

深度报告

商业贸易

零售

王府井(600859)
推荐

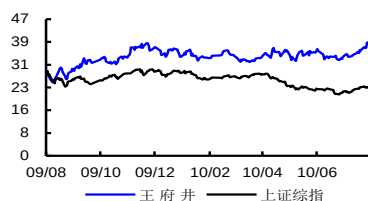
昨收盘: 39.09 元

2010年8月9日

本报告的独到之处

- 关注于新店拓展情况与单店运营效率
- 覆盖公司运营模式（运营模式、业态渗透）
- 对亏损的3家门店进行整理

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	392.97/392.97
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	15,361.32/15,361.32
上证综指/深圳成指	2,658.39/10,942.93
12 个月最高/最低(元)	38.78/25.18

财务数据

净资产值(百万元)	2,917.27
每股净资产(元)	7.42
市净率	5.27
资产负债率	59.29%
息率	0.77%

相关研究报告:

分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82133400

 E-mail: sunff@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070360

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

金字塔形门店 区域扩张之典范

● 国内收入水平步入加速阶段, 高端百货业前景长期看好

今年上半年社会消费品零售总额达 72669 亿元, 同比增长 18.2%, 我们看好消费尤其是中西部消费, 公司除了北京 4 家及广州 1 家门店外, 其他 14 家均在中西部, 占比 70%。符合我们中期的“利基+正循环扩张”的选股标准, 公司正是区域扩张的典范。

● 全国布点形成“金字塔形的三层梯队”, 利基稳健扎实, 增长有后劲

09 年公司实现营业收入 111 亿元, 同比增长 9.1%, 实现净利润 4.2 亿元, 同比增长 11.7%。公司自 96 年外埠扩张, 至今 14 年, 已经形成“**金字塔形的三层门店梯队**”——01 年以前的成熟门店、02-06 年的次新增长门店、07 年以后的新门店, 利基稳健扎实且不乏增长。09 年单店收入前五家门店(成都店、双安商场、百货大楼、包头店、长沙店), 占公司总体销售额的 54%, 贡献净利润约 79%。

● 逆势扩张、布局全国, 二线门店贡献的比例逐年增大

公司 09 年底共有 19 家门店, 2010 年-2012 年预计新开 4 家/3 家/3 家。作为已经成功全国拓展的百货公司, 公司可分享二线城市加速发展, 以及收入上升重点城市的经济活力, 二线门店的收入及净利贡献比例将逐年增大。

● 风险提示

新店培育与扩张计划不能如期实现; 加大自有物业比例带来短期费用上升。

● 盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年的销售收入增长率分别为 26%、23%和 21%, 2010-12 年 EPS 分别为 1.22 元、1.59 元和 1.99 元(对应增速 25%、31%及 25%)。前一日的收盘价 39.1 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 32 倍和 24 倍, PB 为 4.9 倍。我们看好中西部的消费增长, 认为公司不但是该区域的扩张典范, 而且品牌及物业价值具备天然稀缺性、利基稳健, 不乏增长及短期催化剂, 首次给予“推荐”评级, 认为合理价值可达 43~48 元。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10,174.04	11,098.82	13,974	17,186	20,739
(+/-%)	13.85%	9.09%	25.9%	23.0%	20.7%
净利润(百万元)	344.04	384.33	479	625	780
(+/-%)	29.22%	11.71%	24.6%	30.5%	24.8%
每股收益(元)	0.88	0.98	1.22	1.59	1.99
EBIT Margin	5.29%	4.6%	5.0%	5.2%	5.4%
净资产收益率 (ROE)	16.76%	13.58%	15.4%	17.9%	19.7%
市盈率 (PE)	39.74	35.57	31.9	24.4	19.5
EV/EBITDA	19.70	23.8	24.2	20.4	17.6
市净率 (PB)	6.66	4.72	4.89	4.37	3.85

投资摘要

估值与投资建议

公司自 96 年外埠扩张,已经形成“金字塔形的三层门店梯队”——01 年以前的成熟门店、02-06 年的次新增长门店、07 年以后的新门店,利基稳健扎实且不乏增长。外埠扩张 14 年来,仅关店三家,开店成功率 80% 以上。预计 2010-2012 年每股盈利分别为 1.22 元、1.59 元和 1.99 元(对应增速 25%、31%及 25%),我们预计公司 2010-2012 年的销售收入增长率分别为 26%、23%和 21%。前一日的收盘价 39.1 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 32 倍和 24 倍, PB 为 4.9 倍。

中国面临“刘易斯拐点”到来时期,商业是一大主要投资机会。结合我们在中期策略指出,业态扩张、区域扩张和品类扩张是公司实现正循环的三种形式,公司正是区域扩张的典范;我们认为公司不但品牌及物业价值天然稀缺,且运营模式较为成熟,扩张时机把握得当;从业绩来看,其利基不但稳健,且不乏增长及短期催化剂,物业价值重估目前合每股 23 元,我们预计公司未来可能加大自有物业比重,首次给予“推荐”评级,认为合理价值可达 43~48 元。

核心假设或逻辑

(1) 开店速度假设: 2010-2012 年新开门店数量分别为 4 家/3 家/3 家, 2010 年之后新增门店营业面积平均为 4.5 万平米, 新店培育期平均为 2.5 年, 2010-2012 三年间营业收入增长率分别为 26.1%/24.3%/21.5%; (2) 公司各项费用率水平保持平稳, 新店扩张持续成功。

与市场预期的不同之处

市场普遍认为公司的基数较大, 因此增长不快。我们通过 2010-2012 年新开门店数量分别为 4 家/3 家/3 家的假设, 结论是公司在 2010-2012 年的业绩平均增长 27%, 在商业股里属于较好的水平, 但其业绩稳定性更好, 因此投资风险更低。

我们认为在刘易斯拐点到来时, 二线城市门店的盈利周期有可能缩短, 且盈利能力可能超预期, 因此这一轮跑马圈地的扩张结果, 能够帮助公司在全国的商业零售公司中更显举足轻重, 是值得关注的公司。

股价变化的催化因素

1) 媒体报道, 百联的成都天府店可能转让给公司做成都二店, 我们认为公司在成都的基础牢固, 能够缩短盈利周期, 较快为公司贡献盈利;

2) 公司自 07 年起, 一直希望增大对成都分公司的控股比例。09 年成都分公司及其控股公司的净利润为 1.6 亿元, 占利润总额的比重超过 20%。目前公司对成都分公司的控股比例为 70%, 假设股权回收完成, 当年盈利可增厚 5% (0.12 元)。

核心假设或逻辑的主要风险

1、如果宏观经济下行风险超出预期, 导致重点城市业务的增长目标不能实现; 2、公司新店扩张进程受阻, 开店计划不能如期实现; 3、重点城市新增门店带来短期费用急剧上升; 4、加大自有物业持有程度带来短期费用上升。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法	5
相对估值法	5
给予“推荐”的投资评级	6
公司概况：逆势扩张，布局全国，二线区域布局优势将持续显现	7
回归积极扩张阶段的全国性百货连锁企业	7
专注于百货零售，尝试新业态（新店向大型购物中心延伸）	7
公司战略及定位	8
定位于中高消费群体，布局全国的百货连锁企业	8
外部扩张自 96 年开始，已有 14 年	8
新一轮跑马圈地向二线城市倾斜	9
新店的体量普遍变大，业态向购物中心靠近	10
公司门店分析	10
主力门店分析	12
成都王府井收入 19 亿元，贡献公司 28.6% 的净利润（09Y）	14
成都王府井面积增至四万平米	15
成都王府井是公司唯一非全资控股子公司	15
双安商场约贡献 09 年净利润的 22%	17
双安商场 10 年预计增长 10% 空间有限	17
北京市百货大楼	18
扩张过程中共有 3 家门店因亏损停业	19
媒体：成都二店有可能将开出	20
财务分析	22
成长性分析	22
盈利分析	22
营运能力分析	22
盈利预测：10-12 盈利能力将稳步提升	23
基本假设	23
核心判断的主要风险	23
附表 1：财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
免责条款	25

