



联系人

冯炜婷

fengweiting@jhzqrs.com

021-58766941-8032

分析师

付豪杰

SAC 执业证书编号: S1410210050004

fuhaojie@jhzqrs.com

投资建议:

增持

当前价格:

34.35 元

目标价格:

41.50 元

目标期限:

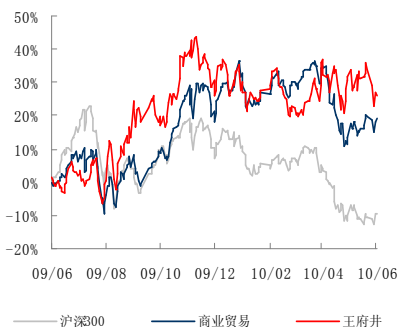
12 个月

市场数据

总股本(百万股)	392.97
A 股股本(百万股)	392.97
B/H 股股本(百万股)	-
A 股流通比例(%)	100
12 个月最高/最低(元)	40.00/25.01
第一大股东	北京王府井国际商业发展
第一大股东持股比例	50.13%
上证综指/沪深 300	2,382/2,547

注: 2010 年 7 月 1 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-10	4	7
绝对收益	-5	-7	26

注: 相对收益与沪深 300 相比

王府井 600859.SH

商业零售行业

全国布局的中高档百货龙头将受益于中西部城市消费增长——王府井调研点评

调研目的:

实地考察王府井北京地区门店经营状况,了解公司的百货门店定位、商品陈列和布局、商场人流情况等,并与公司管理层交流公司 09 年和近期北京及外省门店的经营状况、未来规划等。

投资要点:

◆中西部百货布局利于公司在外围环境恶劣情况下成为公司业绩新增长点

公司预见性地发掘中西部地区的消费潜力,并在过去的十年里加大门店建设力度,先后在成都、重庆、武汉、长沙、洛阳、西宁、乌鲁木齐、兰州等中西部地区的重点城市开设王府井百货连锁店,定位于当地的中高端百货,从 09 年的销售情况来看,这些中西部地区的门店受经济危机影响较小,如成都、西宁王府井 09 年净利润增长分别达 16% 和 35%。随着东部市场份额受到金融危机的影响略有下降,西南西北的店铺的强势增长给王府井带来了更多的信心,收入合计占总收入 30% 以上的西南、西北门店未来 2 年仍有希望保持 20-30% 的增长速度。

◆可支配收入提升和产业转移带动品牌产品消费喷发

参考国际经验,人均收入超过 3000 美金后将逐步进入品牌消费阶段。根据 09 年各地人均可支配收入来看,公司布局所在的中西部城市正在步入品牌消费阶段。另外,近期全国各个城市、省份陆续调升最低工资标准,许多中西部城市调升幅度达到 20% 以上,再加上工业、制造业向内陆的转移,原先相对发展落后的城市的消费潜力将被购买力的提高进一步挖掘。而大众对品牌产品的追求也将在这场浩荡的消费升级潮流中激发,作为中高档百货定位的王府井将分享品牌消费渠道的先入优势。

◆短期业绩压力来自新开门店和北京百货大楼的停业装修

公司 2009 年新开昆明、兰州、太原三家门店,并在原有百货大楼旁整合新增 5.5 万平米的百货大楼北馆。而 2010 年,公司仍将保持快速扩张,实行“在原有范围内开店,布点布面齐头并进”的策略。从北京经营业绩最好的地处中国人民大学附近的双安商场来看,王府井更擅长把握年轻消费群体这个市场。因而 2010 年将在双安商场不远处大钟寺国际广场开设大钟寺分店,并与几家临近商场将进行错位经营,将更多从品牌层面吸引消费者。为维护北京地区大本营,公司还将在 10 月左右新开北京南城的大兴商业中心开设火神庙店;在人气颇高的包头市临近城市-鄂尔多斯开设新门店,共同引领鄂尔多斯的繁荣发展;在湖南省第二大城市,急需大规模、高标准品牌百货店的株洲开设定位高端消费人群的株洲王府井。2010 年新开门店预计将带来 3~4 千万左右的亏损,另外,北京王府井百货大楼从 3 月起开始长达半年的停业装修,短期内会一定程度上抑制王府井商圈内门店的业绩释放。但从北馆目前人流不断提升的经营状况来看,对现有门店的商品结构、购物环境等要素进行提升从长远看利于公司收入和盈利的提升。

◆从折扣战转向会员制忠诚度提高、购物环境改善和多样化品牌吸引

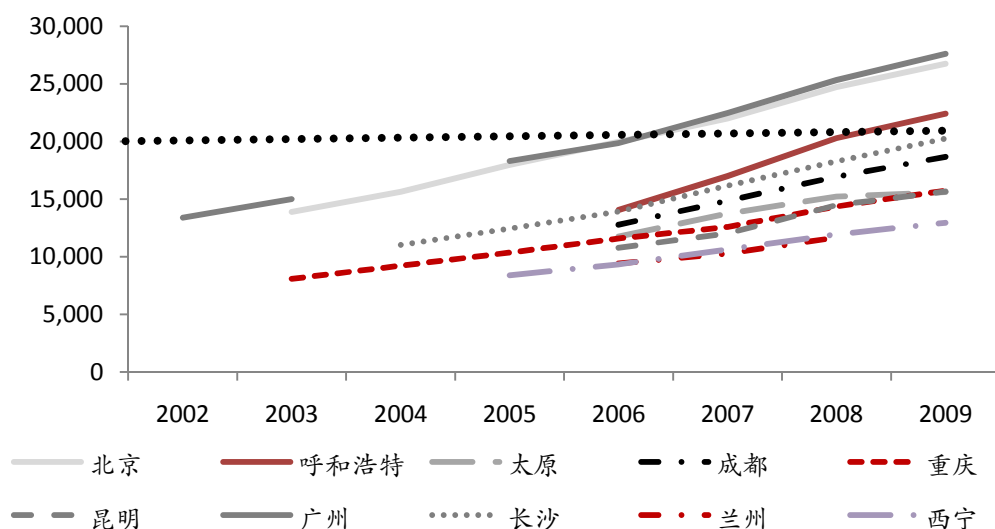
从本次实地调研情况来看,王府井北京门店已经走出了09年市场低迷情况下的以高折扣拉动消费情绪的折扣战,调整商品结构、购物环境改善、促进会员制度以提升王府井品牌效应和忠诚度成为公司改善经营的重点措施,同时,适应于消费升级的多样化品牌吸引更大客流也成为公司内涵式增长的保证。公司的毛利率和期间费用率有望得到进一步改善。

