

管理層討論及分析

財務回顧

本集團的業務於2006年取得可觀增長。截至2006年12月31日止年度，本集團錄得收入為人民幣約6.76億元，較前一年度增長約41.5%。股東應佔溢利則增長約140.1%，約人民幣2.064億元。每股基本盈利約為人民幣0.15元。

銷售所得款項總額及收入

	截至12月31日止年度			
	2006年		2005年	
	(人民幣 百萬元)	(%)	(人民幣 百萬元)	(%)
銷售貨品 — 直接銷售	196.9	29.1	169.9	35.5
特許專營銷售佣金	472.6	69.9	302.9	63.4
租金收入	6.8	1.0	5.2	1.1
總計	676.3	100.0	478.0	100.0

本集團2006年的銷售所得款項總額(即直接銷售收入和特許專營銷售收入總額)較2005年約人民幣17.86億元增至約人民幣27.51億元，增幅約為54%。增加主要是由於本公司兩家寧波百貨店啟業的全期影響及杭州武林店的銷售額增加所致。在本集團各門店的銷售所得款項總額貢獻方面，杭州武林店約佔62.1%或約人民幣17.08億元，寧波一店及二店則為本集團的銷售所得款項總額分別帶來約18.6%及19.3%的貢獻。

本集團的收入來自特許專營銷售的佣金、直接銷售貨品收入及租金收入。就特許專營銷售而言，本集團容許專賣商在本集團百貨店內設立銷售櫃位，而本集團則按其銷售所得款項總額的特定百分比收費。至於直接銷售方面，本集團向直接銷售供應商採購商品，並將其在本公司的百貨店內銷售。

於2006年，特許專櫃銷售佣金和直接銷售貨品收入分別佔本集團收入約70%和29%(2005年：63%和36%)。直接銷售貨品收入佔集團收入比例有所下降，主要是由於2005年9月起減少了大型家用電器的銷售所致。

管理層討論及分析

特許專營銷售佣金佔特許銷售專營銷售總收入的比率2006年約為18.5%，與2005年約18.7%相若。根據本集團供應商及特許專櫃商的表現，本集團將定期進行檢討，以提升及加強商品組合，為顧客提供最佳的購物選擇。

於2006年，本集團租金收入約為人民幣678.5萬元，較2005年約人民幣512萬元增加約32.5%。增加主要來自本集團於2005年4月及11日開設的寧波兩店之租賃樓面。

其他收入

2006年的其他收入為人民幣3,127.6萬元，較2005年的人民幣3,067.6萬元增加約2%。增加主要是由於股息收入與廣告及推廣管理收入的增加所致，部分被利息收入減少所抵消。

購買貨物及存貨變動

本集團購買貨物及存貨變動，由2005年約人民幣1.38億元增加至2006年約人民幣1.50億元，增幅約8.4%。增加主要是由於商品銷售額帶動對庫存貨品需求增加所致。購買貨物及存貨變動佔直接銷售貨品收入的百分比由2005年約81.4%減少至2006年約76.1%。減少的原因主要是基於大型家用電器利潤率較本集團的其他直接銷售商品為低而於2005年9月不再出售大型家用電器。

員工成本

員工成本由2005年的約人民幣3,468.9萬元增加至2006年的約人民幣5,695.8萬元，增幅約為64.2%。主要是由於2005年4月及11月開設新百貨店導致新僱員數量上升所致。員工成本佔收入的百分比由2005年約7.3%增加至2006年約8.4%。增加主要由於2005年4月及11月在寧波開設新百貨店及預備增設新百貨店導致新僱員數量上升及工資增加所致。



管理層討論及分析

折舊及攤銷

折舊及攤銷由2005年的人民幣1,882.1萬元增加至2006年的人民幣2,057.8萬元，增幅約為9.3%。增幅主要是由於兩家在寧波的新百貨店的裝修折舊所致。

其他經營開支

本集團2006年的其他經營開支約為人民幣1.72億元，較2005年約人民幣8,271.3萬元增加約108.2%。主要是由於百貨店租金開支、專業服務開支、公共事業開支及廣告開支增加所致。其中百貨店租金開支、公共事業開支及廣告開支增加主要是由於在寧波開設兩家百貨店所致。專業服務開支增加主要涉及重組的相關費用。其他經營開支佔收入的百分比由2005年約17.3%增加至2006年約25.5%，主要是由於百貨店租金開支與專業服務開支增加所致。

