森达和 pieer card 等。
四 F	运动名品、运动用品、休闲服饰和牛仔系列	李宁、NIKE、ADDIDAS、KAPPA、NIKKO 和 JACK&JONES 等。
南楼（B 区）		
一 F	黄金珠宝和名表	周生生、周大幅、金至尊、老庙黄金、兰麟和 TISSOT 等。
二 F	淑女装和配饰	莱迪雅、柏诗姬、敦奴、亨利来、古源、蕾朵、玛妮雅、LEIHON 和 Lilly 等。
三 F	少女装和少淑装	贝拉维拉、ESPRIT、E·LAND、PRICH、ONLY 和 Chaber 等
四 F	童装、童鞋、婴童用品、玩具和文具	丽婴房、黄色小鸭、卡拉贝熊、SNOOPY 和 YEEHOO 等。
五 F	名品家电、手机数码和电子文具	三星、佳能、飞利浦、海尔、厦普、九阳、长虹、海信和 TCL 等。

资料来源：浙商证券研究所

（1）杭州百货大楼定位仍然为中年人。虽然在百货大楼由银泰百货托管后，对产品结构有了较大幅度的调整，引进了比较多的时尚品牌，但杭州百货大楼总体上还是定位中年人，品牌相对较少。

表 3 银泰百货武林店楼层和品牌结构

楼层	楼层名称	经营主要品种	主要品牌
BF	地下商场	女鞋、面包房、药房和化妆品	百丽、天美意、JOY&PEACE、HARSON、STACCATO、FED、Le saunda、achette、面包新语、银泰药房和薇姿等
一 F	国际名品馆	化妆品、国际服饰和名表	J-01、CK、KENZO、Dior、CHANEL、H2O、兰蔻、欧莱雅和羽西等
二 F	时尚名品馆	名品女装、黄金珠宝、时尚饰品和彩装等	六福珠宝、BOSS 香水、ARTINI、MNG、GUESS、ANNE KLEIN、hybris 和诗篇等
三 F	都会淑女馆	淑女装、女士内衣、女士睡衣、女包和饰品	哥弟、黛安芬、JORYA、INSUN、PORTS 和 Jeep 等
四 F	新潮流行馆	少女装、少女内衣、彩装、饰品和手表	ESPRIT、E·LAND、EVA ORXIU、QUA、MIKI BANA、JUSTIN TIME、OM_Y、red earth、OPERA、丽贝卡和美宝莲等

五 F	青春休闲馆	男女休闲装、牛仔装、休闲包和配饰	JACE&JONES、edc、真维斯、佐丹奴和班尼路等
六 F	都会绅士馆	男装、男士鞋、男内衣和男内饰	ZIOZIA、DC、BONI、VICUTU、ZIPPO、CK、M.G.B、pieer card、TONY WEAR、MARTIN VEBEP、鄂尔多斯、欧名馆和柏朗亚高等
七 F	银泰运动馆	运动休闲服、户外装备、运动器材、手机、音像制品和小家电等	KAPPA、NB、NIKE、ADIDAS、Converse、MLB、NIKKO、哥伦比亚、松下电器和佳能等
八 F	温馨家庭馆	童装童鞋、童车、儿童玩具、孕妇装、床上用品和文具	ADIDAS、E·LAND、NIKE、ELLE、丽婴房、巴布豆、好孩子和樱桃小丸子等

资料来源：浙商证券研究所

(2) 杭州百货大楼缺少化妆品的品牌专柜，且淑女装较少。化妆品一般设在百货大楼的一楼，是百货公司毛利率最高的品种，但是杭州百货大楼仅在北楼地下一楼有 OLAY 和 VICHY 等中端品牌；而银泰百货在一楼有 Dior、CHANEL、H2O、兰蔻、欧莱雅和羽西等多种中高端品牌。另外，女装一般是百货公司销售量最大的品种，杭州百货大楼在南楼的一楼和二楼有部分女装品牌，且大多是针对中年消费群体；而银泰百货的二楼、三楼和四楼均是女装，且针对不同的顾客群。

(3) 杭州百货大楼购物环境相对较差。通过对比我们发现，虽然通过重新装修后杭州百货大楼的购物环境提高较快，但相对银泰百货而言，其购物环境依然较差，个别专柜比较杂乱。另外，杭州百货大楼的购物通道的宽度一般为 1.5 米左右，柜台之间略显拥挤，而银泰百货的购物通道的宽度一般为 3 米左右。

