

2010年10月12日

零售行业

杭州解百（600814）

评级：增持

消费品研究组

联系人：消费品研究组

电话：010-88086830-723

邮箱：yutj@rxzq.com.cn

6-12个月目标价：8.40-9.80

最新股价：9.07

基本资料

总股本（百万）	310.38
流通股A股（百万）	310.38
总市值（亿）	27.66
每股净资产（元）	2.01
资产负债率%	44.07

杭州解百股价与上证综指对比：



相关研究：

零售业系列调研报告之一——解百：元华亮点在后年

【公司近况】

- 近期我们组织调研了杭州百货类上市公司，就上半年经营情况，竞争态势和未来市场研判问题与杭州解百公司管理层进行了沟通。

【日信观点】

- **元华商场定位明确，培育期或低于预期。**元华与今年4月份正式经营，定位25岁左右的女性，商场的盈亏平衡点是80万元/天或3亿元/年，公司表示，参考当年解百新世纪的培育情况，元华在3年后才能达到盈亏平衡，5年左右才能有盈利贡献。相比公司，我们的判断则更为乐观，认为元华的培育期肯定比解百新世纪短，因为元华在被收购之前就处在一个成熟的商圈之内，并不像当年新世纪那样，从零开始培养商圈，树立品牌，所以达到盈亏平衡的时间点应该会低于3年；但是同时我们认为元华商场的收入在近半年~1年的时间内不会立刻达到80万元/天的高度，因为我们观察到，目前元华部分商品品类和解百新世纪有重叠的地方，未来必将不断进行品类调整，短期内将影响销售收入。我们预期这个过程会在1年半左右。此外2011年底杭州地铁将建设完毕，地铁的湖滨出口离解百、元华只有2、3百米的距离，如果品类调整届时正好结束，地铁站又起到汇聚人气的作用，双重利好将促使元华商场收入在2012年同比大幅度增长。
- **义乌解百装修完毕，影院将汇聚人气。**义乌解百是公司唯一的异地店，因为装修的原因，09年略有亏损。装修之后营业面积从6000多平米增加到15000平米，并增加了影院，起到汇聚人气的作用。值得一提的是，义乌解百有不少高端国际品牌入驻，如阿玛尼、Boss，以适应当地的高端消费。类似于元华商场，我们认为义乌解百在装修之后同样需要品类调整，要一段时间之后才能度过培育期。
- **A楼改造计划近期内实施可能性极小。**A楼改造事项从08年开始提，但一直拖延没有进展。我们认为目前进行A楼改造计划的可能性极小，原因在于元华商场位于A楼的对面，刚刚开始经营半年，如果现在对A楼进行改建，将截断元华的客流量，无形之中延长了元华的培育期；且A楼改建的话会直接影响老解百的收入，公司与2009年增加了长期借款2500万，今年短期借款增加到2500万，资金压力加大不少，从维持财务稳定的角度考虑，公司近期推进改建计划的可能性也极小。

【估值及投资建议】

- 我们认为解百新世纪，老A、B楼的内生性增长对公司整体增长贡献将逐步减小，并且新开张的元华商场目前处于培育期暂不贡献盈利。我们假设在2012年元华商场在内外共振的因素下开始贡献盈利，预计2010年-2012年公司EPS为0.28元，0.34元和0.44元，对应市盈率为32.39倍，26.99倍和20.56倍。我们会持续跟踪杭州解百，并在近期给出深度报告，暂时给予“增持”评级。

■ 杭州解百盈利预测表

单位：万元	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业收入	1708.08	2049.69	2295.66	2869.57
增长率(%)	-0.32%	20.00%	12.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	64.37	87.83	104.30	136.75
增长率(%)	-17.41%	36.43%	18.76%	31.11%
每股收益(EPS)	0.207	0.283	0.336	0.441
销售毛利率	19.36%	19.46%	19.56%	19.66%
销售净利率	3.67%	4.17%	4.42%	4.64%
净资产收益率(ROE)	11.12%	13.51%	14.21%	16.19%

资料来源：日信证券研究部

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

