

杭州解百-转型与协同效应双重催化、多重安全边际保驾护航

——公司深度研究

冯钦远 执业证书编号: S1100513040002
研究员 8621-68416988-217
fengqinyuan@cczq.com

寇媛媛
联系人 8621-68416988-216
kouyuanyuan@cczq.com

核心观点

- ❖ **转型体验式消费，区位优势保驾护航：**杭州解百系浙江省老牌百货零售公司龙头，品牌与客户资源丰富。公司已完成杭州大厦 60% 的股权收购，共拥有 4 座大型门店及 2 座储备项目，颇具规模。自 2015 年初公司起对旗下主要购物广场重新布局，积极尝试“生活体验+互联网”的商业模式，为消费者提供增值服务，构建“购物+社交+体验”的服务平台。同时，受益于门店地理位置、人均高消费能力和旅游产业的繁荣，区位优势明显。
- ❖ **跨界体育与大健康产业，享受协同效应和产业发展红利：**公司投资悦胜体育，主营体彩和场馆运营。未来 6 年多项大型国内国际赛事将在杭州举办，包括 2022 年的亚运会，体育经济逐渐形成，公司有望享受产业迅速扩张的红利。公司与百大集团和迪安诊断共同设立浙江颐和健康管理中心，“D2B2C”运营模式新颖，将链接国内外顶级医疗资源，打造一站式高端私人健康管理中心。各股东资源优势互补，有望形成强大的协同效应。
- ❖ **与大股东协同效应可期：**杭州解百的母公司杭州商旅集团为国有独资集团，持有其 68% 的股权。集团体外资产庞大，拥有众多投资控股企业，已覆盖商贸、酒店、食品及加工、旅游、文化创意等六大板块。杭州解百上市公司平台价值明显，资产整合有进一步加强预期，实现协同效应。商旅集团新任总裁为杭州金融办出身，有利于金融改革。
- ❖ **低估值，且享有多重安全边际：**目前公司总市值为 78 亿元，流通市值仅 34 亿元，TTM 市盈率为 34 倍，未来上涨空间较大。同时，公司享有多重安全边际：1) 公司旗下门店位置佳，资产市场价值巨大，远高于其总市值和账面资产；2) 现金流充沛且无带息负债，存货周转天数短，账期安全；3) 公司 87% 的收入来自于联营模式，风险小收入稳定；4) 公司商业模式革新并积极布局体育和大健康产业，市场反应滞后于公司变革步伐。
- ❖ **2016 股价催化剂：**1) 国企改革有望提速，百货类区域龙头具备较大投资机会。且杭州解百上市公司平台价值高，有进一步资产重组的预期，成为提高资产证券化率的手段；2) 公司股权结构单一，市场化激励机制和股权多元化作为解决方案有实施预期；3) 公司积极尝试新商业模式、进军体育和大健康产业，或收获产业快速发展红利；4) 短期 G20 与迪士尼溢出效应明显；5) 中期亚运会与各体育赛事相继召开将逐渐形成体育经济，提振消费和旅游，为公司带来股价催化剂。



目 录

杭州解百	5
公司简介	5
主营业务增长乏力，净利润降幅收窄	5
转型体验式消费，区位优势保驾护航	6
构建“购物+社交+体验”的服务平台，实现体验带动消费	6
杭州解百购物广场 - 体验式消费+时尚试验田	6
杭州大厦 - 作为服务运营商为消费者提供增值服务	7
储备项目丰富	8
管理层运营能力强	8
公司区位优势明显	9
门店均位于城市核心地块	9
杭州聚集高精尖人才，人均 GDP 高	9
旅游产业带动消费	9
进军体育产业，协同效应与产业扩展红利共享	10
投资悦胜体育经纪、布局体育产业	10
体育经济逐渐形成，公司有望享受产业扩张的红利	11
与原母公司协同效应可期	11
布局大健康，新颖模式颠覆传统医疗市场	11
合资建立浙江颐康，进军高端健康产业	11
运营模式新颖	11
与各股东协同效应明显	12
与大股东协同效应可期	12
杭州解百股权结构	12
大股东体外资产庞大	13
与大股东协同效应可期	14
商旅集团新上任总裁为金融办出身，或将有利于金融改革	14
杭州解百上市平台价值明显，有进一步资产整合的预期	14
协同效应将在多方面实现	15
低估，且享有多重安全边际	15

估值低.....	16
多重安全边际.....	16
巨大商业物业价值.....	16
账面流动性充沛且账期安全.....	16
联营商业模式风险小收入稳健.....	17
市场反应滞后于公司变革步伐.....	17
展望 2016 股价催化剂.....	17
地方国企改革有望提速为公司带来新机遇.....	17
中央政策支持传统百货推进混合所有制.....	17
资产注入是提高资产证券化率的主要途径.....	17
市场化激励机制/股权多元化有实施预期.....	18
“一主业、一平台、一延伸”战略带来股价催化剂.....	18
短期 G20 与迪士尼溢出效应明显.....	18
中期亚运会与各体育赛事或强力提振消费和旅游.....	19
风险提示.....	20
内部因素.....	20
外部因素.....	20

图表目录

图 1: 营业收入及同比增速	5
图 2: 主营业务收入结构	5
图 3: 毛利率及归属母公司净利率	6
图 4: 归属母公司净利润和同比增长	6
图 5: 杭州解百新元华	7
图 6: 杭州解百新世纪	7
图 7: 杭州大厦购物城	7
图 8: 2015 公司与行业毛利率与净利率对比	8
图 9: 2015 公司与行业营运能力对比	8
图 10: 公司营运能力	9
图 11: 2014 年全国大中城市人均 GDP (过 5 万)	10
图 12: 2014 年全国大中城市人均 GDP 增长率 (过 7%)	10
图 13: 杭州国内旅游人数和同比增长	10
图 14: 杭州国内旅游收入和同比增长	10
图 15: 收购前杭州解百股权结构图	13
图 16: 收购后杭州解百股权结构图	13
图 17: 杭州商圈分布图	16
表格 1: 杭州商旅集团主要投资或控股企业	14