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: A 股主要百货公司估值对比	6
图 1: 公司与控股股东、实际控制人之间控制关系	7
图 2: 传统百货业逐渐向大型购物中心延伸	8
图 3: 王府井历年新增门店平均营业面积逐渐增大	8
图 4: 王府井 09 年全国门店分布图	9
图 5: 王府井历年门店扩张情况	9
图 6: 王府井中西部门店数量逐渐增加	9
图 7: 10-20 年中国城市中高收入人群 (MAC) 开始向中西部城市转移	10
图 8: 09 年王府井门店在全国分布情况——中西部潜在的 MAC 城市布点增多	10
表 6: 2010 年王府井在各主要城市的物业情况	11
表 7: 王府井门店扩张详细情况列表	11
表 8: 前五大门店历年销售额与净利润变动情况	12
图 9: 前五家门店单店收入占比变动情况	13
图 10: 前五家门店单店净利润占比变动情况	13
图 11: 王府井门店数量	13
图 12: 主要城市的门店收入占比	13
表 9: 王府井门店基本情况 (按城市)	14
图 13: 成都店主营业务收入变动情况	15
图 14: 成都店净利润变动情况	15
表 10: 成都王府周边主要竞争对手	15
图 15: 成都王府井控股子公司	16
图 16: 假设 2012 年公司收回全部股权后的盈利变动	16
图 17: 假设 2012 年公司收回全部股权后的每股收益变动	16
表 11: 成都成都店盈利预测	17
图 18: 双安商场主营业务收入变动情况	17
图 19: 双安商场净利润变动情况	17
表 12: 双安商场盈利预测	18
图 20: 百货大楼主营业务收入变动情况	18
图 21: 王府井大厦位置及底层平面示意图	19
表 13: 北京百货大楼周边主要竞争对手	19
表 14: 百货大楼盈利预测	19
表 15: 王府井过往停业门店及原因	20
图 22: 百联天府区域图示	20
表 16: 王府井自有物业情况	21
图 23: 自有物业收入比重下降增大公司经营风险	21
图 24: 回购将维持自有物业的净利润贡献率	21
图 25: 王府井新店扩张情况与收入增长情况	22
图 26: 王府井新店扩张情况与各项费用率增长率变动情况	22
表 17: 营运能力指标 (05-09)	22
表 18: 收入预测分项: 前 10 家门店收入预测 09-12 年 (百万)	23

估值与投资建议

绝对估值区间 64 元 ~ 78 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司在 10-12 年间将保持高于行业发展的速度，出于谨慎的目的，我们假设在最后几年增长率逐步下降。由于商业地产租金未来出现走高趋势，公司可能会加大自有物业持有比例，未来融资成本可能会上升。

假设无风险利率为 4%，风险溢价为 7.5%，公司的绝对估值区间为 64 ~ 78 元/股。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入增长率	25.9%	23.0%	20.7%	17.1%	16.1%	15.7%	16.3%	14.2%	13.0%	13.0%
销售成本 / 销售收入	81.7%	81.6%	81.5%	81.8%	82.0%	82.2%	81.0%	80.2%	79.8%	79.8%
管理费用 / 销售收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
所得税税率	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
股利分配比例	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	4%	Ke	11.83%
行业平均 Beta	1.01	风险溢价	7.50%
公司市值 (E)	15255	E/(D+E)	95.5%
债务总额(D)	723	D/(D+E)	4.5%
Kd	6%	WACC	11.49%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	12.0%	12.5%	13.03%	13.5%	14.0%
3.5%	87.42	81.54	76.32	71.65	67.45
3.0%	84.32	78.88	74.02	69.65	65.70
2.5%	81.55	76.49	71.93	67.83	64.10
2.0%	79.06	74.32	70.04	66.16	62.64
1.5%	76.80	72.35	68.31	64.64	61.29

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	12.4%	12.9%	13.45%	13.9%	14.4%
3.5%	83.50	78.00	73.10	68.69	64.71
3.0%	80.68	75.57	70.98	66.84	63.09
2.5%	78.15	73.37	69.06	65.15	61.61
2.0%	75.85	71.37	67.30	63.61	60.24
1.5%	73.77	69.54	65.69	62.19	58.98

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值区间 43 ~ 48 元

我们预计 2010-2012 年每股盈利分别为 1.22、1.59 和 1.99 元(对应增速 25%、31%及 25%)，前一日的收盘价 39.1 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 32 倍和 24

倍，PB 为 4.9 倍。

结合行业内可比公司，公司作为全国连锁百货龙头，估值应有一定的溢价，给予 2011 年 25 倍~30 倍，对应区间 43 元~48 元。

表 4: A 股主要百货公司估值对比

公司名称	公司代码	EPS				PE	
		2010-8-6	2008	2009	2010E	2009	2010E
600694.SH	大商股份	47.9	-0.40	0.98	1.54	48.8	31.1
000501.SZ	鄂武商 A	18.1	0.47	0.58	0.73	31.1	24.8
000987.SZ	广州友谊	26.7	0.79	0.94	1.18	28.3	22.6
002187.SZ	广百股份	29.8	0.98	1.16	1.43	25.6	20.8
600280.SH	南京中商	25.4	0.30	0.76	1.18	33.5	21.5
600631.SH	百联股份	13.7	0.37	0.47	0.54	29.0	25.5
600693.SH	东百集团	12.6	0.24	0.40	0.50	31.2	25.0
600694.SH	大商股份	47.9	-0.40	0.98	1.54	48.8	31.1
600729.SH	重庆百货	49.6	0.77	0.95	1.22	52.1	40.8
600785.SH	新华百货	35.7	1.11	1.11	1.32	32.2	27.0
600859.SH	王府井	39.1	0.98	1.22	1.59	32.0	24.6
平均值			0.47	0.87	1.16	35.6	26.8

数据来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所

给予“推荐”的投资评级

结合绝对估值及相对估值，在我们的业绩假设下，即预计 2010-2012 年每股盈利分别为 1.22、1.59 和 1.99 元，则前一收盘价 39.1 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 32 倍和 24 倍，PB 为 4.9 倍。

我们认为公司在全国百货业公司中，不但历史悠久，品牌及物业价值天然稀缺，而且与大商股份类似，都是跨区域成功扩张的典型代表，但其业务稳定性更强，公司治理较好。考虑到运营模式较为成熟，管理经验突出，又不乏有效的增长及短期的催化剂，首次给予“推荐”评级，认为公司的合理价值为 43~48 元。

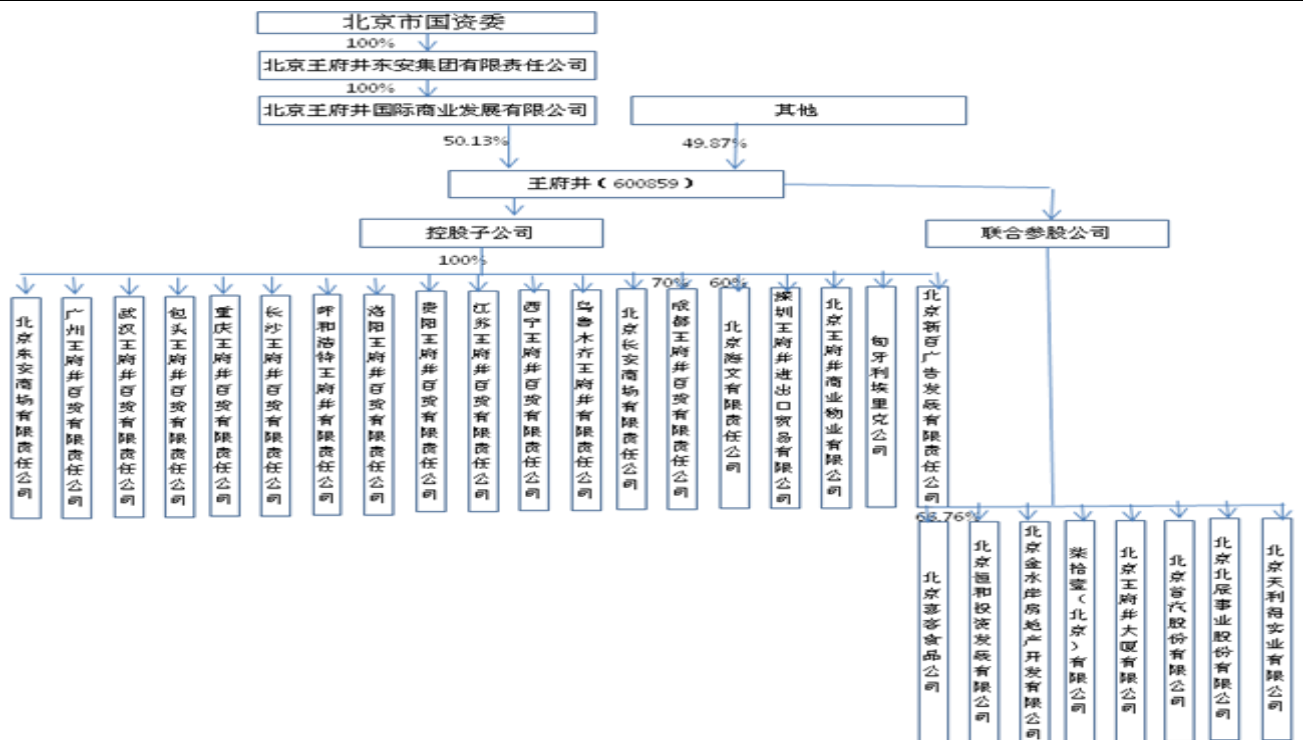
公司概况：逆势扩张，布局全国，二线区域布局优势将持续显现

回归积极扩张阶段的全国性百货连锁企业

北京王府井百货（集团）股份有限公司的前身是创立于 1955 年、有“新中国第一店”之称的北京市百货大楼。于 91 年组建集团，93 年改组股份制，94 年完成在上海证券交易所上市。2000 年 9 月与东安集团实现战略性资产重组，成为北京最大的百货零售集团。

