

分析师： 邵稳重 (8627) 65799539 shaowz@cjsc.com.cn

联系人： 代薇 (8627) 65799539 daiwei@cjsc.com.cn

拥有优质物业的重资产零售公司 未来 2 年外延扩张明显

事件描述

杭州解百今日发布 2009 年中报，2009 年上半年公司实现营业收入 8.25 亿元，同比下降 1.82%；实现利润总额 0.63 亿元，同比下降 5.18%；但归属于母公司所有者经营性净利润为 0.48 亿元，同比上升 1.5%，扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.153 元（上年同期为 0.151 元）。

事件评论

第一，公司营业收入同比下降 1.82%，利润总额、净利润同比下降 5.18%和 3.6%

从单季度数据看，1 季度受经济低迷影响程度较大，而自 09 年 4 月份以来复苏明显。2 季度营业收入同比增长 10.64%，扭转了 08 年 4 季度以来的营收下滑态势，同时，公司综合毛利率较上年同期提高 0.48 个百分点，其中营收占比 99.5% 的商业零售毛利率较上年同期提高 0.82 个百分点。

财务费用增长 103%，主要系购买及租赁元华商城带来本期资金存量减少所致。一方面账上货币资金大幅减少，使得利息收入减少，公司为支持收购增加 8000 万短贷，而截至到 09 年 1 季度公司没有任何有息负债。

销售费用较上年同期增长 61.18%，主要系本期支付元华 1.2 万平米租金所致。管理费用较上年同期下降 17.9%。

而扣除非经常性损益后的净利润较上年小幅增长 1.51%，原因主要在于 08 年上半年公司实现投资收益 623.32 万元，而 09 年上半年仅为 6.8 万元。

考虑到消费逐渐开始回暖以及解百营业面积将有所扩大，我们预计公司下半年收入增速快于上半年。

表 1 重庆百货单季度及中期财务数据比较

百万元	单季度数据比较				中期数据比较			
	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009H	2008H
主营业务收入	486	354	362	512	433	391	825	840
同比增长率	29.43%	15.20%	8.35%	-0.48%	-10.88%	10.64%	-1.81%	23.03%
主营业务成本	398	279	294	412	346	315	661	677
毛利率	18.11%	21.14%	18.74%	19.45%	20.05%	19.64%	19.86%	19.38%
主营业务税金及附加	3.45	5.45	4.57	3.34	4.08	3	6.60	8.90
销售费用	10	10	8	24	14	18	32	20
销售费用率	2.12%	2.71%	2.22%	4.64%	3.30%	4.54%	3.89%	2.37%
管理费用	36	34	28	59	32	26	58	70
管理费用率	7.37%	9.72%	7.65%	11.55%	7.27%	6.69%	6.99%	8.36%
财务费用	1	1	(0)	3	2	2	4	2
资产减值损失	(1)	0	5	(3)	(1)	1	(1)	(0)
营业利润	39.56	29.14	23.41	14.02	36.50	28	64.74	68.70

营业利润率	8.14%	8.24%	6.47%	2.74%	8.42%	7.22%	7.85%	8.18%
同比增长率	33.43%	13.33%	9.97%	-10.41%	-7.74%	-3.07%	-5.76%	24.10%
营业外收入	0.02	0.04	0.02	1.61	0.02	0	0.32	0.07
营业外支出	1.44	0.54	0.14	0.26	1.63	0	1.73	1.98
利润总额	38.14	28.64	23.29	15.38	34.88	28	63.32	66.78
税前利润率	7.84%	8.10%	6.44%	3.01%	8.05%	7.27%	7.68%	7.95%
同比增长率	33.29%	17.97%	10.43%	-23.21%	-8.55%	-0.71%	-5.19%	26.26%
所得税	9.81	7.24	5.15	5.21	9.23	8	17.12	17.05
有效税率	25.72%	25.28%	22.11%	33.86%	26.46%	27.75%	27.04%	25.53%
少数股东损益	0.41	-0.07	-0.46	0.22	-0.28	(1)	-1.41	0.34
净利润	27.92	21.47	18.60	9.95	25.93	22	47.61	49.39
净利润率	5.74%	6.07%	5.14%	1.95%	5.98%	5.54%	5.77%	5.88%
同比增长率	48.59%	35.32%	28.58%	-20.47%	-7.13%	0.99%	-3.60%	42.51%
总股本	310.38	310.38	310.38	310.38	310.38	310.38	310.38	310.38
每股收益	0.09	0.07	0.06	0.03	0.08	0.07	0.15	0.16

资料来源：长江证券研究部，公司公告

第二，经营面积的扩大将构成 09 年业绩增长的主要因素

➤ 元华商城

杭州解百出资 3.6 亿元—4 亿元购买元华商城地下一层至四层合计建筑面积为 18477.61 平方米的房屋及相应的公共设施、配套面积等，用于主业百货零售经营。此外，解百向原有业主租赁元华商城另外的 1.2 万平米。即，解百拥有元华商城-1—4 楼的全部经营权，经营面积为 3 万平米。

元华商城与解百 AB 楼仅一街之隔，地理位置优越，07 年因经营不善关闭。根据公司公告，将对元华进行逐层装修，2009 年 9 月份正式开业，在此之前，1-2 层采取特卖会的形式经营。

我们认为购买和租赁元华商城的意义在于巩固解百在湖滨商圈的竞争力，并直接带来外生性增长。同时由于元华和解百原有门店距离较近，其协同效应也将带来销售和管理费用的节约。

➤ 新世纪酒店改造

公司 09 年将新世纪酒店的 1-6 层改造成商城，联通新世纪商厦，将新增 1 万平米的经营面积。3 月底已开始封馆改造，预计 9 月份完工。通过购买、租赁元华商城，以及改造酒店后，09 年公司经营面积将扩大一倍至 8 万平米。

同时，根据公司公告，拟在 2010 年对解百 A 楼进行改建，目前正在改建报批。A 楼将推倒重建至 8 层高，同时与 B 楼相接。改建后 A、B 楼及新世纪商厦将连为一体，经营面积将增加 1 万平米。改建完成后，公司合计拥有百货经营面积 9 万平米。由于具体改建方案时间和方式均未确定，我们初步预计改建工程需要 2 年左右时间，资本开支较大，支出资本化后对改建期间费用影响不大。

我们认为，经营面积的扩大将构成 09 年业绩增长的主要因素，但是外延扩张也将给 2009 年业绩增长带来压力，主要在于资本开支较大，收购、租赁和改建带来费用的增加，而元华经营能否成功以及宏观经济形势对行业的影响程度均存在不确定性。因此，我们认为 09 年将是解百相对困难的一年，10、11 年，外生扩张的效果将逐渐显现，而 2012 年则是扩张大幅释放业绩的开始。

考虑到 09 年行业背景以及外生增长仅体现 09 年的后 3-4 个月，我们预计杭州解百 09 年的销售增速将在 10-12% 左右。

第三，我们预计杭州解百 09-11 年 EPS 分别为 0.27、0.33、0.40 元，推荐评级。

我们认为，解百未来的业绩增长点在于经营面积扩大带来的外生增长，此外，公司仍有较大内生增长潜力。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为同时 0.27、0.33、0.40 元，对应 09 年 28 倍 PE，估值基本合理。

但考虑到公司目前正处于外延扩张的时期，以及公司拥有较大的自有物业价值，我们给予公司推荐评级。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业资深分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。