杭州解百 - 浙江百货零售龙头企业

公司简介

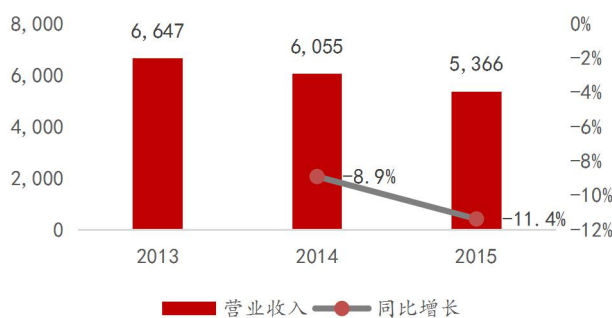
杭州解百是一家位于浙江杭州的老牌百货零售公司，历史悠久。公司于2014年8月通过购买杭州商旅投资有限公司100%的股权完成了对杭州大厦的资产重组。重组后，持有杭州大厦60%的股权，成为浙江省百货零售龙头企业。目前公司拥有解百购物广场、杭州大厦购物城、解百义乌店、解百兰溪店等四家主要门店，及西子国际和三立项目两家大型储备项目，颇具规模。

受到宏观经济放缓、消费升级、和网络/移动购物的崛起等因素的影响，实体零售业受到较大冲击。此外，经营成本的不断攀升进一步压缩了实体零售商的利润空间。为了应对不断下滑的行业趋势和新消费形态，公司积极尝试“生活体验+互联网”的商业模式，构建“购物+社交+服务性体验”的服务平台，并积极尝试向大健康医疗服务、体育产业等拓展。

主营业务增长乏力，净利润降幅收窄

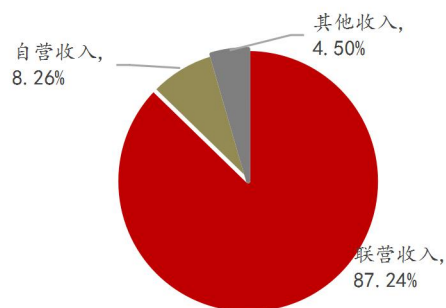
根据重组后年报披露，2014-2015年公司营业收入分别为60.5和53.7亿元，同比分别下降为8.9%和11.4%，主要是受传统商业模式落后和线下消费乏力的影响，15年较14年降幅有所扩大主要系商场改造调整销售下滑所致。公司销售模式以联营模式为主，2015年87.2%的主营业务收入来源于该模式，8.2%的销售收入来自于公司直接采购销售，现代购物中心租赁模式占整体比重非常小，只有个别奢侈品牌、餐饮、和娱乐育儿等项目采用。

图 1：营业收入及同比增速



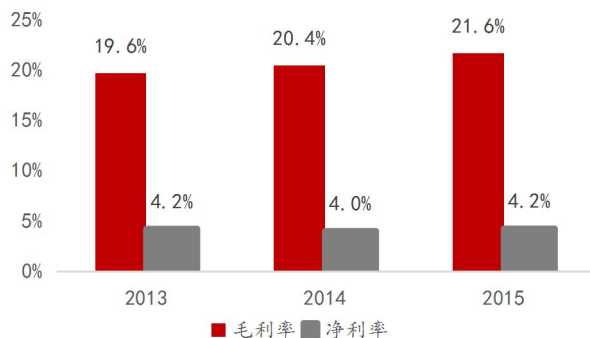
资料来源：杭州解百、川财证券研究所

图 2：主营业务收入结构

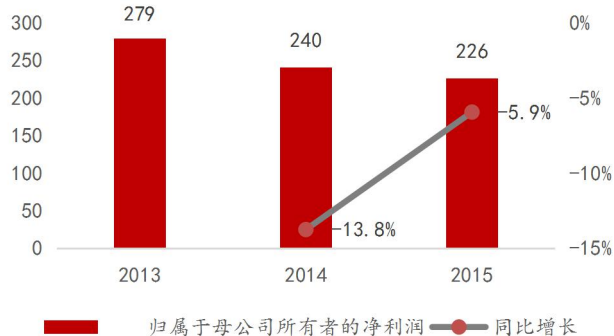


资料来源：杭州解百、川财证券研究所

2014-2015年公司毛利润分别为12.4和11.6亿元，同比分别下降为5.2%和6.1%，降幅有所扩大主要受营业收入大幅下降影响，但毛利率在过去三年都实现增长，证明公司营运效率持续提高。14-15年归属母公司净利润分别为2.4和2.3亿元，同比减少13.8%和5.9%，14年净利润大幅下降系大额广告促销费用所致，15年净利润下降幅度收窄受益于经营费用下降。

图 3： 毛利率及归属母公司净利率


资料来源：杭州解百、川财证券研究所

图 4： 归属母公司净利润和同比增长


资料来源：杭州解百、川财证券研究所

转型体验式消费，区位优势保驾护航

为了应对业绩下滑趋势和新消费形态，公司自2015年开始对旗下主要门店杭州解百和杭州大厦购物广场重新布局，积极尝试“生活体验+互联网”的商业模式，构建“购物+社交+体验”的服务平台。

构建“购物+社交+体验”的服务平台，实现体验带动消费

杭州解百购物广场 - 体验式消费+时尚试验田

2015年3月杭州解百购物广场中C座“新元华”闭馆，公司全面清场所有品牌，重新规划装修，并于2016年1月开始试营业。改造后的新元华将以25-35岁具有时尚消费理念和较高消费能力的女性年轻消费者为主力客群，打造最具体验性和品质潮流的新型商场；门店内部不再是传统商场千篇一律的布置，而是刻意模糊各分类的界限，但可以发现与生活息息相关的各种服务，包括健康、运动、医疗、婚庆、育儿等；同时，引入影院花市、咖啡、精致料理等配套设施增加客户的愉悦感。公司致力建立新的商业模式，引入各种服务类供应商，通过大产业链提供增值务，实现体验带动消费。

