



刘丽
021-53519888-1923
liuli@sigchina.com

西子湖畔的百货零售商

基本数据 (09Q1)

报告日股价 (元)	7.08
12mth A 股价格区间 (元)	7.42/3.91
总股本 (百万股)	310.38
无限售 A 股/总股本	310.38
流通市值 (百万元)	2,197.51
每股净资产 (元)	1.84
PBR (X)	3.84
DPS (Y08, 元)	0.12(含税)

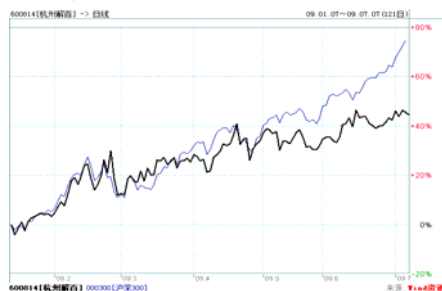
主要股东 (09Q1)

杭州商业资产经营 (有限) 公司	29.24%
------------------	--------

收入结构 (08Y)

商业销售业务	95.05%
旅游餐饮服务	1.18%
广告业务	0.21%
其他业务	3.56%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LL09-CI04

相关报告:

■ 报告目的:

近期我们对杭州解百进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

门店改建, 百货经营调整中

公司目前主要以百货零售为主业,经营主体为解百商厦和新世纪商厦,门店资源位于杭州西子湖畔,地理位置优越。就目前公司的经营情况而言,我们认为正处于调整期——新世纪大酒店改造正在进行中,改建后将新增商场营业面积 1 万平米;元华商城、老解百商厦也将进行装修、改建,但后两者的启动不确定还比较大:元华调整装修开业预计在今年四季度,老解百商厦的改建预计在 2010 年。

商业地产稀缺, 价值增值明显

公司所拥有的西子湖畔的商业物业稀缺,账面价值仅 3.6 亿元,解百商厦和新世纪商厦合计建筑面积 10 万平方米,即便按照保守 3 万元/平方米计算,其价值也在 30 亿元,稀缺的商业地产增值明显。此外公司自有物业还有新购入的元华商城 1.85 万平方米、义乌解百 1.5 万平方米,商业地产重估价值突出。

■ 投资建议:

未来六个月内, 给予“大市同步”评级

我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.28 元和 0.31 元,动态市盈率分别为 25.58 倍和 22.48 倍,估值基本合理。尽管公司自有物业的价值高于其市值,但我们对此的看法是,商业地产的价值仅能作为公司估值的参考之一,经营效率与业绩更为重要,公司百货零售业务正处于调整期,可持续关注其后续进展。目前我们审慎给予公司“未来六个月, 大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,530.85	1,713.51	1,850.59	2,035.65
年增长率 (%)	24.17	11.93	8.00	10.00
归属于母公司的净利润	61.63	77.94	85.92	97.75
年增长率 (%)	47.65	26.46	10.24	13.77
每股收益 (元)	0.20	0.25	0.28	0.31
PER (X)	35.40	28.32	25.58	22.48