收到來自於上市公司股份所得收益

向一間A股上市公司主要股東收取該公司的流通股份的收益由2005年的零增加至2006年約人民幣2,451.4萬元。增加主要是由於因就武商股權分置改革而收取股份所致。

其他收益／(虧損) — 淨值

其他收益／(虧損) — 淨值。由2005年的虧損約人民幣93.3萬元變為2006年的盈利約人民幣164.2萬元，增加主要是由於處置可售金融資產取得的收益所致。

經營利潤

經營利潤由2005年約人民幣2.33億元增加至2006年約人民幣3.34億元，增幅約為43.3%。增幅主要由於收入增幅高於經營開支增幅及收到來自於上市公司股份所得收益所致。

融資成本

融資成本由2005年約人民幣3,109萬元增加至2006年約人民幣3,353.4萬元，增幅為7.9%。增加主要是由於利息支出增加，部分被滙兌收益所抵消。

管理層討論及分析

所得稅開支

所得稅開支由2005年約人民幣6,598.3萬元增加至2006年約人民幣8,111.4萬元，增加主要是由於收入增加所致。本集團的實際稅率由2005年約32.6%降低至2006年約27.0%，主要是由於所獲得可售金融資產的股息收入毋須繳納所得稅，以及不可扣稅的員工成本下降所致。

年度利潤

本集團的年度利潤由2005年約人民幣136,156,000元增加至2006年約人民幣219,509,000元，增幅約為61.2%。

少數股東權益

本集團2006年的少數股東權益約為人民幣1,310.3萬元，較2005年約人民幣5,018.6萬元下降約73.9%。減少主要是由於2006年重組收購少數股東權益使本集團整體少數股東權益下降所致。

資產抵押

於2006年12月31日，本集團若干賬面價值約達人民幣178,040,000元之建築物、投資物業及土地使用權已抵押予中國工商銀行，以取得本集團之人民幣1.5億元銀行借款。

僱員及薪酬政策

於2006年12月31日，本集團約有710名僱員。本集團僱員酬金乃根據中國有關政策支付，釐定本集團僱員酬金時亦會考慮有關市場慣例。所支付之適當薪金及花紅符合本集團之實際常規。其他相關福利包括退休金、失業保險、住房津貼等。本公司亦已採納購股權計劃（「購股權計劃」），或會據此向合資格參與者授出購股權。購股權詳情載於第39至50頁。



管理層討論及分析

本公司董事及高級管理人員的薪酬由董事會的薪酬委員會釐定(見下文企業管治報告)，釐定薪酬待遇時的考慮因素包括同類公司薪金水平、需投入的時間及職責。

物業估值

以下為第一太平戴維斯估值及專業顧問有限公司就本公司首次公開發售於2007年3月7日對物業進行的估值，有關估值在本公司招股章程中披露如下：

物業	概況及年期	佔用詳情	於2006年 12月31日 現況下的資本值
中國 浙江省 杭州 延安路530號 1至9樓	該物業包括一幢約於2001年落成的30層高商業樓宇第1至第9樓全層。 該物業的總建築面積約為41,939.1平方米(451,432平方呎)。 該物業獲授的土地使用權於2038年11月12日屆滿，作商業用途。	除約2,345平方米根據多份租約(最後一份租約於2011年4月屆滿)按年租總額約人民幣4,082,000元出租外，該物業由貴集團佔用作百貨店。	人民幣 1,500,000,000元

上述物業並無按估值入賬列於本集團財務報表。如以該估值列賬，須在本集團截至2006年12月31日止年度的損益表內從有關估值數額扣除額外折舊人民幣50,594,000元。