此外，公司对杭州解百购物广场中A、B座也进行了重新定位，其中，A座新世纪将重点借力女性消费进行整合，聚焦品质女性客群；B座以品质男士为目标客群，计划打造近3000平方米的H&M旗舰店以及近1400平方米的UR旗舰店，借力快时尚，增强聚客能力。

图 5： 杭州解百新元华



资料来源：百度图片、川财证券研究所

图 6： 杭州解百新世纪



资料来源：百度图片、川财证券研究所

杭州大厦 - 作为服务运营商为消费者提供增值服务

公司另一主要商场“杭州大厦”也将进行重新定位和主业调整，在延续高端定位的基础上，进一步提升品牌，强化奢侈品的集群化和尖端化，和时尚潮流品牌的个性化和品质化。同时，杭州大厦尝试建立新的商业模块，将“亲子家庭”、“健康运动”、“现代生活”引入产业链，其中，“亲子家庭”将定位目前最有需求的亲子产业，提供涵盖怀孕、产检、分娩、育儿、早教、培训的全产业链服务，目前已积极与妇保医院、月嫂公司和早教机构等签约；“健康模块”将引入营养师和健身教练满足消费者的身体健康基本需求；“现代生活”则为消费者提供场景化的家具布置。公司积极构建服务平台，转型为服务运营商，为消费者提供增值服务。

图 7： 杭州大厦购物城



资料来源：百度图片、川财证券研究所

储备项目丰富 - 打造特色化经营



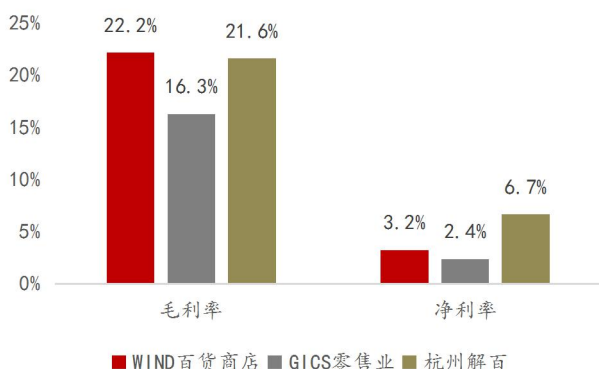
杭州解百有两个大型储备项目，一个是位于钱江新城的 501 城市广场项目，于 2015 年 8 月完成整体竣工验收，总建筑面积达 19.5 万 m^2 ，包括写字楼、酒店公寓和商业三部分。其中商场（501 广场）的商业模式与“新元华”相似，目标群体为 25-35 岁具有时尚消费理念和较高消费能力的女性年轻消费者，主打特色化经营、个性化服务、智能化零售和舒适化环境，将引入医疗会所、健身瑜伽、美容 SPA、月子医院等服务，预计 2016 年下半年开业；另外一个项目是还在建设中的三立项目，目前已完成主体结构九层、裙房结顶，预计 2016 年 12 月完工。

管理层运营能力强

杭州解百收购杭州大厦以后，杭州大厦管理层正式进驻杭州解百。杭州大厦管理团队经验丰富，曾经领导杭州大厦引入杭州第一批奢侈品品牌，自此定位中高端百货商店。自 2007 年开始，一直蝉联全国百货单店销售、利润排名第一，于 2011 年才被北京星光天地超越，证明了该团队卓越的眼光和运营能力。

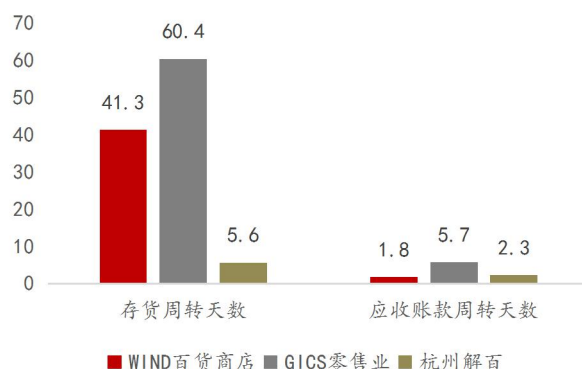
公司 2015 毛利率与 Wind 百货商店类毛利率相近，高于 GICS 零售业平均毛利率。受益于公司持续提高的运营效率和运营费用的减少，公司的净利率远高于行业平均，相较 Wind 百货商店类和 GICS 零售业数据，净利率分别高出 3.4% 和 4.3%。此外，公司存货周转天数短，占用资金时间短，存货管理效率高。公司收回账款时间快，又有较强的能力延长应付账期，导致现金循环周期为负。相较与行业平均，公司存货天数仅为行业平均的 1/10，展现出优秀的存货管理能力。

图 8：2015 公司与行业毛利率与净利率对比



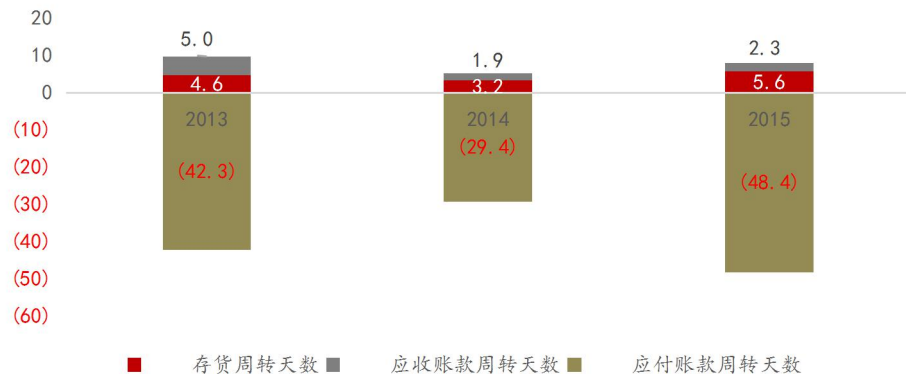
资料来源：Wind、杭州解百、川财证券研究所

图 9：2015 公司与行业营运能力对比



资料来源：Wind、杭州解百、川财证券研究所

图 10： 公司营运能力



资料来源：Wind、川财证券研究所

公司区位优势明显

门店均位于城市核心地块

公司立足杭州，辐射周边城市，其主要门店均位于城市最繁华商圈，黄金地段客流量大，其中解百购物广场位于杭州市西湖畔著名的湖滨商圈，游人往来如织；杭州大厦购物城位于杭州市最繁华的武林商圈，是杭州市顶级奢华的购物地标；解百义乌店座落于义乌市繁华的商业中心；解百兰溪店位于兰溪市核心地块，且其在建储备项目也布局于崛起的新商区，空间无限。

