



2017年08月21日

增持(首次评级)

当前价: 10.19 元
目标价: 11.55 元

分析师: 王凤华

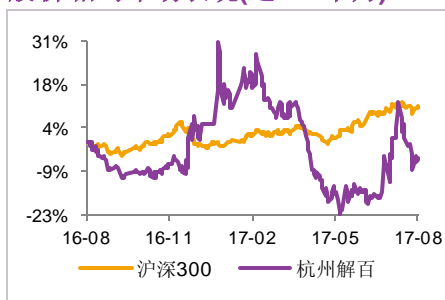
执业编号: S0300516060001

研究助理: 谢海音

电话: 010-64408703

邮箱: xiehaiyin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5241.4	5447.3	5949.1	6497.4
(+/-)	-2.32	3.93%	9.21%	9.22%
净利润	314.12	375.15	415.04	458.87
(+/-)	-12.25	19.43	10.63	10.56
EPS(元)	0.274	0.327	0.362	0.400
P/E	37.23	31.17	28.17	25.48

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

杭州解百(600814.SH)

【联讯商贸公司点评】杭州解百：主营业务稳中有进，体育、医疗带来业绩增长

投资要点

◇ 事件

2017 年上半年，公司实现营业收入 27.49 亿元，同比上升 9.32%；实现归母净利润 8,753.29 万元，同比下降 20.55%；报告期营业收入和归属于母公司股东的净利润分别完成年度经营计划的 48.74%和 67.33%。

◇ 深耕零售行业，主营业务稳步发展

公司继续深耕零售行业，主营业务营业收入稳步提升。2017 年上半年，公司推动杭州大厦和解百商贸两大零售实体改革调整，进一步明确市场定位，完善保障工作。公司主营业务商贸服务实现营业收入 26.30 亿元，同比增长 9.20%，主营业务收入仍稳步上升。主营业务营业成本 21.27 亿元，同比上升 9.57%。毛利率 19.13%，比上年同期减少 0.28 个百分点。销售费用 1.76 亿元，同比增长 5.98%；管理费用 1.80 亿元，同比增长 21.63%；财务费用-163.02 万元，同比增长 67.08%。管理费用及财务费用的较大增长主要是由于职工薪酬增支及存款利息收入减少。

◇ 积极探索零售+大数据，推动新项目建设

公司开始对零售+大数据工作进行积极探索，并继续推进新项目。2017 年上半年，公司已与多家大数据公司对接沟通，正逐步明确大数据工作的方向以及与零售主业融合的切入点。通过对数据进行挖掘分析，能够更好地了解和洞察消费者，实现精准化营销、货品精细化管理等，从而驱动市场营销和成本控制，进一步促进营业收入增长。此外，杭州大厦新 B 座（三立）项目开始试营业，武林地下中央广场项目筹备工作稳步推进，招商工作已全面启动。杭州大厦毗邻西湖，地理位置优越，新项目的落地将为公司带来新的利润增长点。

◇ 产业延伸初见成效，转型应对行业变革

公司积极尝试向体育、健康医疗等行业拓展。公司增资控股悦胜体育以来，体育经纪业务营收有了长足发展。2017 年上半年，公司控股子公司悦胜体育重点完成了世游赛、城市联盟业余足球冠军赛、2017 中国杭州环千岛湖国际公路自行车赛三大赛事的推介，以及招商准备工作。同时，对体育教育培训、体育场馆合作以及橄榄球学校项目的推进进行了布局。2017 年上半年，公司体育经纪业务营业收入 187.42 万元，同比增长 405%。此外，全程健康是公司重要的联营企业，也是公司探索医疗健康业务的重点投资项目，2017 年上半年，全程健康完成了实施开业前的各项准备工作，计划于 8 月中旬正式营业。虽然目前体育经纪业务与健康医疗业务仍处于培育期，但是前景看好，是公司在零售行业下行环境下实现转型的重要举措。

◇ 盈利预测与估值



我们预计公司 2017-2019E 的营业收入分别为 54.47 亿元、59.49 亿元和 64.97 亿元，归母净利润分别为 2.34 亿元、2.59 亿元和 2.86 亿元，对应的 EPS 为 0.33 元、0.36 元和 0.40 元。根据昨日的收盘价 10.19 元，市盈率分别为 31X、28X 和 25。未来，与永辉超市合作拓展的生鲜业务带来积极的影响，为公司的业绩带来较大的想象空间，我们给予公司 35 X 市盈率估值，未来 12 个月的股价为 11.55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