公司为北京市属重点国有企业，07 年 5 月王府井百货收购王府井大厦公司 55% 的股权，公司的实际控制人由北京控股集团变更为全资国有的王府井东安有限责任公司。公开信息显示，北京市国资委正在培育具有核心竞争力的千亿元级大企业大集团，09 年就成功推进了 5 个重组，直接出资企业由 74 家减至 40 家。2010 年北京市国资委表示将陆续加大对旗下商贸企业的整合，在北京市国资委控制的商业类上市公司中，公司的资产规模居首，在经营效益方面也有良好表现，我们判断公司未来可能在北京市的商贸整合中承担一定的角色。

图 1：公司与控股股东、实际控制人之间控制关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

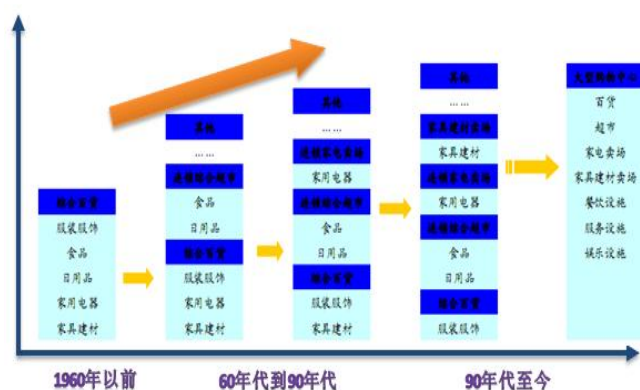
专注于百货零售，尝试新业态（新店向大型购物中心延伸）

根据《零售业态分类》（GB/T18106-2004），零售业可分为食杂店、便利店、折扣店、超市、大型超市、仓储会员店、百货店、专业店、专卖店、家居建材店、

购物中心、厂家直销中心、电视购物、邮购、网上商店、直销、自动售货亭、电话购物等 18 种业态。自成立以来，公司一直专注于百货业态，经营方式从单体经营发展为连锁经营，目前已先后在北京、广州、武汉、成都、包头、重庆、长沙、呼和浩特、洛阳、西宁、乌鲁木齐等十二个城市开设了十九家连锁百货店。

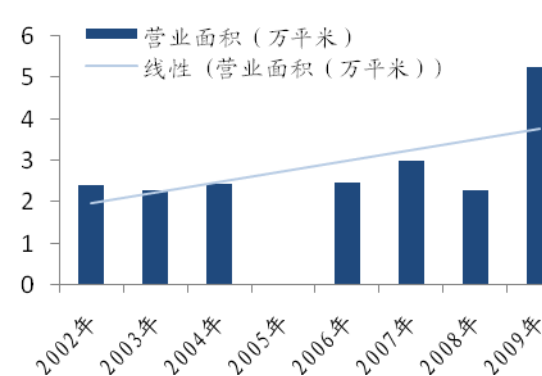
大型购物中心对百货业态的新引力越来越大:作为为数不多的全国布点的百货企业,王府井长期专注于百货零售业务,并在百货零售领域积累了较为成熟的经营管理经验,公司在单一百货零售领域进行扩张的意图明显。然而,随着零售行业新业态的不断延伸,消费、娱乐和餐饮消费比重的上升,消费行为的细分化、个性化需求更加强烈,尤其是综合性购物中心的优势逐渐显现,不排除公司进行多元化业务形态的尝试。未来,公司有可能在不同地区形成以传统百货、现代百货、主题百货和购物中心等多业态的百货零售企业。

图 2: 传统百货业逐渐向大型购物中心延伸



资料来源：国信证券经济研究所

图 3: 王府井历年新增门店平均营业面积逐渐增大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

公司战略及定位

定位于中高消费群体，布局全国的百货连锁企业

作为国内现代百货业态的代表，王府井将目标客户定位于注重时尚和生活品味的现代消费者。目前来看，时尚类商品在公司占据最为重要的位置，**其中时装衣着占总销售收入的50%左右，化妆品和珠宝首饰占比在25%左右，其他类型的商品如家居、家电等日常用品约占25%**。商品结构状况决定了其对于所处商圈的严格要求，王府井的店面一般位于省会城市核心商业区的黄金地段，同时对于所有的商圈、交通状况、预期客流量、目标消费群、可用经营面积、周边竞争程度以及物业的价格都有较高的要求（来源：09可转债公告）。

外部扩张自 96 年开始, 已有 14 年

自 1996 年公司在广州开设第一家外埠门店起，公司开始在全国范围内推进百货连锁规模发展，开始由地方性企业向全国性企业，由单体型企业向连锁化、规模化、多元化企业集团的转变。09 公司销售额达到 111 亿元，自 2000 年起年均复合增长率达 28.1%。09 年底，公司在全国范围内运营门店数量达到 19 家。

图 4: 王府井 09 年全国门店分布图



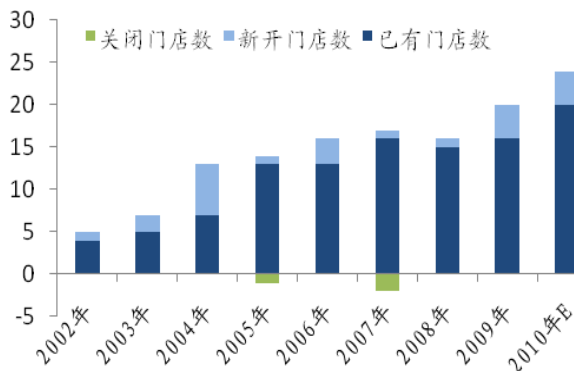
资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

新一轮跑马圈地向二线城市倾斜

截止 09 年底公司旗下的门店已超过 19 家, 分布于全国 12 个城市, 形成华北、华南、西北、西南四大区域主导, 中心 (北京、成都) 和重点 (省会城市) 城市向纵深发展的扩张策略。

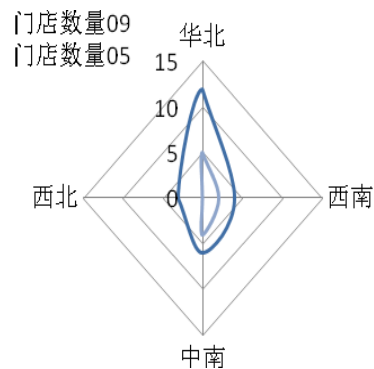
从图 5 可以看出, 公司在 04 年、06 年开店较多, 07 年及 08 年仅各开一家新店, 07 年还关闭了 2 家门店, 09 年公司扩张计划重新加速, 开设了新店 4 家, 10 年预计新开门店达 4 家, 未来有望维持每年 3 家的开店速度。

图 5: 王府井历年门店扩张情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 6: 王府井中西部门店数量逐渐增加



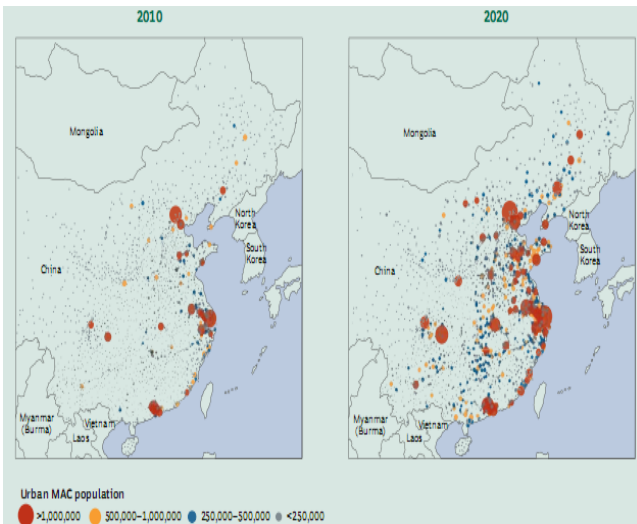
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

从地域分布上来看, 我们发现, 公司的新开门店开始向中西部二线城市倾斜, 区域布局逐渐形成以重点城市为中心向周围辐射的格局。我们认为, 公司正处于向中西部城市扩张的关键时期, 在这一轮的跑马圈地中的竞争地位、及这些新店的经营状况, 将直接影响公司未来在全国商业竞争中的地位。凭借在这一轮扩张中取得