杭州聚集高精尖人才，人均 GDP 高

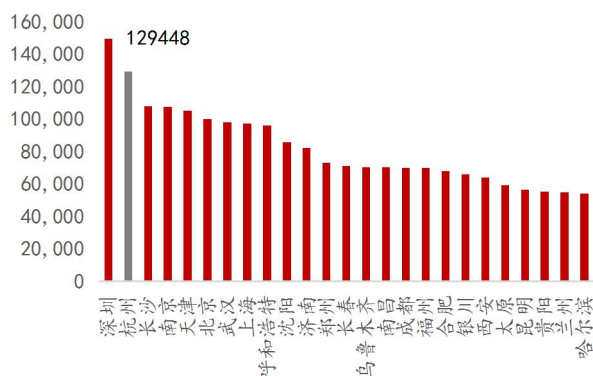
杭州地处我国长三角经济中心，是浙江省政治、经济、文化和金融中心。杭州经济发展迅猛，根据 2015 年各省公布的经济数据，杭州 GDP 总量已突破万亿元，增长率为 10.2%，其中 15 年上半年增速排全国第二。目前杭州常驻人口已正式超过 900 万，且由于近年来杭州新兴消费、互联网科技、旅游、体育、材料等领域发展迅猛，网罗大批优秀人才，未来可能进一步吸附高效益产业，并吸引高精尖人才聚集，形成良性循环。2014 年杭州人均 GDP 增长率达 37%，位列全国大中城市第一，2015 杭州人均 GDP 达 18025 美元，依据世界银行标准已到达富裕国家水平。较高的人均消费能力和人口密集度为市场提供足够的消费潜力。

旅游产业带动消费

杭州风景秀丽，周边有大量的自然及人文景观遗迹。随着旅游产业的崛起及相关消费的爆发式增长，近 10 年来，杭州仅国内旅游人数和收入均呈双位数增长，且增速有逐渐扩大的迹象。2014 年，杭州共接待游客 1.09 亿人次，旅游创收 1886.33 亿元。购物作为旅游消费中重要的一环，为线下百货购物中心带来足够的流动性和繁荣机会。通过积极适应新时代消费形态，公司有足够机会吸引客流量增加客户黏性，主营业务崛起可期。

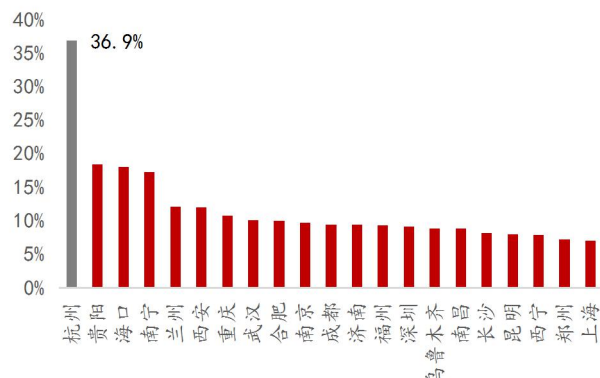


图 11: 2014 年全国大中城市人均 GDP (过 5 万)



资料来源: Wind、川财证券研究所

图 12: 2014 年全国大中城市人均 GDP 增长率(过 7%)



资料来源: Wind、川财证券研究所

图 13: 杭州国内旅游人数和同比增长



资料来源: Wind、川财证券研究所

图 14: 杭州国内旅游收入和同比增长



资料来源: Wind、川财证券研究所

进军体育产业，协同效应与产业扩展红利共享

投资悦胜体育经纪、布局体育产业

2016 年初，公司与杭州市安保服务集团、自然人毕水松共同出资认购杭州悦胜体育经纪有限公司的股权，其中杭州解百出资 929.2 万，占 65% 股权。

悦胜体育原为杭州市体育发展集团全资子公司，根据公司公告，其 2014 年总资产为 735.4 万元，净资产 482 万元；全年营业收入为 370.2 万，净利润 101 万。2015 年 1-11 月，悦胜体育营业收入为 174.42 万元，净利润 48.7 万元。悦胜体育的主营业务有 1) 体育彩票销售（杭州市区有 29 家体育彩票专营店，其中 1 家直营店，28 家加盟店）；2) 社会 SR（刮刮卡）销售（共有 11 个彩票亭，其中 4 个目前在用）；3) 悦胜竞技场运营（位于杭州体育馆内，提供羽毛球、乒乓球健身场所，对社会公众有偿



开放)。

体育经济逐渐形成，公司有望享受产业扩张的红利

杭州体育产业发展迅速，根据杭州体育局披露的数据，2014 年全市体育人口达到 35% 以上，2013 年杭州体育总产值为 259 亿元，占全省 GDP0.9 个百分点，2015 年有望超过 300 亿元。

未来 6 年，杭州市将举办多项国际赛事，包括 2017 年全国大学生中学生运动会、2018 年的世界短池游泳锦标赛、2019 年首届东亚青年运动会、2020 年世界游泳大会和全国农民运动会，以及 2022 年的亚洲规模最大的综合性运动会-亚运会。大型赛事举办前后有望对举办城市的消费和旅游有强大的提振作用，增速可能远超平均水平。此外，杭州市、区两级每年举办不同规模的群众性体育赛事达 600 余场。随着杭州举办越来越多在国际上有影响力的大型综合体育赛事和群众性休闲赛事，体育经济会逐渐形成，成为带动经济发展的新动力，公司积极布局体育产业，有望享受产业迅速扩张的红利。

