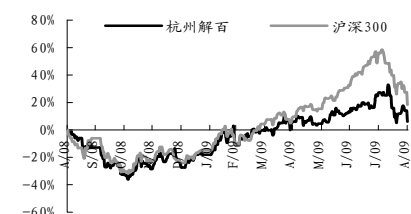


零售业
Retailing

2009 年 9 月 21 日

市场数据	2009 年 9 月 21 日
当前价格 (元)	6.56
52 周价格区间 (元)	3.95
总市值 (百万)	2036
流通市值 (百万)	2036
总股本 (万股)	31038.3021
流通股 (万股)	31038.3021
日均成交额 (百万)	7933
近一月换手 (%)	61.8
Beta (2 年)	0.84
第一大股东	杭州商业资产经营 (有限) 公司
公司网址	http://www.jiebai.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
杭州解百	-16.6	-1.2	6.1
沪深 300	-24.2	-1.2	18.3

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

外延扩张催动未来盈利提升

—杭州解百 (600814) 调研报告

评级: 增持

- **公司位居杭州前三大百货零售商之列, 且主力门店位置优越。**公司主营中高端百货, 目前除义乌店外, 解百 AB 楼、新世纪商厦、解百元华店等主力门店均位于杭州湖滨商圈的西湖之畔。根据公司规划, 未来 3-5 年该几家门店将相互连接, 共同构建集购物、餐饮、娱乐等配套为一体的大型购物中心, 经营面积可达 10 万平方米。
- **公司商品销售为业绩贡献寡头。**商品销售是公司最重要收入和利润来源, 2009 年上半年商品销售收入占总营业收入达 95.98%, 商品销售利润占营业利润 80.94%。近年来, 公司营业收入和净利润稳定增长, 毛利率、净利率和净资产收益率稳步提升, 09 年上半年因购买和租赁元华商场, 加之新世纪酒店和新世纪商厦装修改造的影响, 业绩下滑 3.6%。
- **公司各门店均进入扩张阶段。**解百 AB 楼中的 A 楼拟明年推倒重建, 将新增经营面积 1 万平方米; 新世纪百货商厦于 09 年上半年对新世纪酒店 1-6 层进行改建, 增加商场经营面积 1 万平方米, 预计 9 月底全部完工, 10 月份开业, 且主要强调女性消费特色, 与解百 B 楼的男性消费特色形成错位经营; 解百元华店为 09 年上半年新购商场, 加上租赁面积共计 3 万平方米, 目前 1-2 层以特卖场形式经营, 预计 09 年 12 月底前完成装修改造, 打造成年轻、时尚、潮流为主的百货门店; 解百义乌店经营规模在今年 4 月份扩大一倍之多, 达到 1.5 万平方米, 同时将商品结构调整为重点百货, 以差异化经营抵御银泰百货和杭州大厦的竞争。
- **公司目前正处于阵痛期。**今年收购及装修元华店、改造新世纪大酒店、扩建新世纪商厦、扩建升级义乌店, 以及明年 A 楼推倒重建等支出均将使公司短期内面临较大的资金压力。虽然公司预计明年元华店能够弥补解百 A 楼停业经营损失, 但百货门店从培育到走向成熟仍需较长时日。我们预计待全部扩建完成后, 即 2012 年, 公司外生增长带来的盈利能力提升才能明显体现出来。
- **给予“增持”投资评级。**预测 09、10 年每股收益分别为 0.28 元、0.32 元, 当前股价对应下的每股动态市盈率分别为 27 倍、23.7 倍, 估值基本合理。但虑及公司正处于外延扩张期, 未来盈利提升明显, 且自有物业重估价值高。因此, 给予“增持”投资评级。
- **风险提示:** 经济复苏未达预期; 杭州商业竞争环境激烈。

公司位居杭州前三大百货零售商之列，且主力门店位置优越

公司是杭州三大百货零售巨头（杭州大厦、银泰百货、杭州解百）之一，前身为创建于 1918 年的国货陈列馆，1950 年成为杭州市最早建立的国营零售企业，1994 年 1 月在上海证券交易所挂牌上市同，1996 年组建集团公司。

公司主营中高端百货，目前旗下拥有杭州解百 AB 楼、新世纪商厦、解百元华店、解百义乌店等百货门店。公司主力门店均位于杭州湖滨商圈的西湖之畔，其中解百 AB 楼和新世纪商厦在二楼以连廊相接，并与元华店仅一街之隔。根据公司规划，未来 3-5 年该几家门店将相互连接，共同构建集购物、餐饮、娱乐等配套为一体的大型购物中心，经营面积可达 10 万平方米。

