

增持(维持)

目标价格:

10.00-12.00 元

当前价格:

9.30 元

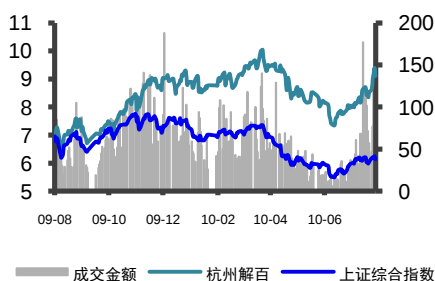
市场数据

零售行业指数	4415
三个月涨跌幅	17.1%
上证综合指数	2642
沪深 300 指数	2898

基础数据

每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	44.0%
总股本(百万)	310
流通股(百万)	310

相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

从单体百货向连锁百货的转变

报告摘要:

单体百货正向连锁百货转变: 面对银泰百货的强势进攻,解百单体经营之模式迫切需要改变。2009 年,公司通过收购元华商城,并把新世纪大酒店部分楼层改建为百货商场,以及义乌解百扩建改造等使得公司实际营业面积从原来约 5 万 m² 增至当前近 10 万 m²,增幅达到一倍。营业面积增长为公司日后销售规模扩大奠定了基础,同时也标志着公司外延扩张进程迈上了崭新的台阶。

夯实管理基础实施稳健扩张: 外延扩张策略给予解百带来较大的费用压力和资金压力。公司未来扩张的主旋律将以稳健为主,管理挖潜,加强内部管理,实现低成本扩张。

公司自有物业增值潜力巨大: 公司拥有杭州市解放路上近 12 万 m² 的自有物业。由于位于西子湖畔,位置绝佳,这些物业升值增值潜力巨大,目前保守估计也在 35 亿元以上,若加上公司在河坊街和义乌解百的自有物业,其资产重估价值将超过 37 亿元。

风险提示: 扩建导致部分客源流失;异地扩张风险;扩张费用增加

盈利预测及投资评级: 我们预计 2010-12 年公司营业收入分别为 19.40 亿元/21.65 亿元/24.80 亿元,同比分别增长 13.6%、11.6%、14.5%;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.84 亿元/1.03 亿元/1.30 亿元,同比分别增长 29.8%、23.3%、25.7%;EPS 分别为 0.27 元/0.33 元/0.41 元。目标价 10-12 元/股,给予“增持”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	1708	1940	2165	2480	2769	3039
收入增幅(%)	-0.3%	13.6%	11.6%	14.5%	11.7%	9.8%
归属母公司净利润	64	84	103	130	153	179
净利增幅(%)	-17.4%	29.8%	23.3%	25.7%	18.3%	16.6%
毛利率(%)	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.1%	20.1%
ROE(%)	11.1%	12.6%	14.0%	15.5%	15.9%	16.6%
EPS(元)	0.21	0.27	0.33	0.41	0.49	0.57

1. 公司占据西子湖畔核心商圈，物业升值潜力巨大

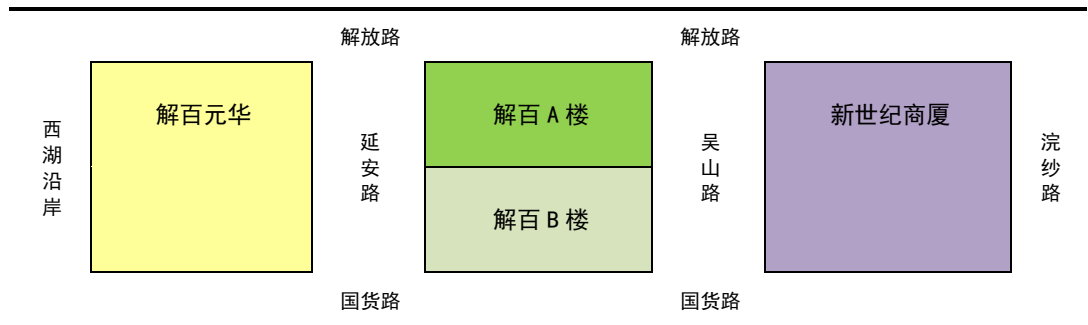
杭州解百商场位于美丽的西子湖畔，地处杭州著名的湖滨商圈。湖滨商圈是杭州三大核心商圈之一，紧邻西湖，是“一线三圈”市级商业中心的核心区块，以旅游休闲、高档购物为主要消费特色，走高档化和国际化的商业路线。它的商业定位起点高，包括国际名品街、特色连锁餐饮店及休闲消费带。该区域既具有丰富的商业氛围，又有着浓郁的艺术气息，是“旅游+商业”的理想经营场所。