另外，赛事的繁荣也带动了体彩事业的发展，2015 年杭州体彩仅上半年销量突破 10 亿。公司积极布局体育产业，不仅可以分享产业迅猛发展的红利，还可以与其主营业务进行融合，反哺实体零售业务。

与原母公司协同效应可期

杭州市体育发展集团是悦胜体育的原控股母公司，该集团是属于杭州市政府所有的事业性单位。杭体集团国有注册资金达 2.41 亿元，由杭州市体育馆、杭州市体育中心、杭州市健身中心、杭州市大关游泳健身中心、杭州市新向阳健身中心（筹）5 家单位组建成立。杭州解百控股的悦胜体育将来有与其原母公司进行更多的业务交流和资源对接的预期，产生协同效应，加快杭州解百的体育产业布局。

布局大健康，新颖模式颠覆传统医疗市场

合资建立浙江颐和，进军高端健康产业

2015 年底，杭州解百与浙江迪安诊断技术股份有限公司（以下迪安诊断）和百大集团股份有限公司（以下百大集团）合资设立浙江颐和国际健康管理有限公司（以下浙江颐和），其中杭州解百出资 2700 万，占 45% 股权，迪安诊断和百大集团持有 35% 和 20% 的股权。浙江颐和注册资本为 6,000 万。

运营模式新颖

浙江颐和将采用“D2B2C”的商业模式，专注于为中高端客户群提供覆盖整个生命周期的全程健康管理。对会员(即 C 端)提供家庭医生式的健康管理服务和全程医疗跟踪服务，对医生及入驻的专业化健康服务机构(即 D 端)提供优质客群和公共诊疗配套服务。



浙江颐和将引入国际化医疗专家团队资源和国际上先进的医疗设施设备，链接国内外顶级医疗资源，并采用会员制医疗服务、健康管理的运营方式，打造一个高端私人健康管理中心。公司拥有两大核心服务：1) 健康管理，内容包括为高端客户提供建立个人健康档案、高端体检、高端门诊、预约诊疗、转诊会诊、健康培训等覆盖整个生命周期的健康医疗服务；2) 家庭医生服务，可以 24 小时待命为客人服务。浙江颐和服务中心位于杭州解百 501 城市广场，是一个将医疗、美容、养生健身等业态合成的商业有机集成，一站式满足人们在高端私立健康医疗方面的需求，未来还将引入与医疗相关的高端商业保险等产品，成为国内首家高端私立医疗的 Medical Mall。

与各股东协同效应明显

浙江颐和大股东杭州解百历史悠久，高端 VIP 资源丰富，有优势对接高端健康服务入口。其全程健康管理中心位于杭州庆春商圈中心，医疗一条街与钱江新城商业圈交汇处、杭州解百旗下 501 城市广场，覆盖多个楼层，地理位置好，人流量大。

百大集团为上市公司，是一家集百货业、酒店业、旅游业等为一体的综合性集团公司，高净值客户存量较大。集团积极布局大健康行业，于 2015 年 5 月投资 1 亿元设立全资子公司浙江百大医疗产业投资有限公司，并已获得设置医疗机构批准书。百大集团申报的浙江西子国际医疗中心投资总额 15 亿元人民币，建设级别为三级综合医院，诊疗科目涵盖大多科目。2015 年 9 月百大集团与浙江省肿瘤医院签订了《浙江西子国际医疗中心合作协议》，协议承诺双方充分发挥各自资源优势，实现强强联合，提供肿瘤筛查、诊断、治疗、康复等全流程服务，拟将医疗中心建设成为国际领先的精准肿瘤治疗中心。浙江颐和背靠百大集团，能够分享肿瘤方面丰富的医疗资源，形成强大的协同效应。

迪安诊断成立于 2001 年，是目前中国规模最大、诊断项目开展最齐全的优秀医学诊断服务运营商，提供诊断服务外包为核心业务的独立第三方医学诊断服务机构，是“服务+产品”一体化商业模式成为行业领先者。迪安诊断能够利用其多年第三方医疗服务经验，积极推进高净值客户的转化，与杭州解百和百大集团一起搭建高端化、专业化、个性化的一站式健康管理服务平台。

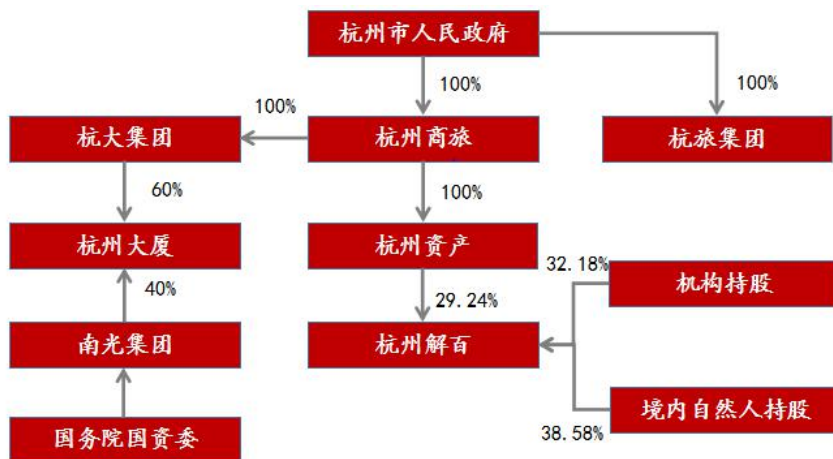
与大股东协同效应可期

杭州解百股权结构

公司于 2014 年 8 月向杭州大厦间接控股母公司杭州市商贸旅游集团有限公司（以下简称“杭州商旅”）发行 404,643,737 股股份，购买杭州大厦 60% 的股权，属于限售股，解除限售日期为 2017 年 9 月。发行完成后，公司股数由 310,383,021 股（全为流通股）增加到 715,026,758 股。杭州市人民政府拥有杭州商旅 100% 的股权，杭州商旅通过直接间接手段共持有杭州解百 68.03% 的股权，杭州解百间接持有杭州大厦 60% 的股权。换言之，杭州市人民政府为杭州解百和杭州大厦的控股股东。在完成股权收购和资本重