市場風險

本集團面對各種不同市場風險，主要包括以下風險。

利率風險

本集團面對的利率變動的風險主要有關利率波動對現有(計息)貸款、日後借貸需要以及銀行存款等計息資產構成影響。本集團於2006年12月31日尚未償還的計息銀行貸款合共人民幣6.49億元。本集團目前並無使用任何衍生工具對沖本集團的利率風險。

管理層討論及分析

外匯風險

本集團絕大部分收入及開支以人民幣結算。除上市募集的港幣資金外，本集團大部分財務資產及負債均以人民幣列值。人民幣匯率的波動，將使本集團的人民幣計價的資產、負債、收入、損益面臨匯率風險。本集團並未針對人民幣匯率變動，採用任何衍生工具對沖可能的匯率風險。

稅務優惠政策變動風險

本公司根據開曼群島法例註冊成立。根據中國現行法例，作為境外法人，本公司在中國經營所得股息現時毋須繳納所得稅。而本公司於中國註冊成立的附屬公司，除上海銀泰總部與寧波國軟外，須按33%的稅率繳納企業所得稅。寧波國軟於截至於2005年、2006年及2007年12月31日止年度享有所得稅豁免，而截至於2008年、2009年及2010年12月31日止年度享有所得稅減半。上海銀泰於上海浦東新區註冊成立，現時享有15%的所得稅優惠稅率。



2007年3月16日，中華人民共和國第十屆全國人民代表大會第五次會議通過了《中華人民共和國企業所得稅法》（「新企業所得稅法」）。新企業所得稅法將於2008年1月1日生效。新企業所得稅法生效後對本公司及其附屬公司所適用稅率將可能有不同影響，本集團或可能面臨綜合稅率上升的風險。



管理層討論及分析

流動資金及財務資源

截至2006年12月31日，總借款為人民幣6.49億元，較過往年度增加人民幣1.30億元，增幅約25.0%。所有借款均以人民幣為單位。

下表載列本集團截至2005年及2006年12月31日止借款。

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
即期		
短期銀行借款	649,000	319,000
長期其他借款 — 即期部分(a)	—	200,000
	649,000	519,000
分為：		
— 無抵押銀行借款	70,000	50,000
— 有擔保銀行借款(b)	429,000	269,000
— 有抵押銀行借款(c)	150,000	—
— 有擔保長期其他借款(a)	—	200,000
借款總額	649,000	519,000

(a) 無抵押長期其他借款由中國銀泰投資有限公司(「中國銀泰」)及衡陽西環路建設開發有限公司擔保。該款項已於2006年1月23日償還。

(b) 於2005年及2006年12月31日，本集團的有擔保銀行借款由中國銀泰擔保。

(c) 於2006年12月31日的有抵押銀行借款由本集團若干樓宇、投資物業及土地使用權抵押，該等項目於該日之賬面總值為人民幣178,040,000元。

管理層討論及分析

下表載列借款到期日。

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
6個月內	314,000	369,000
6至12個月	335,000	150,000
	649,000	519,000

下表載列於相關結算日之借款實際年利率。

	於12月31日	
	2006年	2005年
短期銀行借款	5.02%至6.73%	5.22%至6.14%
長期其他借款	—	8.77%

下表載列借款受利率變化之影響及訂約重新訂價日期。

	6個月或以下 人民幣千元	6至12個月 人民幣千元	合計 人民幣千元
於2005年12月31日			
總借款	389,000	130,000	519,000
於2006年12月31日			
總借款	169,000	480,000	649,000

管理層討論及分析

本集團有下列未動用銀行信貸額度：

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
浮息：		
1年內到期	10,000	75,000
3年內到期	1,475,050	—
	1,485,050	75,000

截至2006年12月31日止年度，本集團並無利用金融工具進行對沖。

本集團的現金及現金等價物以美元及人民幣計值。下表載列本集團於所示期間的現金及現金等價物。

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
人民幣	269,801	181,151
美元	48,060	17,154
	317,861	198,305

負債權益比率

負債權益比率按負債淨額(即借款減現金及現金等價物)除以權益而計算。於2006年12月31日，本集團的權益總額約為人民幣908,408,000元(2005年：人民幣477,682,000元)；借款約為人民幣649,000,000元(2005年：人民幣519,000,000元)；現金及現金等價物約為人民幣317,861,000元(2005年：人民幣198,305,000元)。負債權益比率由2005年12月31日約67.1%減至2006年12月31日約36.5%。