公司是浙江省历史最久、颇具规模的商业上市公司，是杭州市四大商场之一（解百、百大、银泰武林店和杭州大厦）。2009 年，公司营业收入已超过 17 亿元，居中国单体百货商场销售额前 20 位。

公司目前旗下资产主要包括：解百 A、B 楼、新世纪商厦、元华商城及义乌解百等。除义乌店外，公司其他门店主要位于西湖之畔的湖滨商圈，距离杭州地铁 1 号线仅 10 分钟路程，占据得天独厚的经营位置。

公司的核心价值在于其多年百货经营积累的品牌优势以及毗邻西湖而产生的巨大商业物业价值。收购元华商城之后，公司三大商场呈现“一”字排列，占了解放路上最有利的位位置，未来物业增值潜力巨大。目前杭州市解放路和延安路上商铺出售的挂牌价平均约为 3 万元/m²，西湖沿岸物业已是一铺难求，售价更是高达 6 万元/m²。据此判断，公司解放路上近 12 万 m² 的自有物业目前重估价值应在 35 亿元以上，加上河坊街（1400 m²）和义乌解百（7000 m²）等，其商业资产价值将远远超过 37 亿元。

图表 1 杭州解百的主要资产情况



资料来源：德邦研究

2. 战略模式：单体百货店向连锁百货模式的转变

杭州解百之前是典型的单体百货店，盈利来源主要依赖于解放路上的解百 A、B 楼及新世纪商厦，处于异地的义乌分店规模偏小（年盈利 200 万元左右）。公司主要依靠原有门店的内生增长，外延扩张略显滞后。2009 年是公司外延扩张加速的关键一年，通过改建、扩建以及收购等方式，公司营业面积明显扩大，公司战略也逐步由传统的单体百货店向连锁百货经营模式发生转变。

解百 A、B 楼：

解百 A 楼于 1958 年正式营业，经营面积约 6000 m²；之后公司在 A 楼的基础上扩建了解百 B 楼，增加面积达 12000 m²。目前公司拟对 A 楼商场进行整体改建，使得现有的 3 层增至 6 层，但具体规划仍需通过有关部门审批。预计改建后的 A 楼面积有望在原有基础上增加 1 万 m² 左右。

新世纪商厦：

新世纪商厦 2000 年初开业，经营面积 22000 m²，紧靠解百 AB 楼，并与公司新世纪大酒店连接。2009 年公司把新世纪大酒店 8 层以下部分楼层改造成商场，净增百货营业面积近 1 万 m²，并于当年 11 月底正式营业。与此同时，新世纪大酒店经营规模将大幅缩减，改造后酒店客房数量由原来的 218 间降至 70-80 间，定位为商务型酒店。

新元华店：

元华商城与解百 AB 楼仅一街之隔，临近西湖风景区，并距离湖滨国际名品街百米之遥，地理位置绝佳，是经营现代百货店的理想之地。2009 年公司拆资近 4 亿元购买了元华商城约 18000 m² 的经营物业，并承租了其余的 11000 m² 的营业面积，获得了整个商场的经营权。新元华改建后已于 09 年底对外营业，10 年上半年由于侧重于商场内部结构调整，经营状况表现一般。公司拟继续收购商场现有租赁面积，加大自有物业比例，从而拓宽物业增值升值空间。