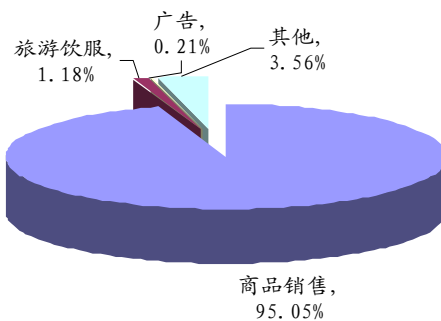
注: 股价采用 2009 年 7 月 7 日收盘价

一、西子湖畔的百货零售商

1、公司经营百货零售业务为主

公司目前主要以百货零售为主业，2008 年商品销售业务收入占公司营业收入的 95.05%，其他业务涉及酒店、进出口贸易以及广告业务。

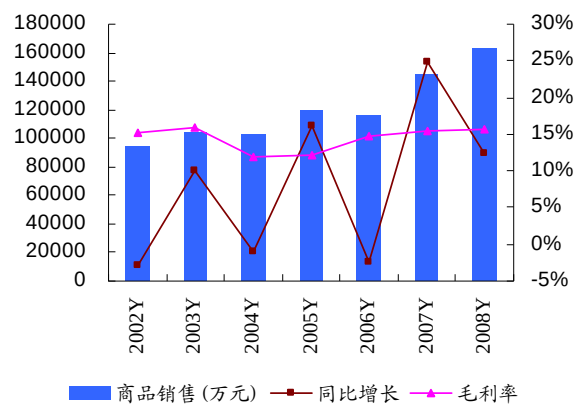
图 1 杭州解百收入结构（2008 年）



数据来源：公司定期报告 上海证券研究所整理

公司百货销售收入近年来稳定增长，08 年实现营业收入 16.29 亿元，同比增长 12.33%；毛利率水平近三年稳步提升，与 04、05 年相比提升明显。

图 2 杭州解百商品销售收入增长及毛利率变化（02-08 年）

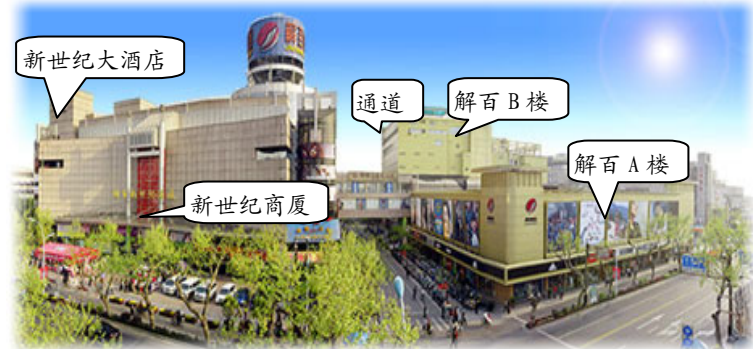


数据来源：公司定期报告 上海证券研究所整理

2、主体门店地理位置优越

目前公司百货经营主体为解百商厦和新世纪商厦，门店资源位于杭州西子湖畔，距西湖仅百米之遥，地理位置优越。解百商厦前身为创建于 1918 年的国货陈列馆，历史悠久，经数次调整、装修后，目前由 A、B 两楼组成，A 楼楼层偏低，仅有三层经营；B 楼共有六层经营，1-4F 主营男士服饰，5-6F 经营家电。解百商厦主要以中老年人及男士为目标顾客。

图 3 杭州解百主体门店示意图



数据来源：公司网站

新世纪商厦于 2000 年开始对外营业，由通道与解百商厦相连，与解百商厦错位经营，主要定位于年轻白领，品牌更为时尚。

解百商厦和新世纪商厦合计建筑面积约为 10 万平方米，商场营业面积达到 4 万平方米，已是较为成熟的百货门店，我们预计未来几年其销售收入将基本稳定，呈稳中有升格局。解百商厦经营历史悠久，格局陈旧，目前公司也正在筹备 A、B 楼的改建，改建后的解百商厦将在经营面积上得到提升，但由于紧邻西湖畔的特殊地理位置，改建后的商厦在楼层上还是有所限制，方案目前报批中，何时开始改建还具有不确定性，预计在 2010 年。

此外，公司现在义乌经营一家百货店，建筑面积 1.5 万平方米，子公司解百义乌商贸（持股 55%）08 年实现营业收入 1.39 亿元。义乌解百作为公司异地经营的尝试，目前对公司的利润贡献不大。

2、新世纪大酒店改建将新增商场营业面积

新世纪大酒店正在改建中，原建筑面积 2 万平方米，此次改建将增加商场营业面积 1 万平方米，与新世纪商厦实现整体经营。新世纪酒店原有客房 218 间，改建后定位于经济型酒店，客房数 100 余间，预计将于 9 月份重新开业。2008 年新世纪大酒店实现营业收入

