

商业贸易

报告原因: 业绩公告

2009 年 04 月 27 日

市场数据: 2009 年 04 月 24 日

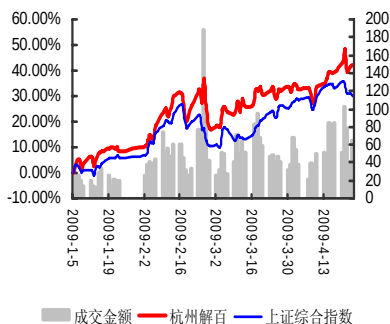
收盘价(元)	6.62
一年内最高/最低(元)	9.9/3.91
市净率	3.78
息率(分红/股价)	0.0181
A 股流通市值(亿元)	15.04

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2008 年 12 月 31 日

每股净资产(元)	1.75
资产负债率%	47.48
总股本/流通 A 股(万)	31038/22718
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

09 年股价走势图



执笔人

樊慧远

Email: fanhuiyuan@sxzq.com

Tel: 010-82190365

MSN: fanhuiyuan@hotmail.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyfz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

杭州解百 (600814)

中性

销售跌入谷底, 等待否极泰来

调低评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	净资产收益率	市盈率	市净率
2007A	1531	24.17	62	47.65	0.20	12.07	33.1	4.01
2008A	1714	11.93	78	26.46	0.25	14.32	26.48	3.78
2009E	1926	12.37	95	21.79	0.31	15.78	21.35	3.41
2010E	2110	9.55	116	22.11	0.37	16.16	17.89	2.87

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **公司 08 年业绩符合预期。**公司 08 年实现营业收入 171351 万元, 同比增长 11.93%; 实现归属母公司股东的净利润 7794 万元, 同比增长 26.46%; 实现基本每股收益 0.25 元, 同比增长 25%; 实现扣除非经常性损益后的每股收益 0.24 元, 同比增长 33.33%, 和我们 3 月 17 日报告预期一致。公司分配方案为每 10 股派 1.20 元(含税), 合计派发现金红利 3,725 万元。
- **单季度业绩呈现下滑态势。**公司 09 年一季度实现销售收入 43335 万元, 同比下滑 10.88%; 08 年四季度实现销售收入 51156 万元, 同比下滑 0.48%。受经济下行影响, 公司销售收入呈现出“前高后低、增幅回落”的现象。09 年一季度实现净利润 2593 万元, 同比下降 7.13%; 08 年四季度实现净利润 995 万元, 同比下降 20.47%, 公司的净利润增速也呈现出下滑态势。09 年一季度实现每股收益 0.08 元, 同比下降 6.67%。
- **毛利率小幅上升。**公司 08 年的综合毛利率为 19.27%, 同比小幅上升 0.08 个百分点。09 年一季度的综合毛利率为 20.05%, 同比大幅上升 1.94 个百分点, 环比提升 0.6 个百分点。这反映出公司的区域龙头地位, 在经济不景气, 消费不振的大背景下, 公司与供应商的合作关系良好。
- **费用率仍有下行空间。**公司 08 年的费用率为 12.43%, 比 07 年下降 0.12 个百分点。其中销售费用率为 3.02%, 同比上升 0.43 个百分点, 主要原因是为扩大销售规模, 促销性费用增加所致; 管理费用率为 9.17%, 同比下降 0.42 个百分点, 主要原因为公司管理由相对粗放转向更为精细, 管理水平提升; 财务费用率为 0.25%, 同比下降 0.12 个百分点。公司 09 年一季度的费用率为 11.01%, 同比大幅上升 1.28 个百分点, 其中销售费用大幅上升 1.18 个百分点, 主要原因是公司加大了营销力度, 而收入的下滑说明消费者已经产生了营销疲劳, 消费行为回归理性。
- **外延式增长提供有力支撑。**公司 08 的销售收入增长主要为内生性增长, 随着购买和租赁元华商城、扩建新世纪商厦、改建 A 楼、B 楼后, 商场