(4) 两家百货促销力度均较大，相比而言杭州百货大楼打折力度较大。2008 年以来，美国金融危机对我国经济的负面影响逐步显现，从 2008 年下半年开始，全国消费持续走低，零售业增速放缓。为保业绩，很多城市提前进行大规模促销，而且打折幅度均超过以往年度。从两家百货店的情况来看，杭州百货大楼的打折情况为：满 500 减 330，满 750 减 495，若一次性实付金额为 400 元还可获得 40 元的礼券，若一次性实付金额为 300 元还可获得抽奖券一张；银泰百货的打折情况为：满 500 减 330，再赠送 20 元小吃券（最多不超过 40 元），若一次性实付金额为 500 元还可获得 50 元的礼券。总体来看，两家公司促销力度均较往年大，相比而言杭州百货大楼的打折幅度更大。

4、公司有较多资金，为谋求新的发展奠定良好基础

目前，公司有 4 亿左右的货币资金可用于投资，因而选择较好项目和如何发展成为公司面临的主要问题。公司可选择潜力好的、复制能力强的现代服务业进行并购。对于并购的方式而言，可选择两种方式，第一，强强联合，可充分发挥合作方竞争优势；第二，优势互补，可通过并购有被并购价值的公司来改变其管理机制。

5、公司控股股东实力雄厚，有实力实现制造业的并购

公司控股股东为西子联合控股有限公司（以下简称“西子联合”），该公司产业涵盖电梯及电梯部件、锅炉、立体车库、起重机、钢架结构、房产、投资、商业等多个领域；旗下拥有西子奥的斯电梯有限公司和杭州西子石川岛立体停车设备有限公司等与世界 500 强合资的优秀企业，也汇集了杭州锅炉集团有限公司、杭州西子孚信科技有限公司、浙江西子富沃德电机有限公司等多家行业领先企业，创造了自动扶梯全球第一、电梯部件全国第一、立体车库全国第一、余热锅炉全国第一的佳绩。此外，西子联合还是国内余热锅炉技术标准的制订者之一，已经生产了 500 多台（套）节能环保锅炉，每年节约 1867 万吨标准煤。西子联合拥有专利 70 余项，是浙江省专利示范企业。需要指出的是，西子联合生产的产品均符合国家战略调整、节能减排的政策，经营的可持续性较强，对于制造业，有较好的整合能力。

6、暂不评级

由于公司新的经营方向尚未确定性，出于保守考虑，我们维持原有预测。预计，08-09 年将可实现营业总收入 145,514 万元元和 167,341 万元，同比增长-5%和 15%；归属于母公司股东的净利润 8,154 万元和 9,251 元，增长 8.53%和 13.45%。按摊薄后总股本计算，公司将可实现每股收益 0.22 元和 0.25 元。

另外，公司资产负债率低，现金充沛，在当前宏观经济下滑的形势下具有较强的抗风险能力。目前公司正在选择新的投资方向，若方向选择正确，将为公司带来新的发展机会。另外，公司拥有较多商业地产，仅保守估计杭州百货大楼和杭州大酒店的价值每股就有 3.8 元。因此，从上述意义上来讲具有一定的投资价值。

表 4 公司财务指标及其盈利预测

项目	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入（万元）	135,442	153,173	145,514	167,341
营业收入增长率（%）	3.36%	13.09%	-5.00%	15.00%
营业利润（万元）	6,286	12,720	11,445	12,849
利润总额（万元）	5,732	12,335	11,325	12,849
净利润（万元）	3,566	7,513	8,154	9,251
净利润增长率（%）	24.88%	110.70%	8.53%	13.45%
净资产收益率（%）	5.04%	9.83%	10.22%	10.39%
每股收益（元/股）	0.13	0.28	0.22	0.25
每股净资产（元/股）	2.63	2.84	2.12	2.37

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

7、风险提示

目前公司的经营较为稳定,但尚有通过银行给其他公司提供委托贷款 2.8 亿元 (2 亿元是贷给房地产公司),利率均在 16-18%。虽然目前利息回收还比较正常,但房地产的持续低迷势必会加大上述款项的回收风险。

研究员介绍:

程艳华: 管理学学士, 经济学硕士, 2008 年初加入浙商证券研究所, 现为商业贸易行业、旅游酒店行业及造纸印刷行业研究员, 拥有四年财务会计和资信评估从业经历。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。