

方正证券研究中心

商业旅游行业分析师：陈翀

TEL: (86571) 87782131

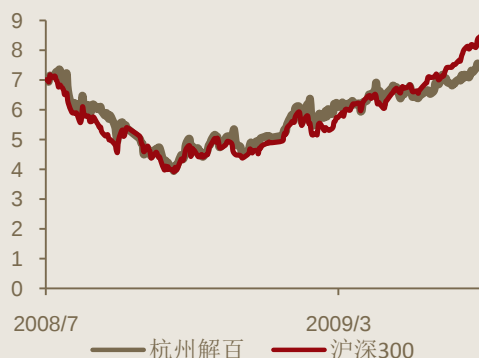
E-mail: chencong@foundersec.com

联系人：吴嘉蕾

TEL: (86571) 87782600

E-mail: wujialei@foundersec.com

历史表现



股票数据

总股本（万股）	31038
流通股（万股）	31038
第一大股东	杭州商业资产经营（有限）公司

盈利预测

	09E	10E	11E
每股收益（元）	0.25	0.31	0.41
每股净资产（元）	2.00	2.31	2.72
净利润（亿元）	0.78	0.96	1.28
市盈率	28.98	23.40	17.61

杭州解百(600814) 研究报告

公司研究·分析报告
2009.07.23 增持

零售业

投资要点

湖滨商圈的地位在逐渐弱化，但我们对元华店仍寄予希望，营业面积的扩大将使得公司的销售收入持续增长。在元华店经营趋于稳定后，老楼 A 座的改造将开始进行，最近两年公司将有一系列动作。由于定位的差异，我们倾向于认为解百能在杭州市场上占有一席之地，做到三分天下有其一，未来与银泰之间的竞争也将日趋激烈。

杭州市场仍有一定潜力可挖。尽管经济增长速度已明显慢于中西部城市，但作为常住人口达到 800 万人的富裕城市，杭州的百货门店数量相对较少。我们判断新进入门店将改变目前的竞争状况，对于相对弱势的解百而言，并不一定是坏事。

酒店业务维持微利状况，不排除未来将完全让渡给百货经营。尽管公司尚不具备连锁经营的能力，但执行‘依托国资背景和地理位置优势，充分挖掘现有物业潜力，从而维持市场地位’这样的战略，还是可行的。公司百货主业不会动摇，物业价值重估的意义不大。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现净利润 0.78 亿元、0.96 亿元和 1.28 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.31 元和 0.41 元。给予公司‘增持’评级。

一、三分天下有其一

杭州解百于 2 月份收购了元华商城地下一层至四层（含露台）的物业，建筑面积 1.8 万平米。经过协商，公司向其余产权所有者租赁了商城内的其他的物业用于经营，使得即将开业的元华店总建筑面积约 3 万平米。

公司目前正在对新世纪酒店进行改造，改造完成后可增加解百新世纪百货经营部分约 1 万平米建筑面积。

加上公司现有的 A、B 楼，在 2009 年底，公司在湖滨商圈内的用于百货经营的物业，建筑面积将达到 12 万平米。如果能顺利修通连接 B 楼与元华店之间的过街桥，那么如此体量的单体百货，完全可以满足公司在较长时期内进行商品攀升的需求。