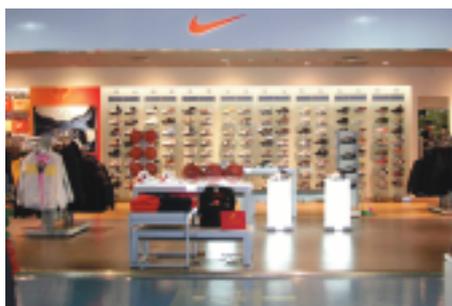
管理層討論及分析

承擔

(a) 資本承擔

於2006年12月31日，本集團有關在武漢購買物業、裝修及改良工程的資本承擔為人民幣14,000,000元(2005年：無)。

於2006年10月31日，浙江銀泰與樂天訂立合資協議，在中國成立合資公司，註冊資本為20,000,000美元，以在中國經營一家百貨店。各合資夥伴各自向該合資公司出資10,000,000美元，擁有該公司50%股權。合營期為30年。此外，為確保該合資公司的經營場所，浙江銀泰及樂天與中國銀泰擁有60.5%的股權的聯營公司北京吉祥大廈有限公司簽訂租約，租用一幢樓宇，租約自2008年3月25日起計，暫時為期10年，年租不低於人民幣95,100,000元。該合資公司成立後，租約的所有權利及責任將轉讓予該合資公司。該租賃承擔已載於下文附註(b)。



管理層討論及分析

(b) 承租人的經營租賃承擔

本集團根據不可撤銷經營租賃租用若干百貨店及辦公室。

本集團不可撤銷經營租賃的日後租金付款下限如下：

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
1年內	43,920	44,272
1年以上至5年內	466,258	173,732
5年以上	1,110,220	512,341
	1,620,398	730,345

(c) 出租人的經營租賃承擔

本集團不可撤銷經營租賃的日後租金收款下限如下：

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
1年內	6,186	5,748
1年以上至3年內	6,582	10,702
3年以上	4,335	6,952
	17,103	23,402

上述款項包括2006年12月31日預期根據不可撤銷分租租賃收取的日後分租付款下限約為人民幣10,297,000元(2005年：人民幣12,999,000元)。

管理層討論及分析

或然負債

下表載列於所示結算日於合併財務報表無撥備的或然負債。

	於12月31日	
	2006年 人民幣千元	2005年 人民幣千元
向關連方提供的擔保	20,000	80,000

除上表另有披露者外，於2006年12月31日，本集團並無任何重大或然負債或擔保。上表所載擔保為浙江銀泰就溫州銀泰百貨有限公司所獲銀行貸款而提供。後者已於2007年2月25日償還貸款及利息。本集團已於2007年2月25日解除該擔保。

重大投資及收購

本集團現時持有在中國經營百貨店的上市公司少數股權，此乃實施本集團增長戰略的措施之一，即選擇性收購具吸引力的百貨店資產。

管理層討論及分析

下表載列於2006年12月31日，本公司於百大、武商及中興 — 瀋陽商業大廈(集團)股份有限公司(「瀋陽商業大廈」)的權益及相關概要資料。

概覽

投資	本集團 持有的股權	百貨店資產	地理位置
百大	29.88%	擁有並經營名為「杭州百貨大樓」的百貨店(百大百貨店)	浙江省省會杭州市
武商	22.62%	經營五家百貨店並擁有其中三家百貨店所在的物業	湖北省省會武漢市
瀋陽商業大廈	1.87%	擁有並經營一家百貨店	遼寧省省會瀋陽市

於2006年12月31日，本集團於百大、武商及瀋陽商業大廈的投資合共約人民幣8.98億元。本集團的投資資金主要源於經營所得現金及本公司股東注資。

管理層討論及分析

自本集團首次投資以來，百大、武商及瀋陽商業大廈的股價大幅上升，而本集團投資該等公司的賬面值亦相應增加。下表載列本集團於百大、武商及瀋陽商業大廈的首次投資日期及該等公司於下列日期的過往股價。