公司的战略规划是将以上几家门店相互打通连接，从而把解百打造成一个经营面积接近 10 万 m² 的集商场、酒店、餐饮、娱乐和停车场为一体的购物中心。整体工作有望在 2012 年完成。

解百义乌店：

义乌解百是公司目前唯一的异地店，公司持股 55%（解百的大股东持股 15%），年销售额不到 2 亿元，09 年略有亏损。2009 年，公司完成了该门店规模扩大和装修工作，营业面积在原来的基础上增加近一倍，达到 15000 m²。义乌具有较强的购买力和消费力，但由于义乌城市规模不大，商业竞争激烈，目前公司也面临着来自周边商场（如银泰百货）的竞争。2010 年来，公司义乌店销售增长率约为 20%，处于微利状态。目前该门店正在进行内部设施和结构调整，并逐步向精品百货提升。

我们的基本判断是：公司目前正处于一种经营模式的巨大转变中，即从以往的单体百货向连锁百货模式变化。这种模式的转变，与其说是公司管理层积极实施对外扩张战略的起点，还不如说是解百在银泰等商业巨头攻城略地的背景下之被动或适时的选择。

对比近年杭州地区零售业的竞争格局或许可以发现，银泰百货在杭州四大商场中扩张最具进攻性，其竞争优势也正日益凸现。银泰百货于 2008 年 3 月正式托管百大集团，进一步增强了其在武林商圈的市场控制力；同年 4 月又在解百南面延安路上开设了杭州最大单体店西湖店，此外公司还拆资近 10 亿元持有湖滨国际和新湖滨 50% 股权，全面介入解百北面湖滨国际名品街二期项目，银泰与解百等商场之间的竞争已趋白热化。

银泰百货西湖店位于湖滨商圈，于 08 年 4 月开业，是杭州目前规模最大的单体百货店，拥有营业面积 7.6 万 m²，商场经营 700 余个品牌，约 20 万余种商品，主要客群定位为“年

轻人和新型家庭”，是购物中心式的百货店。银泰百货西湖店距离解百仅 5 分钟路程，新店开业正式拉开了湖滨商圈零售大战的序幕。

湖滨国际名品街二期位于解百北侧，是银泰百货进军湖滨商圈的又一重大举措。该项目占地 1.8 万 m²，建筑面积 10 万 m²，定位于中高档综合购物中心，预计 2011 年 9 月开业。

银泰百货在湖滨二期开业后将完成对解百的南北夹击之势，使得解百的处境处于十分不利的位置。我们认为，为了应对银泰的强势进攻，解百扩张已成一种必然的选择结果。2009 年收购元华只是公司扩张的第一步。公司未来的发展方向是通过义乌解百积累的外延扩张经验，继续加大在国内二三线城市的开店力度，目前可考虑的主要区域包括绍兴和苏州等二线城市。

另一方面，公司扩张仍然将以追求稳健发展为主，管理挖潜，加强内部管理，实现低成本扩张。扩张的业态模式也将采取多样化，在加大百货经营面积的同时适时增加超市营业面积，实现多业态之间相互补充。

图表 2 杭州主要百货商场比较

百货商场	开业时间	营业面积	所在商圈	09 年销售额	产品定位
杭州解百	1958 年	8.0 万 m ²	湖滨商圈	17 亿元	中高档时尚品牌
杭州大厦	1989 年	18.0 万 m ²	武林商圈	40 亿元	奢侈品、高档产品
杭州百大	1989 年	2.4 万 m ²	武林商圈	11 亿元	中档大众品牌
银泰武林店	1998 年	3.5 万 m ²	武林商圈	20 亿元	中高档时尚品牌
银泰西湖店	2008 年	7.6 万 m ²	湖滨商圈	7 亿元	国际二线、国内一线
银泰庆春店	2009 年	6.0 万 m ²	庆春商圈	2 亿元	中高档时尚品牌