Figure 1 公司主力百货门店位置



资料来源：公司网站、实地调研、世纪证券研究所

目前杭州最大的两个商圈为武林商圈和湖滨商圈，杭州大厦、杭州百货大楼（2008 年 2 月委托银泰百货经营管理）、银泰百货主力店均分布在武林商圈，而杭州解百主力店则处于湖滨商圈，湖滨商圈紧邻西湖，是杭州“一线三圈”市级商业中心的核心区块，以旅游休闲、高档购物为主要消费特色，走高档化和国际化的商业路线。

Figure 2 杭州两大商圈

商圈名称	百货门店
湖滨商圈	解百 AB 楼、解百新世纪商厦、解百元华店、银泰百货（西湖店）
武林商圈	杭州大厦购物城、杭州百货大楼（委托银泰经营）、银泰百货（武林店）

资料来源：公司实地调研、世纪证券研究所

随着杭州经济水平的提高，消费者生活观念的改变和提升，杭州百货业态格局正逐渐发生变化，特别是主要商场的扩张和新零售商的进入。例如：杭州大厦购物中心经营高端奢侈品，今年新收购 C、D 两座楼，经全封闭的天桥与原 A、B 座连成一体，整个购物城的面积扩大到 18 万

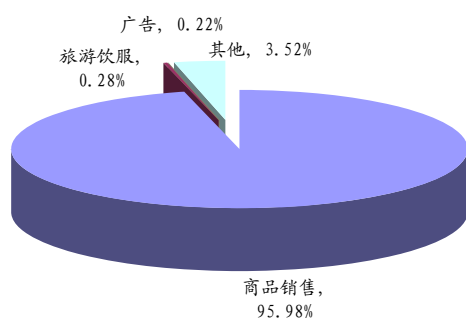
平方米；银泰百货在杭州有 5 家门店，定位于年轻、时尚，与杭州大厦和杭州解百通过收购或改造等扩大经营规模不同，银泰百货多以新开门店实行扩张，湖滨二期、城西店、富阳店都将在今明年开业。另外，一些新兴起的商圈也有不少外地零售大鳄进驻，如钱江新城商圈，杭州万象城 24 万平方米的购物中心预计 2010 年开业，将成为杭州最大的购物中心；新加坡的来福士 8 万平方米的商业广场将在 2011 年开业；高德商业广场 5-6 万平方米、钱江国际时代广场、UDC 时代、波浪文化城 6 万平方米的地下购物中心等。

这些大型购物商城或新增百货门店在丰富杭州百货市场精彩的同时，也对公司构成较大的竞争压力，但会迫使公司进行外延扩张的举措，比如今年上半年收购元华商场及新世纪商厦向新世纪酒店扩建、明年解百 A 楼推倒重建扩大经营面积等。

公司商品销售为业绩贡献寡头

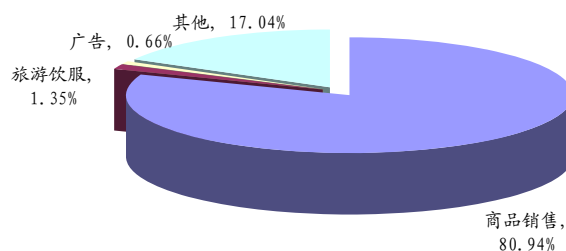
公司主业清晰，商品销售是公司最重要收入和利润来源，2009 年上半年商品销售收入占总营业收入达 95.98%，商品销售利润占营业利润 80.94%。另外，公司还经营新世纪酒店业务和广告业务，但对公司收入和利润影响甚微，仅是辅助商品销售的业务。

Figure 3 商品销售收入占总营业收入比重



资料来源：公司 2009 年中报、世纪证券研究所

Figure 4 商品销售利润占总营业利润比重

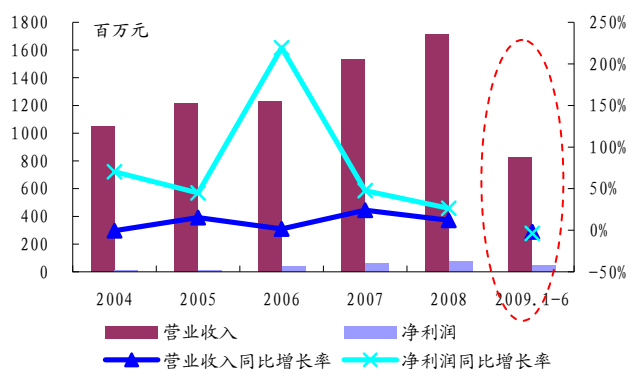


资料来源：公司 2009 年中报、世纪证券研究所

近年来，公司营业收入和净利润稳定增长，毛利率、净利率和净资产收益率稳步提升。2008 年实现营业收入 17.14 亿元，同比增长 11.93%；归属于母公司股东的净利润 7794.05 万元，同比增长 26.46%；毛利率、净利率和净资产收益率分别为 19.27%、4.55%、14.32%。2009 年上半年实现营业收入 8.25 亿元，同比下降 1.82%；归属于母公司股东的净利润 4761.28 万元，同比下降 3.6%；毛利率、净利率和净资产收益率分别为