◆估值和投资建议

作为国内罕有的全国连锁百货零售商,王府井的在西南、西北门店将受益于消费升级和人均收入增长等因素而高速增长,因而假设中西部地区门店保持在10-20%的收入增长速度,此外,假设王府井百货大楼9月装修完毕且未来两年销售业绩良好增长,毛利率和期间费用率保持稳定或小幅改善。基于此,我们预测公司2010-12年EPS分别为1.16、1.66和1.98元,对应PE为29.61、20.69和17.35倍,考虑到公司09-10年的大规模扩张将为后续几年的营业收入和业绩的高增长奠定基础,且公司西部地区门店将明显释放业绩,给予公司“增持”评级。

风险提示: 宏观经济的周期性波动、日趋激烈的市场竞争环境给公司对外扩张和日常经营带来风险;公司近两年新开门店经营情况低于预期对公司整体经营业绩提升带来的风险

图 1、部分门店所在城市人均可支配收入水平



资料来源: 江海证券研发部; WIND

表 1、历年盈利能力和成长能力分析

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
盈利能力					
销售净利率(%)	0.75	3.35	3.11	3.66	3.78
销售毛利率(%)	18.02	19.15	18.65	18.93	18.67
销售期间费用率(%)	17.02	14.79	12.09	12.52	13.19
营业利润/营业总收入(%)	1.73	5.36	5.86	5.41	4.67
销售费用/营业总收入(%)	3.21	9.62	8.46	8.16	8.91

管理费用/营业总收入(%)	13.33	4.72	3.35	3.96	3.66
财务费用/营业总收入(%)	0.48	0.45	0.27	0.4	0.61
成长能力 (同比增速)					
营业收入同比增长率(%)	21.6	29.67	37.58	13.85	9.09
营业利润(%)	21.16	303.15	50.31	5.1	-5.78
利润总额(%)	10.62	308.03	28.71	14.9	2.62

资料来源：江海证券研发部

表 2、各门店收入预测分析

城市	门店名称	开业时间	营业面积 (平方米)	收入 (百万)			
				2009	2010E	2011E	2012E
北京	北京百货大楼	1955	18000	360.00	240.00	450.00	540.00
	百货大楼北楼	2009	55000	770.00	1100.00	1375.00	515.42
	北京双安商场	1994	40000	1215.73	1337.30	1471.03	1618.14
	北京长安商场	1990	20000	705.35	740.62	777.65	816.53
	北京东安商场	1993	8500	322.58	338.71	355.64	373.43
	北京大钟寺店	2010	40000		133.33	960.00	1104.00
	北京神火庙店	2010	30000		100.00	660.00	726.00
太原	太原王府井	2009	84000	140.00	504.00	604.80	725.76
包头	包头王府井	2002	23000				
	包头王府井青山店	2007	23000	910.18	1104.00	1324.80	1589.76
呼和浩特	呼和浩特王府井	2004	40000	320.00	384.00	460.80	552.96
鄂尔多斯	鄂尔多斯王府井	2010	70000			560.00	672.00
华北合计	华北合计			4743.84	5981.96	8999.73	9233.99
成都	成都王府井	1999	50000	1900.00	2280.00	2508.00	2758.80
重庆	重庆王府井解放碑店	2003	45000	315.00	378.00	453.60	544.32
	重庆王府井沙坪坝店	2006	50000	300.00	360.00	432.00	518.40
昆明	昆明王府井	2009	30000	21.68	240.00	288.00	345.60
西南合计	西南合计			2536.68	3258.00	3681.60	4167.12
广州	广州王府井	1996	30000	720.00	756.00	793.80	833.49
武汉	武汉王府井	2001	35000	560.00	672.00	806.40	967.68
长沙	长沙王府井	2004	55000	880.00	1144.00	1372.80	1647.36
株洲	株洲王府井	2010	30000		50.00	288.00	345.60
洛阳	洛阳王府井	2004	40000	520.00	624.00	748.80	898.56
南宁	南宁王府井 (已停业)	2004	52000				
中南合计	中南合计			2680.00	3246.00	4009.80	4692.69
乌鲁木齐	乌鲁木齐王府井	2007	30000	240.00	288.00	345.60	414.72
兰州	兰州王府井	2009	30000	60.00	150.00	195.00	253.50
西宁	西宁王府井	2006	26000	552.69	663.23	795.87	955.05
西北合计	西北合计			852.69	1101.23	1336.47	1623.27
	其他新开店					300.00	600.00
	合计			10813.21	13587.19	18027.60	19717.07

资料来源：江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15%以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。