2031.59 万元，改建后其中 1 万平米将用于商场经营，将有利于提升公司百货业务经营面积及收入规模。

3、收购元华商城，扩充经营面积

公司 2 月 26 日公告，公司拟以 3.6 亿元~4 亿元购买“元华商城”地下一层至四层建筑面积为 18477.61 平方米的房屋用于百货零售经营，以此计算每平方米的购买价格在 1.95 万元~2.16 万元之间。元华商城与解百商厦 A、B 楼隔街相望，加上此前公司已签下 15 年租约的 1 万多平方米，元华商场的经营面积在 3 万平方米左右，现以品牌折扣大卖场形式经营，公司也将于近期对其进行装修、改造用作百货零售经营，预计最快将于四季度开业。

二、商业地产稀缺，价值增值明显

解百商厦、新世纪商厦以及新收购的元华商城，地理位置都非常优越，地处西子湖畔的湖滨商圈，自然环境可谓得天独厚。按杭州市区商业网点规划，湖滨商圈的商业布局以休闲及旅游消费为特色，是高档和国际化的，湖滨商圈将形成国际名品街、特色连锁餐饮店、休闲消费带为一体。湖滨商圈的商业氛围较逊色于杭州另一著名商圈——武林商圈，但近年来也在逐步提升，随着商业业态的不断完善，湖滨商圈将成为领导杭州市场新潮流、新方向的现代都市商业圈。

公司所拥有的物业不仅具有高昂的商业价值，而且更可贵的在于来自西子湖畔物业的稀缺。根据 08 年报披露，公司拥有的房屋及建筑物的账面价值仅 3.6 亿元，公司解百商厦和新世纪商厦合计建筑面积 10 万平方米，即便按照保守 3 万元/平方米计算，其价值也在 30 亿元，稀缺的商业地产增值明显。此外公司自有物业还有新购入的元华商城 1.85 万平方米、义乌解百 1.5 万平方米，商业地产重估价值突出。

三、给予“未来六个月，大势同步”评级

按照公司规划，解百商厦 A 楼、B 楼、新世纪大厦和元华商场计划在未来 3 至 5 年内调整为集购物、餐饮、娱乐等配套为一体的大型购物中心；近期公司聘任百货业有名的职业经理人厉玲作为高级顾问，也将在公司日后的运作中起到关键性作用。就目前公司的经营情况而言，我们认为正处于调整期——新世纪大酒店改造正在进行中，

元华商城、老解百商厦也将进行装修、改建，但后两者的启动不确定还比较大：元华调整装修开业预计在今年四季度，老解百商厦的改建预计在 2010 年。我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.28 元和 0.31 元，动态市盈率分别为 25.58 倍和 22.48 倍，估值基本合理。尽管公司自有物业（自有物业建筑面积约 13.35 万平方米，保守按均价 3 万元/平方米估价，重估价值达到 40 亿元，且均价估计十分保守）的价值高于其市值（22 亿元），但我们对此的看法是，商业地产的价值仅能作为公司估值的参考之一，经营效率与业绩更为重要，公司百货零售业务正处于调整期，可持续关注其后续进展，目前我们审慎给予公司“未来六个月，大势同步”评级。

四、附表

附表 杭州解百损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业收入	1,530.85	1,713.51	1,850.59	2,035.65
营业成本	1,237.11	1,383.36	1,493.42	1,638.70
营业税金及附加	13.50	16.82	17.40	19.14
销售费用	39.65	51.68	55.52	61.07
管理费用	146.75	157.05	166.55	183.21
财务费用	5.74	4.24	8.00	8.00
资产减值损失	0.43	1.06	0.00	0.00
投资收益	4.62	6.84	5.00	5.00
营业利润	92.30	106.13	114.70	130.54
营业外收入	5.21	1.70	0.00	0.00
营业外支出	3.50	2.38	0.00	0.00
利润总额	94.01	105.45	114.70	130.54
所得税费用	31.66	27.41	28.67	32.63
净利润	62.35	78.04	86.02	97.90
归属于母公司所有者的净利润	61.63	77.94	85.92	97.75
少数股东损益	0.72	0.10	0.10	0.15
每股收益（元）	0.20	0.25	0.28	0.31

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。