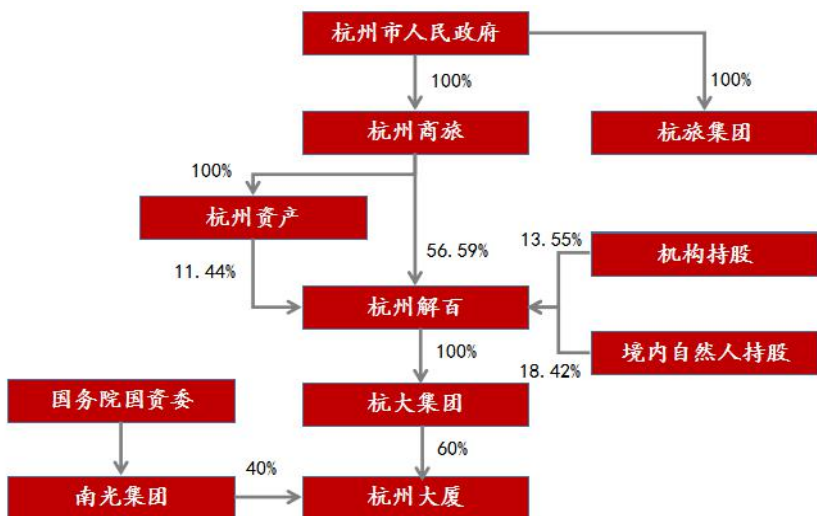
组之后，机构和散户持股从收购前的 70.76% 下降到收购后的 31.22%。

图 15：收购前杭州解百股权结构图



资料来源：杭州解百、Wind、川财证券研究所

图 16：收购后杭州解百股权结构图



资料来源：杭州解百、Wind、川财证券研究所

大股东体外资产庞大

杭州解百的母公司杭州商旅于 2012 年由数个公司联合重组而成的国有独资集团，主要布局商贸和旅游产业。集团旗下拥有众多主要投资或控股的企业，分布在食、住、游、购、娱等方面，数量繁多，形式多样，涵盖范围广泛，目前并已形成商业零售与批发、餐饮服务、宾馆酒店、旅游服务、食品加工、文化创意等六大板块，其中拥有一级全资、控股参股企业 40 余家。



表格 1： 杭州商旅集团主要投资或控股企业

类别	主要投资或控股企业
商业零售与批发	杭州大厦、杭州解百、世纪联华、商旅卡、进出口贸易、商旅电子科技、小吕宋、采芝斋、市场服务、商业储运、蔬菜公司、金龙集团、金属材料、化工原料、集采中心
宾馆酒店	西溪天堂悦榕庄、黄龙饭店、西溪天堂喜来登度假酒店、西溪天堂西轩酒店、西溪天堂悦椿度假酒店、天元大厦、杭州大厦宾馆、新侨饭店、五洋宾馆、仁和饭店、西溪天堂布鲁克酒店、商业大厦、五洋之星酒店连锁、西湖之春连锁酒店、杭州西溪度假酒店、匈牙利新丽都宾馆
旅游服务	旅游集散中心、外事旅游汽车公司、招商国旅、灵隐休闲旅游购物中心、杭州海外旅游公司、五洋公共服务、行侣网、中侨出租车公司、西湖旅行社、杭州大厦旅行社
餐饮服务	杭州饮服集团（知味观、知味观味庄、杭州酒家、天香楼、奎元馆等）、中国杭帮菜博物馆、杭州大厦西湖会、南宋御街美食夜市一条街
商贸旅游综合体	西溪天堂、城市之星、尚城 1157、武林广场地下商城
食品加工	五丰肉类、五丰冷食、东南面粉、食品酿造、杭州豆制品、知味观食品工厂、杭州利民食品厂
文化创意	印象西湖、韩国临时政府旧址
旗下其他企业	杭州市保安服务总公司、杭州服装（集团）有限公司、杭州红波无线电有限公司、杭州国大房产开发公司、宁波国力房产开发有限公司

资料来源：杭州商旅集团、川财证券研究所

与大股东协同效应可期

杭州商贸集团以五年内营业收入、净利润、总资产翻一番为目标，主要依赖协同效应的强化和发展模式的创新。杭州解百及其控股子公司杭州大厦作为杭州商旅商业零售与批发板块最重要的两家企业，有机会抢占先机，依靠母公司完善的产业链和多板块运营，链接其内部业务和资源，协同效应可期。

商旅集团新上任总裁为金融办出身，或将有利于金融改革

2016 年 1 月 15 日，杭州市政府门户网站公布，原杭州金融办主任赵敏掌舵杭州市商贸旅游集团有限公司，任董事会董事、董事长。赵敏曾在 2015 年“大资管时代的金融服务”的财富管理论坛上作为监管部门讲话，强调了金融业对杭州经济发展的贡献。作为商旅集团的新任总裁，或将有利于集团的金融改革，而公司作为商旅集团的控股子公司，有可能享受改革红利。

杭州解百上市平台价值明显，有进一步资产整合的预期

目前浙江省资产证券化率约 40% 左右，浙江省国资委提出花 3-5 年时间，实现省属企业



国有资产证券化率达到 75% 左右。然而受到资本市场异常波动的影响，IPO 暂缓，杭州解百的上市公司平台价值明显，且管理层思路开放行动力强，除了对旗下现有门店进行升级转型，还通过股权投资积极布局其他产业。我们认为，杭州解百和母公司旗下子公司与消费和旅游概念联系紧密，融合度较高，而且进行资产重组是最快提高资产证券化的手段，公司有进一步资产整合预期。