百货行业发展欠佳、业务规模和盈利下降、投资项目不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2361.16	2869.58	3702.28	4378.51	经营活动现金流	494.50	539.53	758.07	629.10
货币资金	1428.59	1944.02	2742.62	3423.34	净利润	316.87	369.77	409.66	453.49
应收账款	46.75	37.07	54.48	45.51	折旧摊销	101.41	142.18	142.18	142.18
其他应收款	18.05	7.32	20.38	9.87	资产减值	2.63	2.63	2.63	2.63
预付账款	24.97	29.61	30.00	35.11	财务费用	-23.95	-25.29	-35.15	-46.24
存货	60.77	69.54	72.77	82.65	投资损失	20.86	0.00	0.00	0.00
其他	782.03	782.03	782.03	782.03	营运资金变动	82.30	50.23	238.75	77.04
非流动资产	2455.37	2310.56	2165.75	2020.93	其他经营现金	-0.18	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	799.65	799.65	799.65	799.65	投资活动现金流	-104.44	-49.39	5.38	5.38
固定资产	1006.74	908.75	791.06	673.37	资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	22.69	15.39	8.09	0.80	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	106.72	106.72	106.72	106.72	其他投资现金	2208.30	6.54	6.54	6.54
资产总计	4816.53	5180.14	5868.02	6399.45	筹资活动现金流	-116.67	25.29	35.15	46.24
流动负债	1795.58	1838.81	2111.65	2184.20	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	661.98	573.74	775.81	698.12	现金净增加额	273.39	515.43	798.60	680.73
其他	1133.60	1265.07	1335.84	1486.08					
非流动负债	4.03	4.03	4.03	4.03					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	4.03	4.03	4.03	4.03					
负债合计	1799.62	1842.84	2115.69	2188.24					
少数股东权益	796.16	937.56	1094.00	1266.95					
归属母公司股东权益	2220.75	2399.74	2658.34	2944.26					
负债和股东权益	4816.53	5180.14	5868.02	6399.45					
利润表					主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5241.45	5447.32	5949.10	6497.43	成长能力				
营业成本	4056.75	4194.44	4580.81	5003.02	营业收入增长率	-2.32%	3.93%	9.21%	9.22%
营业税金及附加	67.07	64.89	70.87	77.40	营业利润增长率	-10.43%	-15.40%	10.79%	10.70%
营业费用	391.01	382.65	417.90	456.41	归属母公司净利润增长率	-13.47%	19.43%	10.63%	10.56%
管理费用	299.83	305.72	333.88	364.65	获利能力				
财务费用	-23.95	3.96	-3.20	-11.35	毛利率	22.60%	23.00%	23.00%	23.00%
资产减值损失	2.63	2.63	2.63	2.63	净利率	5.99%	6.89%	6.98%	7.06%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产净利率	7.97%	9.17%	8.83%	8.84%
投资净收益	-20.86	0.00	0.00	0.00	ROE	8.81%	9.74%	9.73%	9.71%
营业利润	427.25	493.03	546.21	604.66	偿债能力				
其他非经营损益	7.17	7.17	7.17	7.17	资产负债率	37.36%	35.58%	36.05%	34.19%
利润总额	434.42	500.20	553.39	611.83	投资资本/总资产	31.44%	25.51%	16.07%	11.35%
所得税	120.30	125.05	138.35	152.96	流动比率	1.31	1.56	1.75	2.00
净利润	314.12	375.15	415.04	458.87	速动比率	0.85	1.10	1.35	1.61
少数股东损益	118.40	141.40	156.43	172.95	营运能力				
归属母公司净利润	195.73	233.75	258.61	285.92	总资产周转率	1.09	1.05	1.01	1.02
EBITDA	485.41	617.09	660.42	707.77	固定资产周转率	5.21	5.99	7.52	9.65
EPS（元）	0.27	0.33	0.36	0.40	应收帐款周转率	112.11	146.96	109.21	142.78
					每股指标(元)				
					每股收益	0.274	0.327	0.362	0.400
					每股经营现金	0.69	0.75	1.06	0.88
					每股净资产	3.11	3.36	3.72	4.12
					估值比率				
					P/E	37.23	31.17	28.17	25.48
					P/B	3.28	3.04	2.74	2.47
					EV/EBITDA	13.56	10.06	8.44	7.16

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价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：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com