公司	首次 投資日期	每股收市價 ⁽¹⁾					2006年 12月31日
		2005年 9月30日	2005年 12月31日 (人民幣元)	2006年 3月31日	2006年 6月30日	2006年 9月30日	
百大 ⁽²⁾	2005年10月20日	4.29	5.66	6.74	9.31	9.26	10.30
武商 ⁽³⁾	2005年7月12日	3.44	3.57	3.74	6.38	5.66	5.74
瀋陽商業大廈 ⁽³⁾	2006年2月6日	6.20	6.46	6.89	13.79	9.30	10.02

附註：

- (1) 為所列日期的收市價，或倘相關股份於當日並無進行交易，則為該日前最後交易日的收市價。
- (2) 於上海證券交易所上市。
- (3) 於深圳證券交易所上市。

本集團現有投資的目前狀況及前景

百大

本集團相信，本集團目前所持百大股權的水平，可讓本集團對百大行使必要的影響力，並透過派出董事會代表及／或與百大管理層及其他主要股東溝通等多個方式，加強與百大的業務合作，開拓商機。

管理層討論及分析

武商

由於武商的規模，其於武漢及湖北具領導地位，且本集團相信其所在市場的百貨店業有巨大潛力，加上本集團並無於該地經營百貨業的經驗，故本集團相信，本集團與武商合作，可帶來重大的業務協同效益，並可透過具備當地市場經驗及領導地位的夥伴，進軍新市場。

本集團相信，本集團目前所持武商股權的水平，終究可讓本集團對武商行使必要的影響力，並透過派出董事會代表及／或與武商管理層及其他主要股東溝通等多個方式，加強與武商的業務合作，開拓商機。基於目前市況及武商與本集團本身的經營狀況，董事相信，本集團定能透過持續與有關人士商討達成本集團投資武商所預期的目標。

瀋陽商業大廈

本集團相信與瀋陽商業大廈合作，可帶來重大的業務協同效益，並可透過具備當地市場經驗的夥伴，進軍新市場。

本集團現時並無任何確實計劃增加本公司所持百大、武商或瀋陽商業大廈的權益。然而，本集團會審慎決定是否進一步投資百大或武商，並僅在考慮對本集團維持穩健資本架構可能造成的財務影響(包括但不限於對本公司現金流量、資本架構、融資成本的影響及繼而對本集團經營現有業務及實施擴展計劃的能力的影響)後才決定作進一步投資。

截至2006年12月31日止年度，除就重組而進行者外，本集團並無進行任何重大收購或出售。

管理層討論及分析

未來展望

董事會相信，本集團至今所取得的成就以及日後增長的潛力，全賴本公司多項優勢互相結合，其中包括：

- 強大的品牌知名度；
- 優越的門店位置；
- 經驗豐富、能力超群的管理團隊；
- 卓越的市場定位能力；
- 健全的營運模式；
- 源於本集團區域領導地位的規模經濟效應；
- 先進的管理信息系統；及
- 卓越的顧客服務及忠實的顧客基礎。

中國百貨零售市場的需求量非常龐大並正以高速增長，然而競爭亦日趨激烈。鑒於中國百貨業及供應渠道的區域化特徵，本公司將繼續鞏固於浙江省的領導地位，亦計劃有選擇地進軍新市場，並爭取在該等市場獲得領導地位，進而在取得區域領先地位的情況下逐步建立全國連鎖。本公司銳意採取下列業務策略，以提升股東價值。

不斷提高本集團現有百貨店的每平方米銷售額、收入及利潤

本集團計劃通過密切留意時尚潮流，同時不斷監督及調整專賣商及直接銷售供應商組合，鞏固在所經營城市的領導地位，繼續致力提高現有百貨店的每平方米銷售額、收入及利潤。此外，本集團亦會鞏固與專賣店及直接銷售供應商的現有合作關係，加強對專賣商及直接銷售供應商的管理。本集團相信，透過與專賣商及直接銷售供應商的夥伴關係，可繼續獲得彼等支持，並且透過改善商品組合及推出新商品，使顧客收益。此外，本集團亦計劃繼續更多地與品牌擁有人（而非分銷商）直接洽商，相信可因而爭取更有利的條款。