的优势地位，公司在未来中国的商业格局中仍将是一个举足轻重的公司。

我们找到了中国高收入人群的分布图，发现公司的开店分布基本类似，另外基于战略定位的需要，公司分别在西宁、新疆开店。

图 7: 10-20 年中国城市中高收入人群 (MAC) 开始向中西部城市转移



资料来源: BCG, 国信证券经济研究所

图 8: 09 年王府井门店在全国分布情况——中西部潜在的 MAC 城市布点增多



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

新店的体量普遍变大，业态向购物中心靠近

由单一的百货零售向购物、餐饮、娱乐为一体的购物中心演进是百货行业的一个趋势。迫于周边竞争对手（如乐天银泰、新世界）的压力，公司开始在业态选择上采取更加灵活的策略，重点向中高端时尚消费品靠拢，如王府井大厦北馆、太原王府井。同时，新开门店面积有明显扩大，平均为 5 万平方米左右，太原店面甚至达到 8.4 万平米。

向购物中心扩张是目前百货公司的发展趋势，但是相对于万象城、万达等竞争对手，公司在购物中心上的营运经验还不充足，且存在因业态扩张失败的店面（如石家庄店，详见停业门店分析），我们认为公司在业态扩张上应保持谨慎态度。

公司门店分析

概况: 公司目前拥有 19 家门店，分布于全国 14 个城市，预计 10 年底公司门店数量可达 23 家。我们认为公司目前已经形成了金字塔形的门店梯队：

第一梯队位于北京、成都、广州、武汉四个重点中心城市，均为 2001 年以前开始营业，目前已步入成熟期，09 年四个主要城市的营业收入占比达 77.3%，为公司的持续发展提供业绩基础；

第二梯队位于重庆、长沙、包头、西宁、呼和浩特等二线重点城市，开业时间在 02 年-06 年之间，目前已经过培育期开始步入成长期，将在短期内为公司提供增长动力；

第三梯队为 07 年以后开始营业的门店，分布于乌鲁木齐、太原、兰州、昆明

金字塔门店

01 年前的门店

02~06 年次新增长门店

07 年以后的培育门店

等位于中西部重点城市,处于初期培育阶段,未来有望能为公司潜在的收入增长点。

目前,公司的收入增长点来源有两个:一是原有重点城市中的新开门店,二是新增目标城市中的新开门店,就构成来看,09年第一梯队重点城市的收入增长率为7.2%,收入贡献率为76.5%,仍然为收入增长的主要支撑力量。

截止09年底,公司全年实现商业收入111亿元,营业面积共计约62.6万平方米(包括自有和租赁),其中自有物业面积比例占49%,收入占比59.9%,这与自有物业门店多分布于北京、成都等门店发展成熟、单位坪效较高的城市有关。

表 6: 2010 年王府井在各主要城市的物业情况

	面积(平方米)	物业性质	比例
北京	133,986	自有	17%
成都	40,000	自有	5%
武汉	35,030	自有	4%
广州	33,470	租赁	4%
重庆	95,000	租赁	12%
长沙	71,893	租赁	9%
洛阳	38,358	租赁	5%
包头	35,095	租赁	4%
呼和浩特	37,115	租赁	5%
西宁	25,905	租赁	3%
乌鲁木齐	30,000	租赁	4%
太原	84,000	租赁	10%
昆明	120,000	租赁	15%
鄂尔多斯	30,000	租赁	4%
总计	809,852		100%

资料来源:国信证券经济研究所整理

中心城市仍是业绩主力

北京、成都两市门店收入
贡献率超过 65%、净利润
贡献率达 71%

从精从重,中心城市仍是业绩主力

公司中心城市(北京、成都)的重点门店的业绩表现依然抢眼,09年北京、成都两市收入贡献率超过65%,净利润贡献率达71%。2010年,公司提出“从精从重”的发展原则,在推进规模扩张的同时,保持对中心城市、主力门店的投入力度,加大同城多店和区域城市群的开发力度,并加大对未进入地区省会城市的开发力度(来源:09公司可转债公告)。

表 7: 王府井门店扩张详细情况列表

	开业时间/并入公司 时间	建筑面积(09年, 平方米)	用途	所有权情况	所处商圈	主要竞争对手
02 年以前开业						
百货大楼	1955 年	63,972	商业	自有	王府井大街	东方新天地、乐天百货、 东安市场
成都店	1999 年 12 月 30 日	135,412	车库、商业、办公	自有	春熙路商圈	太平洋百货、百盛、群光
广州店	1996 年 7 月 5 日	33,470	商业	租赁	东山口商圈	东山百货
武汉店	1998 年 1 月 18 日	35,030	商业	自有	六渡桥商圈	大洋百货
2002 年开业						
包头 1	2002 年 12 月 28 日	35,095	商业	租赁	包百商圈	包头百货、金荣商厦、荣 资商厦
2003 年开业						
重庆店	2003 年 12 月 26 日	49,362	商业	租赁	解放碑	太平洋百货、重庆百货、 新世纪百货、美美时代百

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

货、重百临江商场、迪康、
银泰、大都会

石家庄店*	2003 年 9 月 30 日						
2004 年开业							
双安商场	2004 年	37,310	商业	自有	海淀中关村	翠微、当代	
东安市场	2004 年	16,000	商业	租赁	王府井大街	东方新天地、乐天百货、王府井大楼	
长沙店	2004 年 12 月 2 日	71,893	商业	租赁	五一广场	东方新天地、乐天百货、王府井百货大楼	
洛阳店	2004 年 12 月 30 日	38,358	商业	租赁	王府井商圈	银泰百货	
南宁店*	2004 年 5 月 18 日				07 年关闭		
呼和浩特店	2004 年 12 月 5 日	37,115	商业	租赁	中山路商圈	民族商场、天元商厦、维多利商厦	
2005 年开业							
徐州王府井*	2005 年 11 月 18 日						
2006 年开业							
长安商场	2006 年	32,704	商业	自有	社区店		
西宁店	2006 年 11 月 25 日	25,905	商业	租赁	大十字商圈	太平洋购物、亚都百货	
重庆 2	2006 年 1 月 19 日	38,528	商业	租赁	沙坪坝	崇拜沙坪商场、新世纪百货、立洋百货	
2007 年开业							
乌鲁木齐店	2007 年 3 月 22 日	30,000	商业	租赁	天山商圈	天山百货	
2008 年开业							
包头 2	2008 年 4 月 18 日	30,237	商业	租赁	青山娜琳商圈	娜琳广场	
2009 年开业							
百货大楼北馆	2009 年 1 月 17 日	46,000					
太原店	2009 年 5 月 28 日	84,000					
兰州	2009 年 8 月 29 日	30,000					
昆明	2009 年 9 月 29 日	120,000					

资料来源：2009 年可转债公告，国信证券经济研究所整理

主力门店分析

收入前五大的百货分别是王府井成都店、双安商场、百货大楼、王府井包头店、王府井长沙店，09 年五家门店占销售收入的比重为 54%。

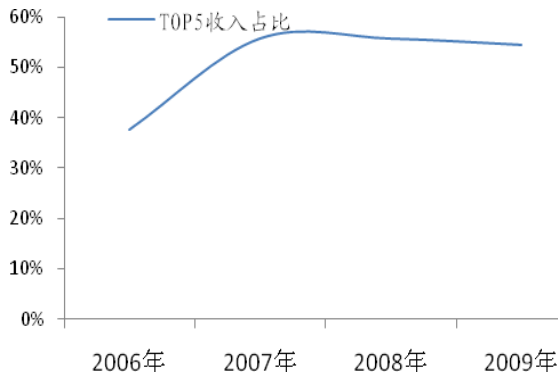
表 8：前五大门店历年销售额与净利润变动情况

	2006 年				2007 年				2008 年				2009 年 E			
	销售 额	占 比	净利 润	占 比	销售 额	占 比	净利 润	占 比	销售 额	占 比	净利 润	占 比	销售 额	占 比	净利 润	占 比
成都王府井	1,158	18%	83	26%	1,588	18%	130	35%	1,765	17%	124	28%	1,900	17%	111	16%
双安商场	1,081	17%	72	22%	1,195	13%	92	25%	1,269	12%	92	20%	1,216	11%	85	13%
百货大楼	846	13%	58	25%	917	10%	60	16%	1,201	12%	63	14%	1,130	10%	268	39%
包头王府井	343	5%	5	2%	523	6%	23	6%	702	7%	47	10%	910	8%	54	8%
长沙王府井	444	7%	9	3%	573	6%	15	4%	724	7%	22	5%	880	8%	27	4%
总计	3,872	60%	228	78%	4,796	54%	319	87%	5,661	56%	347	77%	6,036	54%	545	80%
*按 2009 年销售额排序																