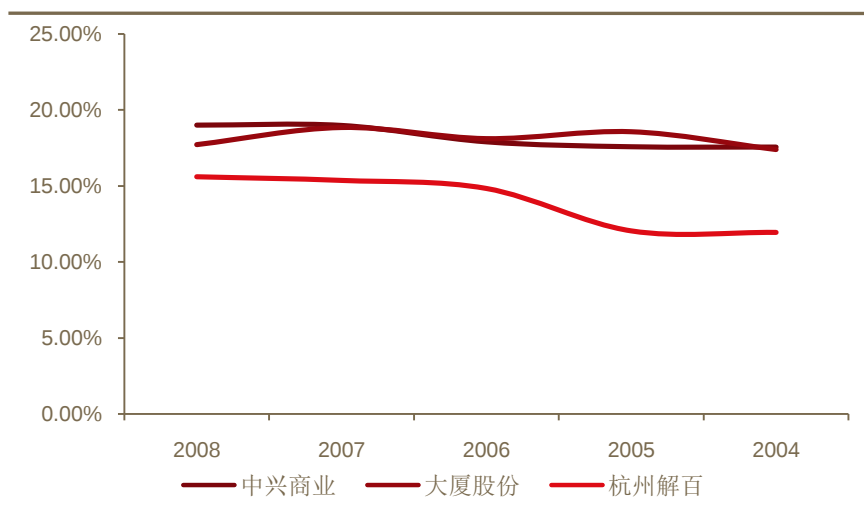
图表 1 公司各门店概况

门店	新世纪	A 楼、B 楼	元华	义乌
建筑面积 平米	38000	40000	30000	15000
开业时间	2000.1	1950	2009.3	1996

数据来源：公司公告 公司调研 方正证券研究中心整理

商品攀升将伴随着公司百货主业毛利率的不断提高。我们将公司与同类型的单体百货店做了对比，发现尽管公司百货零售主业的毛利率 2006 年以来已经有一定提高，但与 A 股上市其他企业相比还有不小的差距。作为一个电器和超市业态占比不大的百货企业而言，这种情况并不正常。究其原因，我们认为是杭州市场上长久以来形成的类似于‘寡头垄断式’的竞争格局使得公司安于目前的定位，所销售商品的档次与银泰系之间保持了一定的差距。但随着银泰系开出了档次略低的‘西湖店’和‘庆春店’，对公司的原有客户群体直接产生了分流的威胁。出于商业竞争的一般逻辑，我们认为未来公司将对现有物业进行装修改造，并逐渐对销售商品进行提档，以迎接来自于银泰系的挑战。

图表 2 公司百货零售主业毛利率处于较低水平



数据来源：公司定期报告 方正证券研究中心整理

按照 7 万平米（即 60%）的营业面积计算，公司未来在湖滨商圈的营业收入至少在 20 亿元以上。体量的扩大有利于公司的销售收入保持稳定增长。

图表 3 上市公司大体量百货门店经营情况对照

门店	开元商城	欧亚商都	武汉广场	第一八佰伴
所属公司	开元控股	欧亚集团	鄂武商	百联股份
建筑面积 平米	100000	150000	80000	108000
销售额 万元	180000	270000	170000	300000

数据来源：公司公告 公司调研 方正证券研究中心整理

从大厦股份等 A 股上市公司完成提档的进程看，晚于对手提档以及提档中消耗的物业装修和改造成本，并不会直接影响公司的经营情况。提档对于单体百货店而言是长远有利的，也是必由之路。

元华商城于 1998 年建成，物业结构非常适合做百货，但设计上也有不足的地方：主要是一层仅有面对延安路一侧有门，而面向解放路一侧的出口狭窄。临延安路一侧地面设有停车位和公交站点，且有入口通向地下停车场，我们判断公司可在这一侧做一线品牌的旗舰店。尽管元华商城不远处已有西湖名品街经营顶级品牌，但我们认为元华店对于一些一线品牌而言仍有很大的吸引力。

延安路已实现了由南向北单行，而湖滨商圈的地理位置处于延安路的南段。在城市中心逐渐向东部转移的背景下，由东边驶入商业区的车辆到达湖滨商圈的难度相对较大。有两种选择，一是沿湖滨由北向南绕行，但湖滨由于行人的因素影响行车的速度；另一个是从西湖大道右转进入延安路，但将先经过银泰系的‘西湖店’。从长期来看，钱江新城的崛起和武林商圈的集中开店，使我们倾向于认为湖滨商圈的地位仍将逐渐弱化。

偏安一隅，对公司而言，也有一定的价值。未来公司可利用地理位置上的特殊性，针对湖边的游客做一些针对性的营销。而且公司的停车位资源丰富，如果物业改造的好，公司也可为客户提供宽松的购物环境。