管理層討論及分析

本集團在寧波的兩家百貨店分別於2005年4月及11月開業，而金華福華店及溫州世貿店則分別於2007年1月及2007年2月開業。本集團計劃繼續致力於發展該等百貨店以提升業績表現，以期達到杭州武林旗艦店的水平。

在吸引新顧客及維持現有顧客方面，本集團計劃繼續透過宣傳活動，吸引現有及新顧客到我們的百貨店，並向新顧客推廣忠實顧客計劃以擴大忠實客源，以及通過改進忠實顧客計劃以挽留現有顧客。透過市場推廣，進一步提高本集團的品牌認知度。



進一步鞏固本集團在浙江省的領導地位

本集團計劃憑藉市場經驗及認識，有系統地擴大在浙江省的經營，進一步鞏固本集團在浙江省的領導地位。本集團已在浙江省杭州、寧波、溫州及金華等重要城市開設百貨店，並計劃於日後時機適當時增設新店，以鞏固本集團在該等核心城市的地位。此外，本集團相信足以並計劃憑藉在該等地區中心的現有地位，加上現有市場經營所積累的經驗及本身品牌，在浙江省其他城市開設新店。由於本集團相信百貨店地點是成功的關鍵要素，故此僅會在黃金地段開設新百貨店。除位置外，為新店選址時，本集團亦考慮其他因素，包括店鋪可用面積、所在城市當地人口、人均可支配收入、競爭及發展計劃。本集團力爭在所有我們進入的市場佔據領導地位。



有選擇的在浙江省以外地區開設新百貨店

本集團計劃積極擴展我們的百貨店網絡覆蓋地域，將會尋求合適機會，利用本集團在浙江省的地位與經驗，在浙江省以外且本集團相信能成為市場領導者的目標城市開設新百貨店。在進軍新省份時，本集團會更嚴格挑選新百貨店的位置及市場。例如，本集團已決定在北京的黃金購物區之一王府井開設百貨店。北京亦為國內最具吸引力的零售市場之一。

管理層討論及分析

有選擇的收購具吸引力的百貨店資產

作為本集團積極拓展百貨店網絡覆蓋地域戰略的一部分，本集團計劃有選擇性的進行收購。本集團相信進行選擇性收購擴展業務，可令本集團利用目標集團在當地市場的經驗及業務基礎，加快本集團進軍該市場的步伐。本集團將考慮收購在現有市場居領先地位的目標公司。本集團相信此等市場進入戰略，有助於本集團在從事業務的各個市場建立領導地位。收購後，本集團會以現有百貨店作為其所在地區的發展基礎，開設新店並鞏固現有領導地位。本集團相信上述戰略能更快為本集團塑造全國性品牌。另外，本集團亦可能會在機會適當時購買物業以營運百貨店，不論是作為收購百貨店營運商的一部分，作為獨立交易還是購買現時百貨店所在物業。此外，作為推行擴展戰略的方式之一，本集團或會收購具有吸引力的百貨店公司或資產的少數股東權益，此舉可能提供業務合作的機會，產生營運協同效益及與該等公司進一步整合的機會。

與國際領先的百貨店運營商訂立戰略聯盟，進一步提升本集團管理能力

本集團計劃通過與具備豐富管理經驗及能力的國際百貨店合作，或成立合資企業及戰略聯盟，進一步提升管理能力。本集團與韓國居領導地位的百貨店運營商樂天已訂立合資協議，共同經營北京王府井百貨店，預期於2008年開始營業。此外，本集團亦計劃與國際主要百貨店運營商訂立戰略聯盟，以提高本集團在招商、顧客關係及人力資源方面的管理實力。本集團相信，通過提升管理能力及採用國際最佳守則，並結合本集團在中國的知識與經驗，極有利於本集團於競爭中脫穎而出。

本集團會透過各種方式，包括但不限於以可動用現金、2007年首次公開發售股份所得款項以及經營及貸款所得現金等，應付以上所述本公司日後施行發展及擴展策略的資金需要。