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

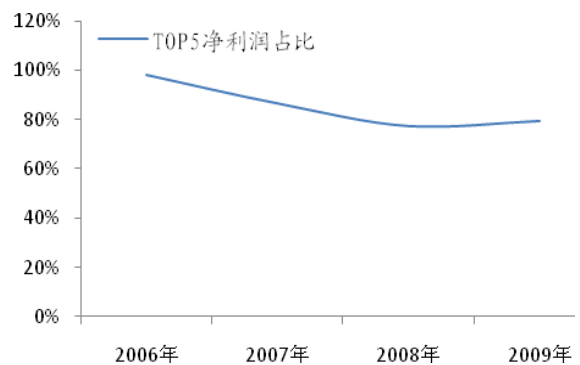
而利润贡献度方面，以毛利润计，前五家毛利润贡献率为 63%，同时净利润贡献率达到了 79%，显示出公司主力门店经营状况稳定，成熟、优质门店持续为公司提供长期增长基础，同时盈利水平较高的门店所处的城市（如北京、成都、包头）也显现出长期的吸引力，深化此类重点城市，发现和培育下一个高盈利城市（商圈）（如太原、鄂尔多斯）成为公司中短期内的发展方向。

图 9：前五家门店单店收入占比变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 10：前五家门店单店净利润占比变动情况



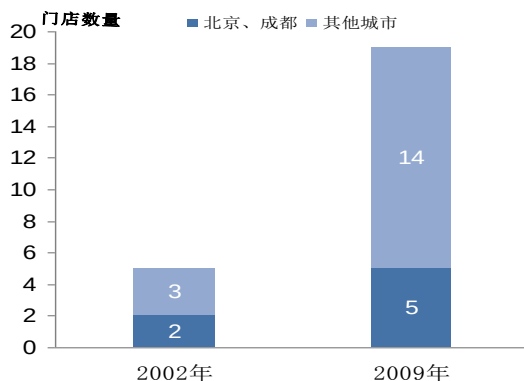
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

北京、成都两地收入占比 62%

09 年来自北京、成都两地门店的收入比重虽然达到了 62%，但伴随公司在外埠的店面快速增长，两地收入的比例已经有所下降。公司认为公司未来在一线城市的投入将主要以改建、扩建已有门店、加大面积、设立新门店等方式为主；同时公司主要业务将着眼于中西部二三线城市将会在门店数量的扩张。

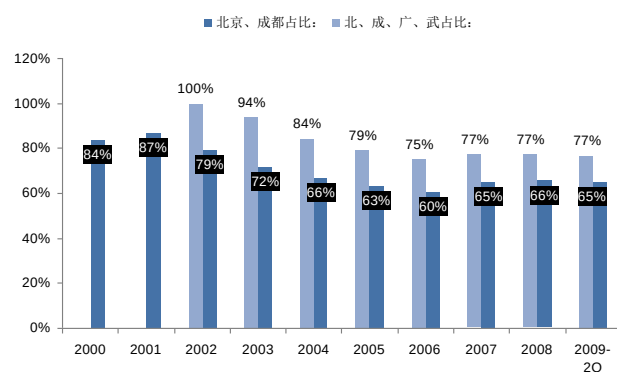
09 年公司为新开门店设立的亏损额度为 6000 万/年，我们认为从这个额度相对宽松的指标来看，公司目前在二三线城市的布局，其战略意义大于单纯以短期盈利为目标的扩张，长期增长空间值得期待。

图 11：王府井门店数量



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 12：主要城市的门店收入占比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 9：王府井门店基本情况（按城市）

城市	门店名称	开业时间	10 年营业面积(万㎡)	10E 年坪效 (万/㎡)	取得盈亏平衡的时间
华北地区					
北京					
	北京百货大楼	1955	6.30	2.87	-
	北京双安商场	1994	3.00	4.46	-
	北京长安商场	1990	1.28	5.79	-
	北京东安商场	1993	0.82	4.31	-
	北京大钟寺店	2010	4.00	0.25	(2.0)年
	北京神火庙店	2010	3.00	0.23	(2.0)年
太原	太原王府井	2009	8.40	0.67	(2.0)年
包头					
	包头王府井	2002	2.80	3.90	1 年
	包头王府井青山店	2007	2.80	0.77	1 年
呼和浩特	呼和浩特王府井	2004	3.70	1.01	4 年
鄂尔多斯	鄂尔多斯王府井	2010	3.00	0.33	(2.0)年
西南地区					
成都	成都王府井	1999	4.00	5.08	0.5 年
重庆					
	重庆王府井解放碑店	2003	4.70	0.80	5 年
	重庆王府井沙坪坝店	2006	3.50	0.69	3 年
昆明	昆明王府井	2009	12.00	0.09	(2.5)年
中南合计					
广州	广州王府井	1996	1.60	4.73	3 年
武汉	武汉王府井	2001	2.30	1.50	9 年
长沙	长沙王府井	2004	5.50	1.92	1 年
株洲	株洲王府井	2010	3.00	0.20	(2.5)年
洛阳	洛阳王府井	2004	3.80	1.64	1 年
南宁	南宁王府井（已停业）	2004			
西北合计					
乌鲁木齐	乌鲁木齐王府井	2007	3.00	0.96	2 年
兰州	兰州王府井	2009	3.00	0.54	(2.5)年
西宁	西宁王府井	2006	2.80	2.37	2 年

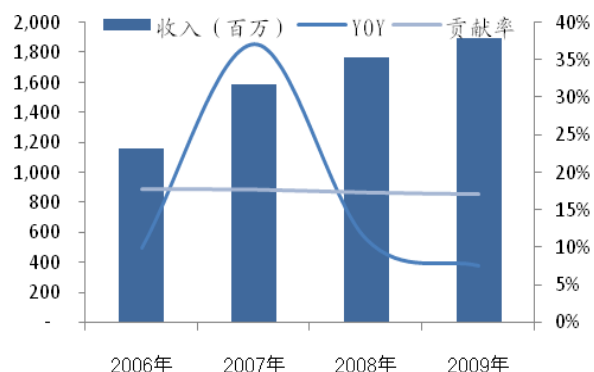
资料来源：国信证券经济研究所整理

成都王府井收入 19 亿元，贡献公司 28.6%的净利润（09Y）

王府井成都店于 1999 年开业，位于春熙商圈，05-08 连续三年是成都单店销售第一的单体百货。最初的经营面积 2.1 万平方米，开业当年即实现盈利，并持续保持了年均 20%收入增速，是公司单店营业效益最好的门店。

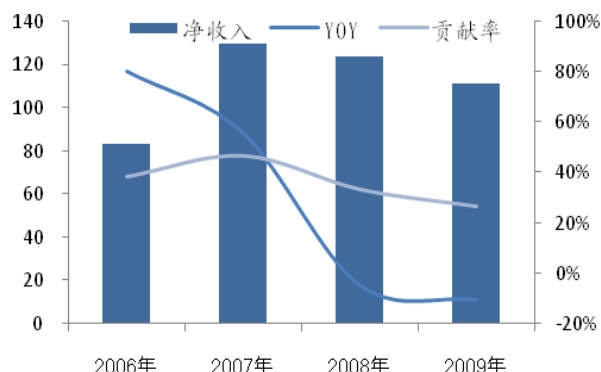
09 年销售收入 19 亿元，占全公司销售收入比重 17%，但由于门店扩建，利润下滑 10%，实现净利润为 1.1 亿元，占公司净利润的 28.6%。

图 13: 成都店主营业务收入变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 14: 成都店净利润变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

成都王府井面积增至四万平米

成都王府井定位于“时尚百货”，09年1月完成五到七楼新区装修改造，新增营业面积3000平米，营业面积增至4万平米。

据了解成都王府井09年的化妆品销售业绩位居全国前列，其中雅诗兰黛、DIOR在成都王府井创下全国销量第一，兰蔻在此销量为全国单柜第二，Chanel全国第三。2010年公司推出春季化妆品节，对化妆品做进一步调整，品牌数目同比增长20%左右。

表 10: 成都王府井周边主要竞争对手

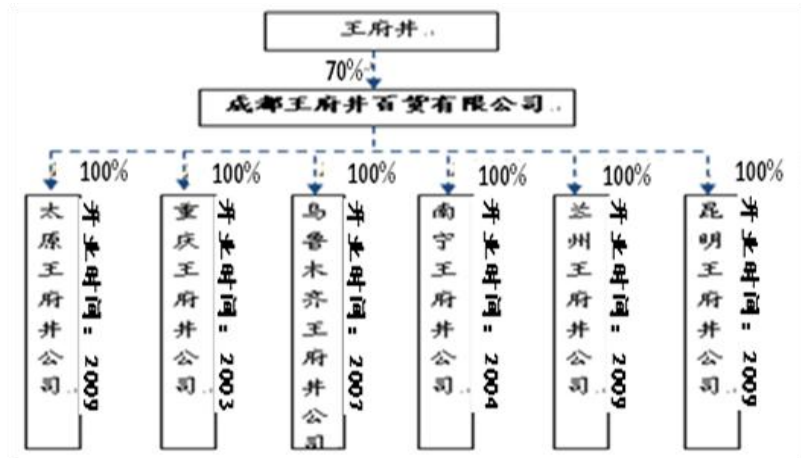
名称	位置	与项目距离	经营面积	营业额	市场定位及目标客户
太平洋百货	成都市锦江区总府路12号	53米	3.8万m²	10亿	追求时尚的，有一定经济能力的年轻人
百盛	成都市锦江区总府路31号新1号	244米	3万m²	10亿	定位高端时尚百货；具有较高收入水平、追求生活品质的高消费人群
群光	成都市锦江区正科甲巷8号	296米	10万m²	12亿	定位于满足成都市民的全方位生活需要

