

2009 年 11 月 2 日

2009 年 3 季报点评

零售行业·百货

投资评级：持有

杭州解百（600814）

10 月 26 日收盘价（元）	8.29
目标价区间（元）	7.58-9.04

分析师：司维

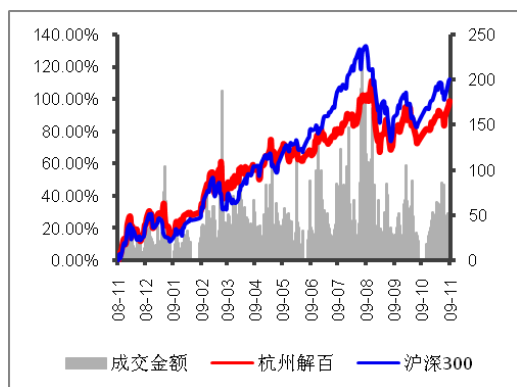
电 话：010-88656228

E-mail：siwei@cindasc.com

基础数据

公司代码	沪深300指数		
600814	3247.05	6M	23.80
所属行业	公司市场表现		
可选消费	1M 3.93	6M	10.63
所属二级行业	总股本（m）		
零售业	310.38		
市值（bn）	流通股比例		
2.22	100.00		
发行股份(m)	12M日均成交金额（m）		
22.00	49.38		
首发上市日期	3M日均成交金额(m)		
1994-01-14	57.87		
昨日收盘价	主要股东及持股比例%		
7.14	杭州商业资产经营公司	29.24	
52周高/低	建银鹏华价值优势股票基金	2.75	
3.91/8.28	杭州股权管理中心	2.72	

最近一年股价表现



相关报告

四轮驱动，整合期业绩承受压力

- **杭州市消费日渐转暖，但仍低于全国同期水平。**杭州市社消额累计同比 1-3 月为 11.1%，1-9 月已回升至 13.5%，显示随大环境转暖，消费市场也逐渐好转，但数据仍低于同期国内批发零售业累计同比增速（15%），延续低消费倾向的特征。
- **竞争压力抬高费用率，影响当期利润。**杭州市零售业竞争激烈，公司 1-9 月营业收入同比增长为负 5.39%，同时因加大营销力度、店面调整及并购等活动致使费用率有所上升。前 3 季度销售费用率 4.29%，高于去年同期 1.97 个百分点；财务费用率 0.51%，高于去年同期 0.37 个百分点，费用率上升压低净利润（-21.58%）。
- **四轮驱动，近 2 年业务整合动作频繁。**为扩大经营规模，公司将新世纪商厦酒店 1-6 层用于商品销售，实现与零售主体建筑的对接，预计增加营业面积约 1 万平方米；二是自 2008 年下半年起对义乌解百营业场地进行扩建和品牌提升，商场营业面积增加近一倍；三是收购与租赁双管齐下将元华商场 3 万平方米营业场所纳入囊中，预计 2010 年正式营业；四是将于 2010 年进行解百本部 AB 楼改扩建。
- **整合期预计利润受到影响，业绩释放将于 2011 年后。**预计上述 4 项调整将加大近年公司管理费用及财务费用支出，同时，为减轻改扩建对营业收入的影响，预期公司将加大促销力度，营业费用也难以有效降低，所以我们看淡近 2 年公司业绩。但认为随着 2011 年后主体建筑改扩建完毕，公司将迎来一轮业绩提升期。
- **盈利预测及投资评级：**预计 09-11 年每股 EPS 分别为 0.21 元、0.32 元及 0.36 元，3 年复合增长率约 30%，参照行业中值 09 年 30xPE 和 10 年 25xPE，对应相对估值为 6.3 元-8 元，按时间加权未来 12 个月的 PE 估值约 7.58 元；以 wacc（11.42%）、g（5%）等参数为基础，DCF 假设估值约 9.04 元；综合相对与绝对估值，我们认为未来 6 个月合理价格区间为 7.58-9.04 元，“持有”评级。

财务摘要	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(m)	1,531	1,714	1,661	2,053	2,229
毛利率	19.19%	19.27%	19.17%	19.34%	19.44%
营业利润率	6.40%	6.44%	5.81%	6.99%	7.14%
净利润（m）	62	78	66	98	113
EPS	0.20	0.25	0.21	0.32	0.36
EPS CHG(%)	0.48	0.26	-0.15	0.49	0.15
PEx	36.0	28.4	33.6	22.5	19.7
每股净资产	1.65	1.75	1.85	2.08	2.31
PBx	4.34	4.07	3.87	3.44	3.09
EV/Ebitda(x)	13.78	12.51	13.59	9.59	8.56
ROE(%)	12.07%	14.32%	11.52%	15.25%	15.70%
ROIC(%)	28.61%	204.92%	341.52%	450.72%	194.66%
PSx	1.45	1.29	1.33	1.08	0.99

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告所涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com