定位上的区别仍是公司立足于杭州市场的基础，公司仍将珍惜现有的客户群体。我们相信公司在未来的杭州市场上仍将占有一席，做到三分天下有其一。

二、杭州市场仍有一定潜力可控

杭州的经济增长速度已明显慢于中西部城市，2009 年上半年，杭州市的消费市场表现与长三角其他城市比也相对清淡了一些。

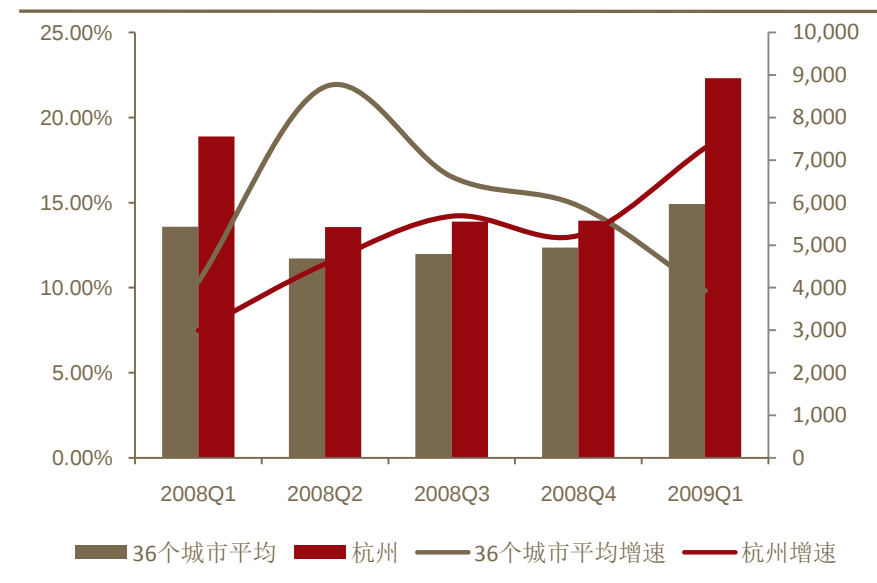
图表 4 长三角主要城市 1—5 月份累计社会消费品零售总额及同比增速

城市	上海	南京	无锡	苏州	常州	杭州	宁波
社会消费品零售总额 亿元	2084.51	793.47	679.62	729.40	366.46	698.61	548.7
同比增长 %	13.7	16.9	17.0	16.9	16.8	11.9	12.9

数据来源：各市统计局 方正证券研究中心整理

决定零售市场表现的居民收入增速，杭州也落后于全国水平。尽管在 2009 年一季度出现了反弹，但作为东部的富裕城市，未来的居民收入增速无法与中西部地区相比。

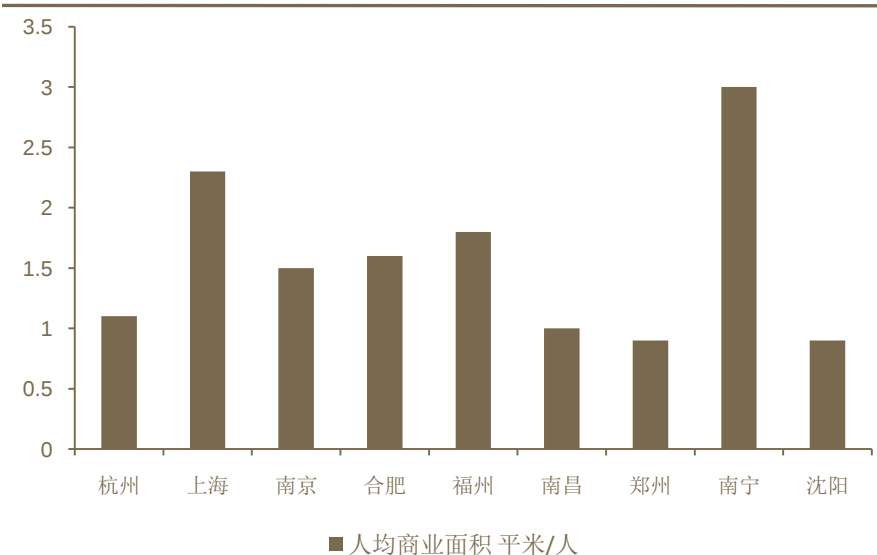
图表 5 杭州市城镇居民人均可支配收入与其他城市对比



数据来源：CEIC 方正证券研究中心整理

由于老城区域较小，主商圈紧挨西湖所以面积受到限制。在辅商圈形成规模之前，真正在杭州市市场站得住脚的企业不多，这使得杭州市的人均商业面积相对较小。不仅明显落后于周边的中心城市，在同等人口规模的城市中也不算大。