资料来源：国信证券经济研究所

成都王府井是公司唯一非全资控股子公司

成都王府井是公司旗下众多公司中唯一一家非全资控股子公司，09年王府井对成都分公司的直接控股比例为70%。

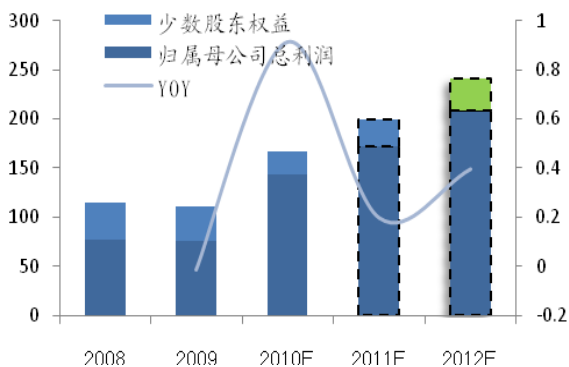
图 15: 成都王府井控股子公司



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

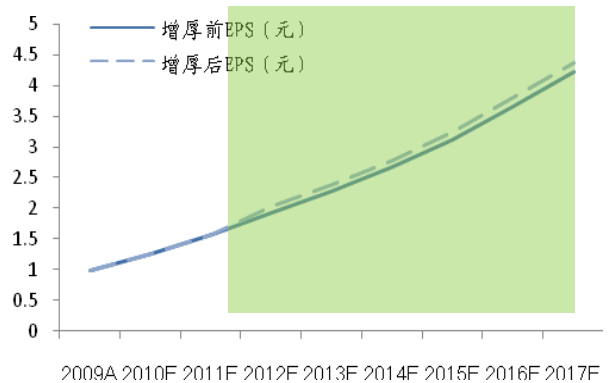
目前公司持有成都王府井 70%的股权，考虑到预期内公司存在进一步提升股权比例的意愿，我们对未来两年内全部收回股权后的盈利增厚程度进行了测算。我们假设公司用三年收回剩余股权，结果显示，如果公司成功增持成都分公司股权，那么在回收当年公司的盈利能力跃升 5%，每股收益可提升 0.12 元。

图 16: 假设 2012 年公司收回全部股权后的盈利变动



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 17: 假设 2012 年公司收回全部股权后的每股收益变动



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

我们认为，经过扩区改建和品牌升级之后，成都店的盈利能力将显著增强，有望延续过去几年的收入增速，预计 2010 年的销售收入将突破 20 亿元。而改建完成后管理费用支出的减少将带来净利润率的大幅回升，我们给予 2010 年 7% 的净利率水平，净利润预计将达到 1.4 亿。

表 11: 成都成都店盈利预测

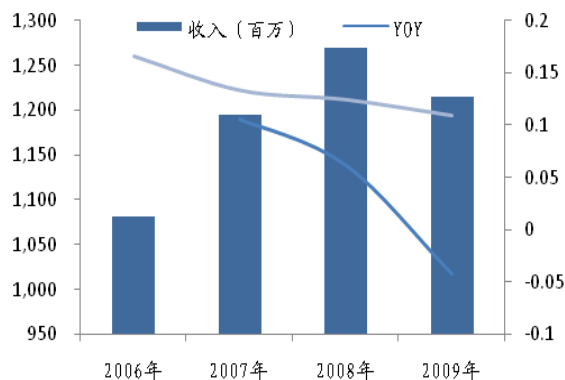
开业日期	营业面积	定位	09 扩建后面积	调整前股比
12-99	37,000	购物中心型百货	40,000	70%
			2009	2010E
			2011E	
		主营业务收入	1,900.0	2,033.0
				2,134.7
		YOY	8%	7%
		坪效	4.8	5.1
				5.3
		主营业务成本	1,371.4	1,575.6
		主营业务毛利	528.6	457.4
				480.9
		毛利率	20%	23%
		净利率	23%	23%
		净利润	111.2	142.3
				149.4
		净利率	6%	7%
		净利率 YOY	-10%	28%
				5%
		少数股东权益	33.4	42.7
				44.8

资料来源: 国信证券经济研究所

双安商场约贡献 09 年净利润的 22%

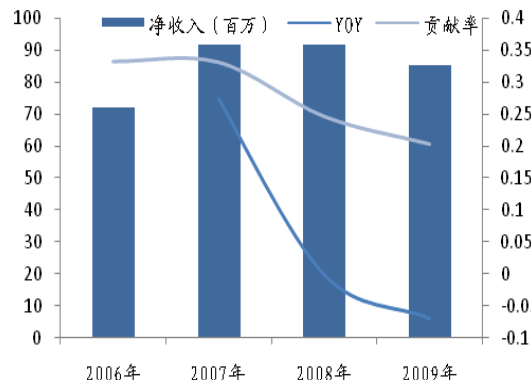
双安商场原属双安集团旗下子公司, 1994 年 8 月开业, 位于北京市海淀区西北三环路畔, 初期经营面积 22000 平方米。2000 年开始逐步并入王府井集团, 09 年完成改造扩建后经营面积达 3 万平米, 销售收入为 12.16 亿元, 占公司收入比重 11.3%。主要体现在母公司报表中, 按我们估算, 双安商场约贡献公司净利润的 22%。

图 18: 双安商场主营业务收入变动情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 19: 双安商场净利润变动情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

双安商场 2010 年预计增长 10%

双安商场经营历史超过 15 年, 属于公司旗下的成熟门店, 地处商圈发展条件成熟, 客户群体稳定。尽管近年来公司开始加大对双安的投入力度, 包括改造停车场、扩充营业面积、调整品牌结构, 但是受限于所处商圈的市场容量限制, 双安未来的增长空间仍然有限。在 09 年营业面积扩充的情况下, 我们给予 10 年 10% 的收入增长率, 预计 2010 年的营业收入将有望超过 13 亿。按 7.68% 的净利率计, 2010 年的净收入将超过 1 亿元。

表 12: 双安商场盈利预测

开业日期	营业面积	定位	物业性质	扩建时间	2009	
38323	22,000	时尚百货	租赁	扩建后面积	30,000	
			2009	2010E	2011E	2012E
		主营收入	1,216	1,337	1,471	1,545
		YOY	-4%	10%	10%	5%
		坪效	4.1	4.5	4.9	5.1
		主营业务成本	961	1,056	1,162	1,219
		主营业务毛利	255	281	310	325
		毛利率	21%	21%	21%	21%
		净利润	85	103	113	119
		净利率	8%	8%	8%	8%
		净利润 YOY	-7%	20%	10%	5%

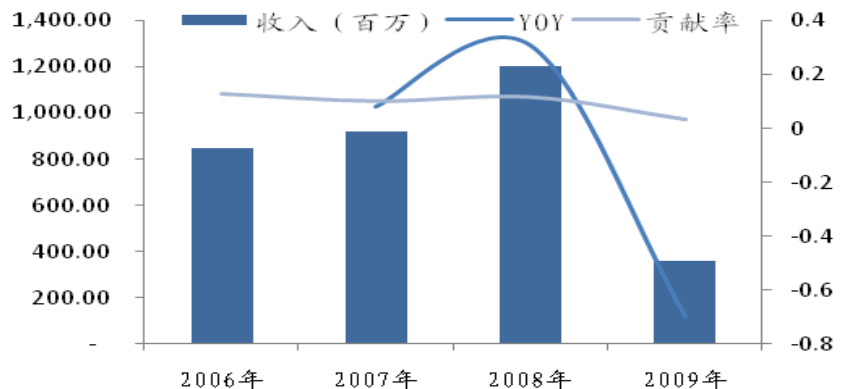
资料来源: 国信证券经济研究所

北京市百货大楼 09 年整体改造

百货大楼是公司门店中历史最为悠久的门店, 前身是有“新中国第一百货”之称的北京市百货大楼。07 年开始公司逐步对王府井大厦进行收购——07 年公司通过收购王府井大厦 55% 股权, 09 年通过发行可转换债券融资收购外方持有的王府井大厦剩余 45% 股份, 正式将王府井大厦 (即百货大楼北馆) 纳入旗下。