营业面积将由现在的 4 万平方米扩大到 8 万平方米以上，公司外延式扩张为未来业绩增长提供了有力支撑。

- **各分公司经济效益较好。**义乌解百实现营业收入 1.39 亿元；杭州新世纪大酒店实现收入 2031.59 万元；杭州解百商盛公司实现营业收入 471.80 万元；久牛贸易公司实现营业收入 283.50 万元；杭州解百广告有限公司实现营业收入 436.08 万元。
- **分行业分地区销售状况。**公司的主要收入来源是公司本部的商品销售收入，占主营收入的 90%以上。08 年商品销售收入营业利润率为 15.6%，同比增加 0.24 个百分点，预计未来仍有上行空间。公司 08 年在杭州地区营业收入 151844 万元，同比增长 13.6%，反映出公司在杭州地区还是拥有很高的消费者认知度和忠诚度；在金华地区的销售收入为 13402 万元，同比下滑 4.43%，公司的乌解百模式还有待于进一步扩展。
- **投资建议。**公司位于竞争激烈的杭州三大商场族群，受经济下行影响较为明显。我们本着保守的原则预计 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.31 元和 0.37 元，给予“中性”评级。长期我们仍看好公司内生性增长潜力以及公司商业地产的升值潜力。

图 1：业绩同比增长变化趋势（%）

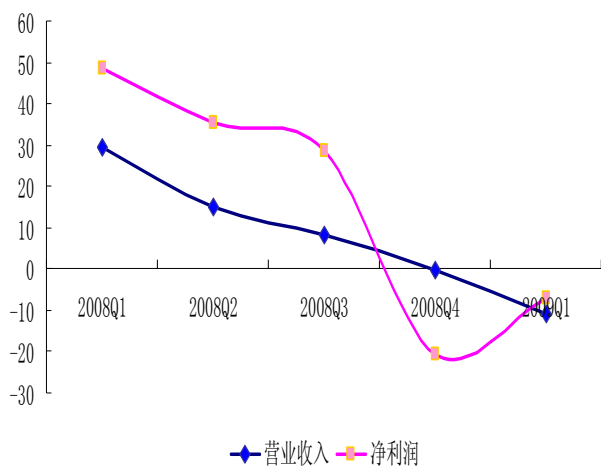
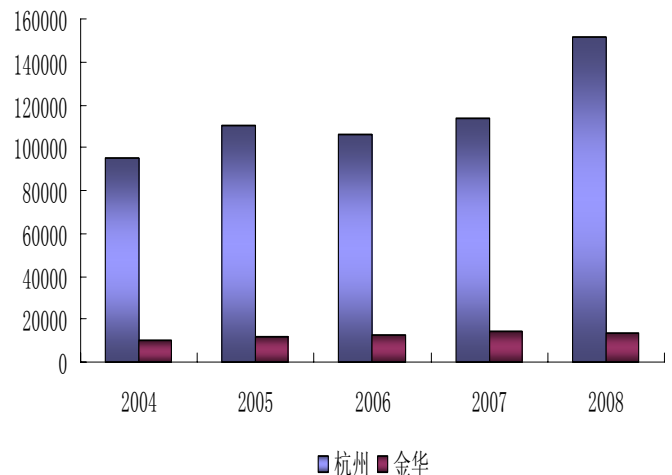


图 2：分地分地区营业收入（万元）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 1：盈利预测表（百万元）

项目	2006	2007	2008	2009	2010
一、营业收入	1,233	1,531	1,714	1,970	2,199
减：营业成本	1,001	1,237	1,383	1,600	1,789
营业税金及附加	10	13	17	18	18
销售费用	22	40	52	46	51
管理费用	133	147	157	172	183
财务费用	6	6	4	6	2
资产减值损失	1	0	1	0	0
加：投资净收益	4	5	7	0	0
二、营业利润	63	92	106	128	156
加：营业外收入	0	5	2	0	0
减：营业外支出	1	3	2	0	0
三、利润总额	62	94	105	128	156
减：所得税	20	32	27	32	39
四、净利润	43	62	78	96	117
减：少数股东损益	1	1	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	42	62	78	95	116
每股收益(元)	0.13	0.20	0.25	0.31	0.37

数据来源：公司公告、山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。