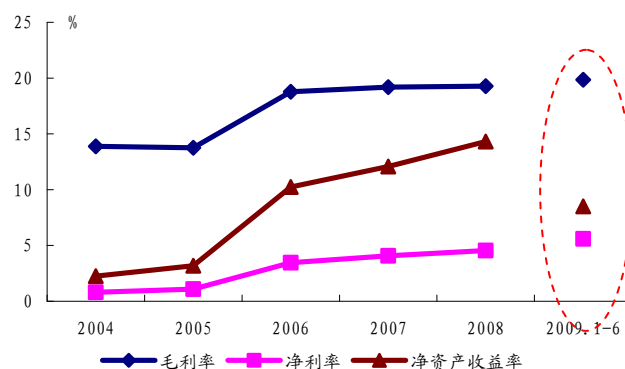
19.85%、5.6%、8.5%。09 年上半年收入和净利润微降，主要是 1 季度受经济低迷影响程度较大，而购买和租赁元华商城导致财务费用增长 103%、销售费用增长 61.18%，加之新世纪酒店和新世纪商厦装修改造；此外，09 年上半年投资收益仅 6.8 万元，而去年同期为 623.32 万元。

Figure 5 营业收入和净利润增长情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 毛利率、净利率和净资产收益率提升情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

公司各百货门店均进入扩张阶段

解百 AB 楼

解百 AB 楼经营面积 4 万平方米，是公司经营历史最悠久的成熟门店。目前 A 楼的一层出租给耐克、阿迪达斯、迪斯尼等经营运动休闲产品的专卖店，年租金收入约 1000 多万元；二层床上用品及三层老年服饰则以采取自营方式经营。B 楼 1-4 层以经营男性消费品牌为主，负一层为解百唯一超市，五层为家电用品。

公司目前正积极进行解百 A 楼推倒重建的规划报批，若顺利实施，将新增 A 楼营业面积 1 万平方米。但受西湖周边建筑物层高的限制，公司至今仍未取得改建许可证。假设 2010 年初能取得改建许可证，改建工作历时 1-2 年，预计重张需要到 2012 年。

新世纪商厦

新世纪商厦于 2000 年开业，是比较成熟的百货门店，由封闭式天桥连接解百 AB 楼，该商场主要强调女性消费特色，与解百 B 楼的男性消费特色形成错位经营。公司于 09 年上半年对新世纪酒店 1-6 层进行改建，增加商场经营面积 1 万平方米，预计 9 月底全部完工，10 月份开业。

解百元华店

公司 09 年上半年购买了毗邻解百 AB 楼的“元华商场”地下一层至四层建筑面积为 18477.61 平方米的房屋及相应的公共设备、配套面积等用于主业百货零售经营，购买的总价款预估为人民币 3.6 亿元-4 亿元。另外，公司还租赁产权分散的元华商城小业主的经营面积约 1.1 万平方米。两者加起来，解百元华店总经营面积在 3 万平方米左右，该店 1-2 层现在以品牌折扣特卖场形式经营，公司表示力争在 09 年 12 月底前完成装修改造，打造成年轻、时尚、潮流为主的百货门店。公司收购元华店在扩大经营规模，产生协同效应的同时，更重要的是能够有力控制公司在湖滨商圈的竞争优势。

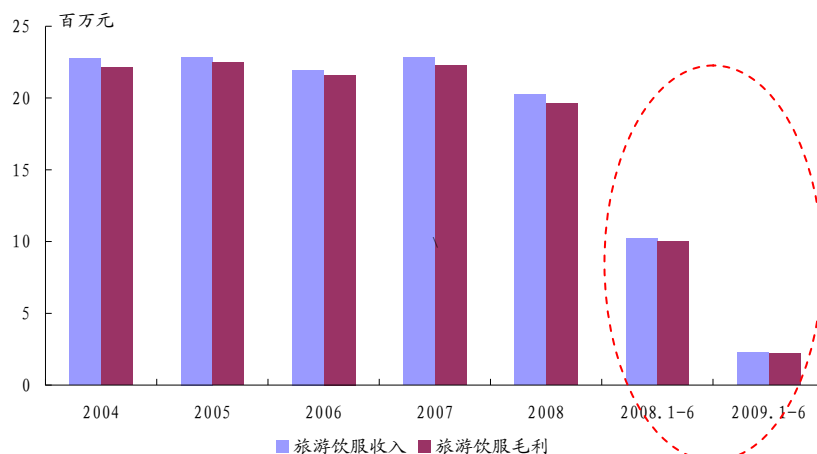
解百义乌店

解百义乌店是公司目前唯一在杭州市外的省内店，由子公司解百义乌商贸（持股 55%）运营。该店经营规模在 09 年 4 月份由原来的 6000 平方米扩大为 1.5 万平方米，并将商品结构调整为重点百货，以差异化经营抵御银泰百货和杭州大厦的竞争（银泰百货义乌店已于 09 年 4 月 25 日开业，经营面积 3 万平方米；杭州大厦义乌店将于 09 年 9 月 27 日开业，营业面积 2.6 万平方米）。08 年解百义乌店实现营业收入 1.39 亿元，预计今年经营规模的扩倍将提高营业收入到 2.5 亿左右。