目前百货大楼总体营业面积达 6,3000 平方米, 09 年营业收入 11.3 亿元, 由于停业改造的影响比 08 年有所下降。

图 20: 百货大楼主营业务收入变动情况

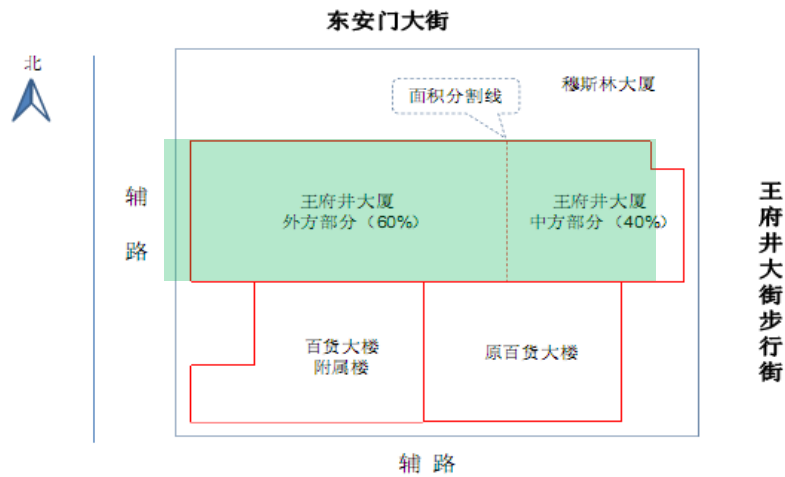


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

09 年收购完成后的百货大楼 (包括王府井大厦), 公司开始进行整体改造, 项目预计 10 年 9 月完工。同时公司表示将在品牌档次上将会有进一步的提升, 改造完成后将成为以高档精品百货为主, 包含超市、餐饮的一体化购物中心。

受装修改造的影响, 预计 10 年销售收入不会出现较大幅度上升, 同时装修改造带来的费用率也将将保持在高位。不过百货大楼地处成熟商圈, 客流量较大, 消费需求旺盛, 预计完成装修改造后收入和盈利能力都将有大幅提升。我们认为百货大楼 2010/2011 年的收入增速分别为 30%/40%, 净利率分别为 9.8%/10.3%。

图 21: 王府井大厦位置及底层平面示意图



资料来源: 2009 公司可转债公告, 国信证券经济研究所

表 13: 北京百货大楼周边主要竞争对手

名称	位置	与项目距离	经营面积	市场定位及目标客户
东方新天地	长安街和王府井大街交汇处	500 米	约 12 万 m ²	高档精品购物中心; 具有较高收入水平、追求生活品质的高消费人群
新东安广场北京 apm	北京市百货大楼对面	100 米	约 11 万 m ²	中高档时尚购物中心; 追求品质、品味, 有一定经济能力的时尚白领。
乐天银泰百货	王府井大街 88 号吉祥大厦	300 米	约 4.29 万 m ²	韩式风格的高档百货; 追求时尚的, 有一定经济能力的年轻人。

资料来源: 2009 公司可转债公告, 国信证券经济研究所

表 14: 百货大楼盈利预测

开业日期	营业面积	定位	物业性质	股比	扩建	2009
12-99	18,000	高档百货	自有	100%	扩建后面积	63,000
			2009	2010E	2011E	2012E
		主营收入	1130	1469	1,469	1,910
		YOY	-6%	30%	40%	30%
		坪效	1.79	2.33	2.33	3.03
		主营成本	886.82	1152.43	1,132	1,498
		主营毛利	243.18	316.57	337	411
		毛利率	22%	22%	22%	22%
		净利润	111.19	144.54	73	134
		净利率	7.0%	5.0%	5.0%	7.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

扩张过程中共有 3 家门店因亏损停业

考虑到公司近年来新增门店数目加快, 外埠门店数量比重有所上升, 因而, 公司在迅速增多的门店上的运营风险可能提高, 为此我们对公司过去运营失败的门店进行了简单梳理, 以明确公司在未来新增门店上的经营风险。

截止到目前, 在公司累计开业门店中, 因经营不善而宣布停业的门店共计 3 家, 包括王府井石家庄店 (03 年 9 月开业)、王府井南宁店 (04 年 5 月开业)、王府井徐州店 (05 年 11 月开业), 占比 11.1%。从地域分布上看, 3 家关闭门店全

部位于外埠，从 96 年第一家外部门店到 10 年第 18 家外部门店株洲王府井开业，公司在外埠开设门店的成功率为 83.3%。

公司开店至关店，公司一般的支撑时间在 2-4 年之间。我们认为主要原因在于对当地购物情况了解不足，选址欠妥。

表 15: 王府井过往停业门店及原因

	南宁店	石家庄店	徐州店
开业时间	2004 年 5 月	2003 年 9 月	2005 年 11 月
停业时间	2008 年 2 月	2005 年 3 月	2007 年 6 月
经营模式	超市+百货	时尚百货	大众时尚精品百货
意义	第一次在外埠市场经营大型多功能购物中心		
开店先后	第十三家	第七家，第六家外部门店	第十二家店
停业原因总结	缺乏购物中心经营经验，管理模式死板	位置不够好；对石家庄人的购买习惯了解不够；石家庄的物业成本和人们的购买力水平不匹配	购买力还不成熟

资料来源：国信证券经济研究所

媒体：成都二店有可能将开出

据媒体报道，王府井可能进入位于成都的百联天府汇城，开出成都王府井二店。百联天府购物中心于 04 年 4 月 28 日正式开业，是百联集团打造的西部第一家现代化 Shopping Mall，总投资约 5.5 亿元，项目占地面积 85 亩，建筑面积 16 万平方米。2010 年 1 月，百联天府由于未能按约偿付租金而被迫与天府汇城解除租赁合同。

我们认为，天府汇城从 04 年开业，该商圈目前培育已基本完成，而且百联天府购物中心在 08 年已达到盈亏平衡。我们预计如果公司接手，新店与老店相距 5 公里，车程 11 分钟，凭借成都老店的品牌优势，有可能于开业次年就盈亏平衡。但考虑到天府汇城自身复杂的股权与物业关系，我们预计王府井如果进入，其租金成本可能较高。

图 22: 百联天府区域图示



资料来源：baidu 地图，国信证券经济研究所

物业价值折合每股 23 元，将继续加大自有物业比重

公司多次公开表示，公司未来有加大自有物业比重的可能，同时随着近年来商业房产价值剧增，公司原有物业价值增高，我们对公司自有物业价值进行了重新估算。

目前公司自有物业分布于北京、成都、武汉三地，面积占总体比重达 25%。我们按照三个城市中心商圈商业地产的平均价格对公司自有物业市值进行了估算。结果显示，公司自有物业的建筑面积约 30 万平米，折合现值 90 亿，远高于 22 亿的账面价值，摊薄后每股折合 23 元。

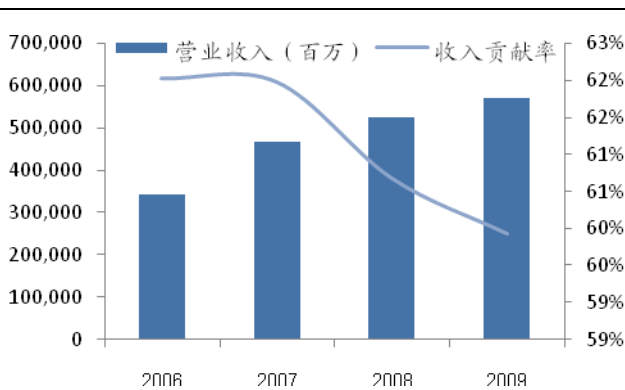
表 16: 王府井自有物业情况

所有人	用途	地址	建筑面积 (平方米)	单价 (元/平米)	价值 (百万)
北京王府井百货 (集团) 股份有限公司	商业	北京王府井大街 255 号	63,971.8	50000	3199
长安商场	商业	西城区复外大街 15 号	32,703.9	45000	1472
双安商场	商业	海淀区北三环西路 38 号	37,310.0	26000	970
成都王府井百货	商业	四川省成都市总府路 15 号	135,412.0	20000	2708
武汉	商业	湖北省武汉市江汉区江汉路 129 号	35,030.0	20000	701
合计			304,427.94		9049

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

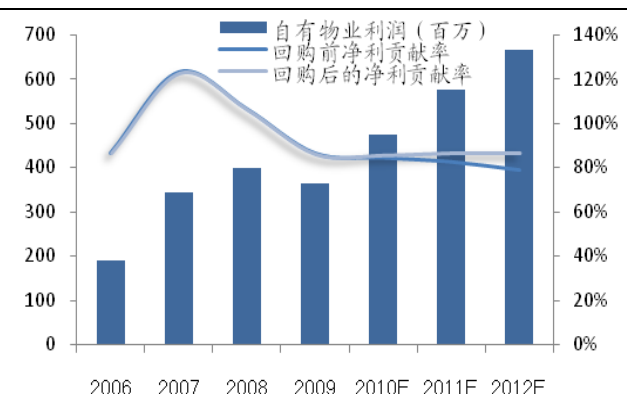
随着公司扩张步伐的加快，来自自有物业的收入比重将持续下降，由租赁店面带来的经营风险上升。为规避店面租金上涨带来的经营压力，未来公司将持续加大自有物业持有比例。我们认为未来自有物业比例将由目前的 25% 提升至 50%，提升幅度达 25%。从目前公司店面分布情况看，公司进行物业回购的地区可能会优先考虑北京、成都、广州等物业成本较高的一线城市。