协同效应将在多方面实现

1. 经营协同效应

杭州解百收购杭州大厦后随着经营规模的扩大产生规模经济效应，在品牌和供应商筛选审核、供应链采购方面等能够极大提高效率，同时节约营销费用，使单位固定费用下降而收益率的提高。若有机会与大股东商业零售与批发板块相似公司做股权投资或业务合作，规模效益有待进一步的扩大；若与该板块其他公司，如市场服务、商业储运、集采中心等实现业务资源共享，可以增大运营效率节省成本。

杭州解百依托优质的地理位置和客源，希望打造一个多元化平台，不仅满足消费者对生活购物的需要，还要引入能强体验的服务类供应商，包括餐饮、娱乐、体育、旅游消费类的产品和相关配套设施，与大股东旗下其他板块公司相互融合进行资源互补，有助于进一步提升经营方面的协同效应。

2. 管理方面的协同效应

完成收购后，杭州大厦的管理团队入驻杭州解百，该团队曾经领导杭州大厦引入杭州第一批奢侈品品牌，自此定位中高端百货商店。自 2007 年开始，一直蝉联全国百货单店销售、利润排名第一，于 2011 年才被北京星光天地超越，证明了该团队卓越的眼光和运营能力。管理协同效应对公司形成持续竞争力有重要作用，杭州大厦的管理团队有望帮助杭州解百适应新消费模式，升级较为老旧的经营方式，在吸引客流量和增加客户粘性的同时提高运营效率并借以节省管理成本。通过股权投资或合作经营的方式，公司有和大股东旗下横向或纵向相关企业进行合作或融合的预期，增大管理方面的协同效应。

3. 财务方面的协同效应

完成收购后，杭州解百资金来源更为多样化，且内部资金更为充足，企业有更多自由进行模式探索，引入新元素多模块运营，并足够支持不同行业优质资产的投资需求，从而实现多元化商品服务平台的建立。其次，公司的闲散资金可以投向高收益的资产，从而带来更多的资金受益，形成良性循环。再次，随着经营规模的扩大还能降低运营费用并提升财务能力。此外，为公司在财务方面带来的协同效应还包括实现合理避税。

低估，且享有多重安全边际

估值低

目前公司市场总市值为 78 亿元，流通市值仅 34 亿元，TTM 市盈率为 34 倍，远低于其同业竞争者广州友谊（338 亿的总市值和 148 倍的 TTM 市盈率）及锦江股份（293 亿的总市值和 51 倍的 TTM 市盈率）；且公司现金流充沛，其 2015 年货币现金将近 19 亿，占总资产的比重为 42%，远高于广州友谊的 30% 和锦江股份的 17%；公司 EV/EBITDA 仅为 11.7 倍，远低于行业平均。公司估值较低，未来上涨空间大。

多重安全边际

巨大商业物业价值

目前公司拥有解百购物广场、杭州大厦购物城、解百义乌店、解百兰溪店等四家主要门店，其中解百购物广场位于杭州市西湖畔著名的湖滨商圈，建筑面积近 13 万 m^2 ，拥有巨大的商业物业价值；杭州大厦购物城位于杭州市最繁华的武林商圈，是杭州市顶级奢华的购物地标，总建筑面积达 18 万 m^2 ；解百义乌店座落于义乌市繁华的商业中心，建筑面积约 2 万 m^2 ；解百兰溪店位于兰溪市核心地块，建筑面积 3 万 m^2 。其中自有物业建筑面积合计约 22 万 m^2 ，资产市场价值巨大，高于其目前股票总市值 78 亿元，也高于公司账面资产总额 46 亿元，为公司提供了较高的安全边际。

图 17： 杭州商圈分布图



资料来源：百度图片、川财证券研究所

账面流动性充沛且账期安全

公司作为百货零售企业，现金流充沛，在完成收购以后，资金来源更为多样化。根据 2015 年年报，公司在过去 2 年货币资产接近 19 亿，且无带息负债。过去三年，公司包括流动负债的资产负债率约在 40% 左右，处于安全上限，而剔除预收账款后的资产负债率持续下降，2015 年仅 21.62%。公司存货周转天数较短，占用资金时间短，存货管理



效率高。公司收回账款时间款，又有较强的权力延长应付账期，导致现金循环周期为负。充沛的现金流与健康的账期也使使公司具有安全边际特征。

联营商业模式风险小收入稳健

目前公司 87% 的收入来自于联营模式，约 46.8 亿元。联营模式即供应商与公司签订经营合同，在公司商场内指定区域设立品牌专柜。在商品售出前，公司不承担该商品的跌价损失及其他风险；在商品售出后，公司按企业会计准则的规定通过商品进销差价核算结转毛利。该模式下，公司不需要进行商品采购和库存管理，占用资金少，且不承担商品所有权上的风险（如商品跌价风险及其他意外风险），同时管理费用低，并拥有稳定的收入，是百货购物中心里不可或缺的一种经营模式。为了实现对品牌的有效管理，商场一般与品牌供应商采取一年一签的合作协议方式，每年将根据销售收入的排名调整后 10% - 20% 的品牌。在公司经营模式上公司也具有安全边际特征。

市场反应滞后于公司变革步伐

公司系杭州百货零售龙头企业，立足杭州、辐射周边城市，拥有针对奢侈品、中高端、中低端不同层次客户的门店，领航杭州核心商圈，且旗下储备项目（西子国际、三立项目）将对新发展区域进行覆盖。目前公司定位大服务产业战略，积极尝试“生活体验+互联网”商业模式，一个平台多模块运营，引入更多服务类供应商和相关配套设施，同时尝试向大健康医疗服务、体育产业等拓展。