图表 6 杭州市人均商业面积与相关城市对比



数据来源：媒体报道 方正证券研究中心整理

目前杭州市区的百货门店严格意义上仅有 6 家：杭州百货大楼，杭州大厦（A、B、C、D 座），银泰百货、银泰西湖店、银泰庆春店、以及杭州解百。由于银泰系已托管了杭州百货大楼及其他一些专业店，而杭州大厦定位于高端，因此解百有遭遇银泰系合围的感觉。

钱江新城的崛起以及辅商圈的出现，将会给外地企业进军杭州创造条件。据悉，百盛将于近期进驻环球中心开店。在产业组织理论中，竞争性边缘者的存在将限制主导型企业的市场势力。因此，竞争者的涌入，无疑可以缓解银泰系目前咄咄逼人的态势，这对目前相对弱势的解百而言，并非坏事。

三、酒店业务维持微利状况，不排除未来将物业完全让渡给百货经营

公司旗下的新世纪酒店，经营前景堪忧。由于受到物业结构的限制，档次始终无法提升。与周围环绕的经济型酒店相比，价格上也没有优势。因此，酒店盈利情况不佳，定期装修的投入也使得利润积累数量不大。

考虑到公司尚不具备连锁经营的能力，公司较为现实的战略选择应是‘依托国资背景和地理位置优势，充分挖掘现有物业潜力，从而维持市场地位’。在未来进行物业改造的过程中，有可能逐渐缩减酒店的面积。

在出让百大集团的股权后，解百成为杭州国资背景的唯一零售企业和商业类上市公司。我们判断公司的百货主业不会动摇，因此对其物业价值重估意义不大。此次以合理的价格成功收购元华，也体现了政府对公司的支持。尽管延安路属于主干道，但我们相信无论以过街桥或者地下通道的方式连接，公司总能找到办法解决 B 楼与元华之间的连通的问题。

四、盈利预测

图表 7 杭州解百营业收入预测

	单位：万元	商品销售			旅游及餐饮服务	广告	其他	总计
		A/B 楼及新世纪	义乌	元华				
2008	销售收入	149458.22	13402.33		2022.76	363.49	6103.98	171350.78
	增长率 %	14.12%	-4.43%		-11.34%	-13.07%	13.02%	11.93%
	毛利率 %	15.60%	15.60%		96.94%	30.28%	90.59%	19.27%
2009E	销售收入	141985.31	13804.40	10000.00	404.55	374.39	5920.86	172489.52
	增长率 %	-5.00%	3.00%		-80.00%	3.00%	-3.00%	0.66%
	毛利率 %	15.80%	15.70%	15.00%	96.00%	33.00%	88.00%	18.45%
2010E	销售收入	146244.87	14494.62	40000.00	890.01	385.63	6098.49	208113.62
	增长率 %	3.00%	5.00%	300.00%	120.00%	3.00%	3.00%	20.65%
	毛利率 %	16.00%	15.80%	18.00%	97.00%	35.00%	88.00%	18.86%
2011E	销售收入	168181.60	15219.35	64000.00	952.32	397.20	6403.41	255153.87
	增长率 %	15.00%	5.00%	60.00%	7.00%	3.00%	5.00%	22.60%
	毛利率 %	16.20%	15.90%	20.00%	97.00%	35.00%	88.00%	19.27%

数据来源：公司定期报告 方正证券研究中心整理

元华的招商工作仍在进行当中，最快将于 9 月份开业，目前正在做特卖。我们预计明年公司将展开对 A 楼的改造，改造完成后的 2011 年和 2012 年公司的盈利能力将有大幅提升。