资料来源：德邦研究

3. 盈利预测

我们预计 2010-12 年公司营业收入分别为 19.40 亿元/21.65 亿元/24.80 亿元，同比分别增长 13.6%、11.6%、14.5%；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.84 亿元/1.03 亿元/1.30 亿元，同比分别增长 29.8%、23.3%、25.7%；EPS 分别为 0.27 元/0.33 元/0.41 元。给予“增持”评级。

风险提示：

扩建门店会影响公司现有商场的客流量及销售额；异地扩张带来的经营风险；公司财务费用和管理费用继续增加。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	215	438	582	870
现金	126	329	468	730
应收账款	33	45	42	57
其他应收款	24	27	30	35
预付款项	8	9	10	12
存货	23	26	29	33
非流动资产	987	945	936	888
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	844	795	779	726
无形资产	27	26	25	24
其他非流动资产	100	108	115	122
资产总计	1,202	1,383	1,517	1,758
流动负债	583	664	716	843
短期借款	10	10	10	10
应付账款	234	283	295	367
其他流动负债	339	371	411	466
非流动负债	32	47	62	77
长期借款	25	40	55	70
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	615	711	778	920
少数股东权益	8	6	4	2
股本	310	313	313	313
资本公积	43	43	43	43
留存收益	226	310	379	481
归属母公司股东权益	579	665	735	836
负债和股东权益	1,202	1,383	1,517	1,758

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	166	206	210	294
净利润	63	82	101	127
折旧摊销	36	65	67	69
财务费用	9	6	6	7
投资损失	-2	-2	-3	-4
营运资金变动	68	56	39	95
其他经营现金流	-9	0	0	0
投资活动现金流	-467	-13	-47	-12
资本支出	439	15	50	15
长期投资	8	0	0	0
其他投资现金流	-20	2	3	3
筹资活动现金流	-5	11	-24	-20
短期借款	10	0	0	0
长期借款	25	15	15	15
普通股增加	0	3	0	0
资本公积增加	8	0	0	0
其他筹资现金流	-48	-7	-39	-35
现金净增加额	-306	203	139	263

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,708	1,940	2,165	2,480
营业成本	1,377	1,552	1,733	1,985
营业税金及附加	14	16	17	20
营业费用	72	85	93	104
管理费用	153	175	184	198
财务费用	9	6	6	7
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	3	4
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	84	109	135	169
营业外净收支	4	0	0	0
利润总额	88	109	135	169
所得税	25	27	34	42
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	63	82	101	127
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
归属母公司净利润	64	84	103	130
EBITDA	129	179	208	246
EPS (元)	0.21	0.27	0.33	0.41

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-0.3%	13.6%	11.6%	14.5%
营业利润	-20.8%	29.9%	23.3%	25.7%
归属于母公司净利润	-17.4%	29.8%	23.3%	25.7%
盈利能力				
毛利率(%)	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率(%)	3.8%	4.3%	4.8%	5.2%
ROE(%)	11.1%	12.6%	14.0%	15.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.2%	51.4%	51.3%	52.3%
流动比率	0.37	0.66	0.81	1.03
速动比率	0.32	0.62	0.77	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.51	1.50	1.49	1.51
净资产周转率	3.04	3.12	3.09	3.16
每股指标 (元)				
EPS	0.21	0.27	0.33	0.41
每股净资产	1.87	2.13	2.35	2.67
每股经营现金流	0.53	0.66	0.67	0.94
估值比率				
P/E	44.84	34.84	28.25	22.48
P/B	4.98	4.38	3.96	3.48
P/S	1.69	1.50	1.34	1.17
EV/EBITDA	20.88	15.04	12.99	10.98

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，我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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。