展望 2016 股价催化剂

地方国企改革有望提速为公司带来新机遇

中央政策支持传统百货推进混合所有制

近日国务院批转国家发展改革委《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》，《意见》提出了 10 个领域 50 项年度经济体制改革重点任务，内容涵盖大力推进国有企业改革，完善创新驱动发展体制机制等 10 大内容。《意见》强调改革完善国有资产管理体制，推进混合所有制改革，加快重点行业改革，激发非公有制经济活力和创造力，这意味着国有企业改革提速。传统商贸零售公司国企体制占百货类大多数，且处于完全竞争的市场环境，国企改革的空间和机会较大，尤其是区域龙头，在国企改革的推动下，仍具备较大投资机会。

资产注入是提高资产证券化率的主要途径

浙江省国资委近几年一直扎实推进本地国有企业的重组整合，通过兼并重组和发展混合所有制，积极尝试放大国有资本功能、推进国有企业转换经营机制的有效途径。2015 年 9 月，浙江省出台了《关于进一步深化国有企业改革的意见》，《意见》指出，加大集团层面公司制改革力度，积极引入各类投资者实现股权多元化，大力推动国有企业改



制上市，创造条件实现集团公司整体上市。目前浙江省省属企业国有资产证券化率约 40% 左右，浙江省国资委提出花 3-5 年时间，实现省属企业国有资产证券化率达到 75% 左右，浙江省市属国有资产证券化率也有跟进提高的预期。然而受到资本市场异常波动的影响，IPO 暂缓，资产注入是提高资产证券化率的主要途径。杭州解百的上市公司平台价值明显，且管理层思路开放行动力强，除了对旗下现有门店进行升级转型，还通过股权投资积极布局其他产业，公司有进一步重组整合其他国有企业或子公司的预期。

市场化激励机制/股权多元化有实施预期

浙江市场化程度高，民营企业发达，混合所有制比率较高，目前浙江省属企业各级混合所有制企业比重已经高达 70% 左右。然而杭州解百的股权结构依旧单一，杭州市人民政府间接持有杭州解百 68.03% 的股权，剩下股份由机构投资者和自然人持有，无管理层/员工股权激励，也没有引入民营资本。

管理层/员工股权激励能够激发员工活力，提高资源配置效率；市场化考核有利于引进市场化优秀人才，提高资产的利用率和利润率，全面提升竞争力。杭州民营资本在新兴消费、信息技术、旅游、材料等领域有强大优势，引入民营资本进行资源对接有利于公司在新领域的拓展。公司目前已完成部分资产重组，且积极布局其他大服务行业，建立市场化激励机制和股权多元化等国企改革手段将有实施预期。

“一主业、一平台、一延伸”战略带来股价催化剂

公司自 2015 年 3 月起对旗下主要门店杭州解百购物广场和杭州大厦购物广场重新定位布局，为了适应新消费形态，公司构建新商业模式，为消费者提供“购物+社交+体验”的场所和服务，继续做大做强百货零售这一“主业”；其次，依托现有优质客源，聚集整合供应商资源，并更多引入服务类供应商，把原本封闭的供应链变得开放，打造满足消费者多元化生活需求的“平台”；再次，积极尝试跨界合作，布局体育和大健康产业，向其他产业“延伸”，有望收获产业快速发展的红利。然而，股市反应滞后于公司变革步伐，目前市场总市值为 78 亿元，流通市值仅 34 亿元，TTM 市盈率为 34 倍，处于合理区间；EV/EBITDA 仅为 11.6 倍，低于行业平均，公司股价有望进一步提升。

短期 G20 与迪士尼溢出效应明显

杭州将于今年 9 月举办 G20（二十国财政部长和中央银行行长会议）峰会，届时各国最高领导人将齐聚杭州，势必将成为世界焦点，对其影响力及国际地位有重大提升，有利于打造城市品牌。为了迎接 G20 会议，国家、浙江省、杭州市将投入巨额资金推动全面完善城市的基础建设和公共服务，这些都将推动杭州的旅游休闲业迅速发展，公司作为杭州百货零售的龙头企业，且其主要门店位于西湖周边最繁华的商圈，将充分享受溢出效应。

上海迪士尼乐园将于今年 6 月 16 号正式开业，自门票开售以来受到热烈追捧，门票销



售火爆，仅 2016 年参观人数预计区间为 1200-2000 万，且以中青年消费群体为主，这将为以上海及长三角区域带来丰富的旅游消费人群。同时，上海周边文化旅游资源丰富，而其中杭州最富盛名，“天堂杭州”势必能够迎来大量游客。此外，各旅行平台积极推出“迪士尼乐园+上海周边游”的旅行套装，也将为 2016 年的爆发锦上添花，客流量的溢出效应有望提振公司收入。

中期亚运会与各体育赛事或强力提振消费和旅游

杭州市体育产业发展迅猛，未来 6 年，杭州市将举办多项国际赛事，包括 2022 年的亚洲规模最大的综合性运动会-亚运会。此外，杭州市、区两级每年举办不同规模的群众性体育赛事达 600 余场，种类繁多，包括骑游大赛、越野赛、跑山赛、山地马拉松、和杭州国际马拉松等。同时，杭州赛事主办方将体育与观赏性旅游结合起来，越来越多的吸引着全国运动爱好者的目光，其中包括全球最美马拉松路线之一的杭马，和国内最美赛道的西湖跑山赛。休闲和专业体育赛事通常对举办城市的消费和旅游有强大的提振作用，公司有望销售体育经济带来的红利。



风险提示

外部因素

- 1、中国经济发展速度不及预期，消费升级趋势难达预期
- 2、实体零售业发展缓慢，且受到线上销售的进一步挤压

内部因素

- 1、公司无法实现业务模式的调整和创新，市场竞争进一步加剧，业务规模和盈利下降
- 2、涉足体育及大健康产业，新进入领域业务的控制能力存在较大不确定性，投资存在运营成果无法达到预期的风险
- 3、杭州大厦武林广场 A、B 楼土地使用权将于 2016 年 6 月到期，续约后预计杭州大厦实际租金将远超目前每年用地成本，或对其盈利能力和现金流有重大影响



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。



免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。