元华店由于档次略高于新世纪，因此扣点比例会相对较高，我们参考 A 股市场的其他公司对其的毛利率做出了估计。2009 年酒店停业装修，会使得公司的综合毛利率显著低于 2008 年时的水平，但 2010 年将开始恢复。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现营业收入 17.25 亿元、20.81 亿元和 25.51 亿元。综合毛利率将为 18.45%、18.86% 和 19.27%。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现净利润 0.78 亿元、0.96 亿元和 1.28 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.31 元和 0.41 元。

我们给予公司‘增持’评级。

财务预测表

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1713.5	1724.8	2081.0	2551.3	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	1400.2	1419.6	1707.0	2079.5	净利润	78.0	77.7	96.2	127.8
主营业务利润	313.3	305.2	374.0	471.8	少数股东权益	1.1	0.2	0.2	0.2
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	25.3	21.5	28.5	32.0
营业费用	51.7	53.5	62.4	76.5	坏帐准备	0.0	(0.3)	1.6	1.4
管理费用	157.1	155.9	189.8	231.9	应收帐款的减少/(增加)	(16.5)	1.2	(11.7)	(15.5)
财务费用	4.2	(4.2)	(3.4)	(4.6)	存货的减少/(增加)	5.5	0.5	(6.1)	(8.1)
营业利润	100.4	100.1	125.1	167.9	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	3.0	(1.1)	(1.4)
投资收益	6.8	5.0	5.0	5.0	其他长期资产的减少/(增加)	0.1	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0	应付帐款的增加/(减少)	16.2	14.3	49.9	65.7
营业外收支	(0.7)	0.0	0.0	0.0	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	106.5	105.1	130.1	172.9	其他流动负债的增加/(减少)	(5.8)	(4.8)	51.4	68.1
减:所得税	27.4	27.3	33.8	45.0	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	0.1	0.1	0.1	0.2	其它	(6.5)	0.0	0.0	0.0
净利润	79.0	77.7	96.2	127.8	经营活动产生的现金流净额	97.4	113.1	208.9	270.2
					投资活动产生的现金流				
资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	收回投资与投资收益	18.1	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	430.1	267.0	292.9	469.8	资本投资	27.4	252.9	154.2	55.0
应收帐款净额	53.1	52.2	62.3	76.3	其它	(0.0)	0.0	0.0	0.0
存货净额	31.1	30.7	36.8	44.9	投资活动产生的现金流净额	(9.3)	(252.9)	(154.2)	(55.0)
其他流动资产	8.1	5.2	6.2	7.7	筹资活动产生的现金流				
流动资产合计	522.5	355.0	398.2	598.6	股权融资	3.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	405.1	637.4	764.0	788.0	支付股利	28.5	23.3	28.9	38.3
无形资产	27.4	26.5	25.5	24.6	银行贷款的净增加	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及其他	100.9	100.9	100.9	100.9	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1055.8	1119.8	1288.6	1512.1	筹资活动产生的现金流净额	(25.5)	(23.3)	(28.9)	(38.3)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	现金的净流入/(净流出)	63.3	(163.1)	25.8	176.9
应付帐款	234.9	249.1	299.1	364.8	现金期初余额	366.5	430.1	267.0	292.9
其他流动负债	262.1	257.2	308.7	376.7	现金期末余额	429.8	267.0	292.9	469.8
流动负债合计	496.9	506.4	607.7	741.5					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
其他长期负债	4.4	4.4	4.4	4.4	ROE	14.5%	13.0%	14.4%	16.9%
长期负债合计	4.4	4.4	4.4	4.4	ROA	7.4%	6.9%	7.5%	8.5%
负债合计	501.3	510.7	612.1	745.9	已获利息倍数	24.69x	-22.93x	-36.25x	-35.70x
少数股东权益	10.4	10.6	10.8	11.0	资产负债率	47.5%	45.6%	47.5%	49.3%
股东权益	544.1	598.5	665.8	755.2	流动比率	105.1%	70.1%	65.5%	80.7%
负债和股东权益总计	1055.8	1119.8	1288.6	1512.1	固定资产/总资产	38.4%	56.9%	59.3%	52.1%

数据来源：公司数据及方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”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“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

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作出任何担保。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使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	(86731) 85832351	(86571) 87782600
传真：	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com