图 23: 自有物业收入比重下降增大公司经营风险



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 24: 回购将维持自有物业的净利润贡献率



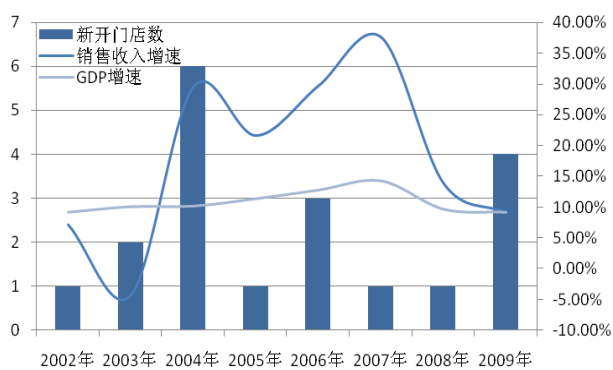
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

财务分析

成长性分析

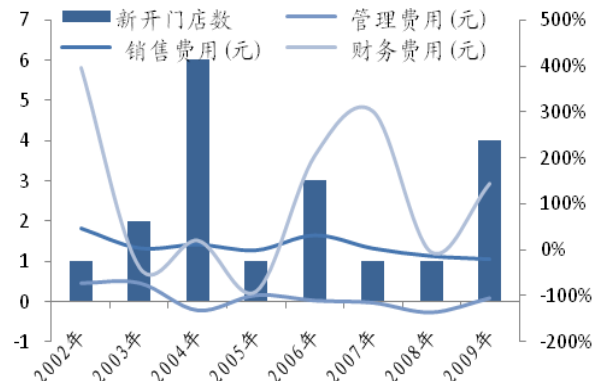
扩张之路重启，长期成长基础牢固：09年，公司回归扩张之路，在宏观经济形势下滑的形势下，新开门店超过4家，10年也将延续4-6家的开店速度，预计未来新店扩展速度将维持在3家左右。历史经验显示，公司当年新开门店数量增加会带来之后1-2年的收入增长，同时根据开店的数量、地点和面积不同财务费用会出现大幅波动。新开店在在经过1-3年的培育期后将会成为公司新的收入增长点。

图 25：王府井新店扩张情况与收入增长情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 26：王府井新店扩张情况与各项费用率增长率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

盈利分析

09年王府井毛利率为17.58%，略低于行业平均的20%。对比历史同期水平，王府井的毛利率始终维持在18.5%-19.5%之间，在同行业中保持中等水平。同时考虑到公司较为成熟的联营经验所带来的较低的管理费用率（08年王府井3.58，低于同行业6.22），造成毛利率较低的原因主要来自较高的采购成本。由于公司采用统一采购方式，未来藉由规模效应公司抑或降低采购成本，提升盈利空间。

营运能力分析

得益于联营模式的持续推进，公司的管理模式逐渐趋于成熟，营能力稳步提升，主要表现为近几年存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率及总资产周转率呈逐年上升的态势。

表 17：营运能力指标（05-09）

	2009	2008	2007	2006	2005
营业周期(天)	14.12	15.42	17.63	30.76	45.99
应收账款周转天数	2.34	2.76	2.78	5.28	11.04
应收账款周转率(次)	153.7	130.51	129.45	68.24	32.62
流动资产周转率(次)	5.15	5.06	4.39	3.32	2.54
总资产周转率(次)	1.63	1.6	1.56	1.52	1.44
固定资产周转率(次)	4.94	6.74	11.91	8.93	7.01
存货周转天数(天)	11.78	12.66	14.85	25.48	34.95
存货周转率(次)	30.57	28.44	24.25	14.13	10.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利预测：10-12 盈利能力将稳步提升

基本假设

根据对公司基本面的分析，我们假设公司 2010-2012 年的销售收入增长率分别为：25.9%、23.0%和 20.7%，同期新增门店数量增长 20%、13%和 11%，营业面积增长率分别为 32.8%、20%和 13.4%。

表 18：收入预测分项：前 10 家门店收入预测 09-12 年（百万）

	2009A	2010E	2011E	2012E
成都王府井	1,900.0	2,033.0	2,134.7	2,198.7
双安商场	1,215.7	1,337.3	1,471.0	1,544.6
百货大楼*	1,130.0	1,808.0	2,531.2	3,290.6
包头王府井	910.2	1,092.2	1,310.7	1,572.8
长沙	880.0	1,056.0	1,267.2	1,393.9
广州王府井	720.0	756.0	778.7	802.0
长安市场	705.4	740.6	762.8	785.7
西宁	552.7	663.2	729.6	802.5
洛阳	520.0	624.0	748.8	973.4
武汉王府井	328.5	344.9	362.1	380.3

*百货大楼 10 年扩建完毕后，面积由 1.8 万平增加到 6.3 万平

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

另外，我们假设营业成本增长 26.1%、21.5%和 17.0%。根据这些假设，预计 2010-2012 年每股盈利分别为 1.22、1.59 和 1.99 元（对应增速 25%、31%及 25%），前一日的收盘价 39.1 元对应 2010、11 年的 PE 分别为 32 倍和 24 倍，PB 为 4.9 倍。我们认为公司不但品牌及物业价值天然稀缺，且运营模式较为成熟，扩张时机把握得当；从业绩来看，其利基不但稳健，且不乏增长及短期催化剂，首次给予“推荐”评级，认为合理价值可达 43~48 元。

核心判断的主要风险

- 1、如果宏观经济下行风险超出预期，导致重点城市业务的增长目标不能实现；
- 2、公司新店扩张受阻，开店计划不能如期实现；
- 3、加大自有物业持有程度带来短期费用上升。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1860	2895	4096	5499	营业收入	11099	13974	17186	20739
应收款项	165	208	256	309	营业成本	9026	11418	14001	16860
存货净额	305	387	476	574	营业税金及附加	122	132	162	195
其他流动资产	213	268	329	397	销售费用	989	1190	1463	1765
流动资产合计	2542	3759	5157	6778	管理费用	407	543	660	788
固定资产	2276	2455	2617	2770	财务费用	68	68	68	68
无形资产及其他	1107	1070	1034	997	投资收益	32	32	32	32
投资性房地产	1371	1371	1371	1371	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	117	146	175	204	其他收入	0	70	70	70
资产总计	7413	8800	10354	12120	营业利润	519	726	933	1163
短期借款及交易性金融负债	70	70	70	70	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	1133	1439	1768	2131	利润总额	523	730	938	1168
其他流动负债	2428	3077	3779	4557	所得税费用	104	205	264	328
流动负债合计	3631	4586	5617	6757	少数股东损益	35	46	49	59
长期借款及应付债券	653	653	653	653	归属于母公司净利润	384	479	625	780
其他长期负债	185	284	383	483					
长期负债合计	838	937	1037	1136					
负债合计	4469	5524	6654	7894					
少数股东权益	114	160	209	269					
股东权益	2831	3117	3491	3957					
负债和股东权益总计	7413	8800	10354	12120					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	384	479	625	780
资产减值准备	4	(7)	0	0
折旧摊销	193	166	176	186
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	68	68	68	68
营运资本变动	(42)	867	933	1021
其它	16	53	49	59
经营活动现金流	557	1560	1784	2048
资本开支	(88)	(302)	(302)	(302)
其它投资现金流	11	0	0	0
投资活动现金流	(106)	(331)	(331)	(331)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(159)	(193)	(251)	(314)
其它融资现金流	614	0	0	0
融资活动现金流	296	(193)	(251)	(314)
现金净变动	747	1036	1201	1403
货币资金的期初余额	1112	1860	2895	4096
货币资金的期末余额	1860	2895	4096	5499
企业自由现金流	612	1229	1453	1717
权益自由现金流	1225	1231	1454	1718

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.98	1.22	1.59	1.99
每股红利	0.40	0.49	0.64	0.80
每股净资产	7.20	7.93	8.88	10.07
ROIC	15%	16%	28%	54%
ROE	14%	15%	18%	20%
毛利率	19%	18.3%	18.5%	18.7%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	6%	6%	6%
收入增长	9%	26%	23%	21%
净利润增长率	12%	25%	31%	25%
资产负债率	62%	65%	66%	67%
息率	1.0%	1.3%	1.6%	2.1%
P/E	39.7	31.9	24.4	19.5
P/B	5.4	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	26.4	24.2	20.4	17.6

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	