新世纪酒店缩小规模，改建为商务型酒店

新世纪酒店于 09 年 3 月 1 日停业改造装修，预计 9 月底前重新开业。改造完成后的酒店客房数将由原有的 218 间缩减到 70 余间，定位于商务型酒店。

Figure 7 旅游饮服业务收入和毛利



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

08 年新世纪酒店实现营业收入 2031.59 万元，旅游饮服业务收入 2022.76 万元，同比下降 11.34%；旅游饮服业务利润 1960.91 万元，同比下降 11.93%。09 年上半年受装修改造的影响，旅游饮服业务实现营业收入 229.22 万元，同比下降 77.56%；营业利润 220.73 万元，同比下降 77.9%。由于该业务在营业收入和营业利润中占比很低，因此对公司业绩影响甚微。

公司自有物业重估价值高

公司旗下百货门店解百 AB、新世纪商厦、解百元华店和新世纪酒店均属于公司自有物业，距离西湖在 800 米以内，步行时间仅 3-5 分钟，地理位置极为优越。目前该地段的物业价值已升值至 6-7 万元/平方米，若按公司自有物业建筑面积 13.35 万平方米计算，其商业地产价值高达 80-94 亿元。但该部分的重估价值只能在公司并购重组时才能体现，其只不过为公司长远发展奠定雄厚的资产基础。

其他方面的调研

除了公司主业经营现状和未来发展外，我们还就以下几个方面的内容进行了解：

- ✓ 公司收入和利润贡献按商品结构划分，如女装部、男装部、儿童部、化妆品、黄金饰品等，收入和利润贡献最大的为女装部。
- ✓ 公司 VIP 客户贡献大，其消费占营业总收入的一半左右。公司主要通过《解风情》杂志和“解百 VIP 休闲风尚俱乐部”平台，加强与客户的情感沟通，传递品质、时尚的生活理念，从而培养消费者的忠诚度和提高消费者的消费意愿。
- ✓ 公司控股股东为杭州商业资产经营(有限)公司，持股比例 29.24%。公司实际控制人为杭州市人民政府。08 年市场曾传言大股东有望以上市公司为平台实现整体上市。经求证，目前并无资产注入或整体上市预期。

给予“增持”投资评级

从实地调研了解到的情况分析，我们认为，公司目前正处于阵痛期，今年收购及装修元华店、改造新世纪大酒店、扩建新世纪商厦、扩建升

级义乌店,以及明年 A 楼推倒重建等支出均将使公司短期内面临较大的资金压力。虽然公司预计明年元华店能够弥补解百 A 楼停业经营损失,但百货门店从培育到走向成熟仍需较长时日。我们预计待全部扩建完成后,即 2012 年,公司外生增长带来的盈利能力提升才能明显体现出来。

预测 09、10 年每股收益分别为 0.28 元、0.32 元,当前股价对应下的每股动态市盈率分别为 27 倍、23.7 倍,估值基本合理。但虑及公司正处于外延扩张期,未来盈利提升明显,且自有物业重估价值高。因此,给予“增持”投资评级。

Figure 8 盈利预测表

(单位: 万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	1,530.85	1,713.51	1,713.51	2,141.89
二、营业成本	1,237.11	1,383.36	1,370.81	1,707.08
减: 营业税金及附加	13.50	16.82	16.82	21.03
销售费用	39.65	51.68	56.55	74.97
管理费用	146.75	157.05	157.64	201.34
财务费用	5.74	4.24	4.97	6.64
资产减值损失	0.43	1.06	0.00	0.00
加: 投资净收益	4.62	6.84	8.00	0.00
三、营业利润	92.30	106.13	114.72	130.83
加: 营业外收入	5.21	1.70	0.00	0.00
减: 营业外支出	3.50	2.38	0.00	0.00
四、利润总额	94.01	105.45	114.72	130.83
减: 所得税	31.66	27.41	28.68	32.71
五、净利润	62.35	78.04	86.04	98.13
减: 少数股东损益	0.72	0.10	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	61.63	77.94	86.04	98.13
六、每股收益:	0.20	0.25	0.28	0.32

资料来源: 世纪证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏未达预期;
- 2、杭州商业竞争环境激烈;

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.