



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 8 日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

上调至推荐

王府井(600859.CH)

北京市场地位巩固、受益中西部消费增长

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,174	11,099	13,648	16,895	20,979
(+/-%)	13.9%	9.1%	23.0%	23.8%	24.2%
净利润	344	384	480	742	968
(+/-%)	29.2%	11.7%	24.8%	54.6%	30.5%
每股收益-增发后	0.74	0.83	1.04	1.60	2.09
市盈率-增发后	62.3	55.8	44.7	28.9	22.2
市净率(倍)	10.45	7.57	6.72	3.78	3.29
股价/经营现金	25.90	18.36	13.15	12.64	11.90
净资产收益率(%)	13.4	15.7	15.9	16.7	15.9
投入资本回报率(%)	12.5	15.3	16.4	17.5	16.6
股息收益率(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

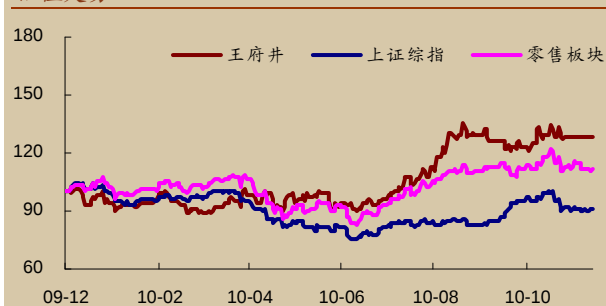
股票信息

当前股价	人民币46.37
股票代码	600859.CH
日成交量(百万股)	停牌
52周最高价/最低价	人民币50/31.2
增发后总股数(百万股)	462
增发后主要股东(持股比例)	北京王府井国际商业发展有限公司(49.05%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
王府井	0.0	-0.5	0.5	25.7
上证综指	2.0	-8.1	6.6	-12.2
零售指数	-0.9	-7.2	-3.3	7.7

估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

此次向集团定向增发获得 12 亿元现金, 实质是集团的一次增持, 锁定期 3 年, 体现出对上市公司成长性的信心; 同时作价 6 亿元收购成都店少数股东权益, 收购市盈率仅为 2010 年 15 倍, 加之今年 10 月份的增持, 有望增厚 2011 年每股收益 8%。此次增发有利于公司与资本市场形成良性互动, 提升业绩释放意愿。中长期来看, 王府井是我国著名的全国性百货连锁零售品牌, 在北京市场具备领军地位, 外地门店大多在中西部市场, 后续持续较快增长可期。纳入我们的优势组合, 上调评级至推荐。

主要依据:

- **增发项目具备吸引力。**公司拟向成都工投发行股票用于收购其持有的成都王府井 13.51% 的股权 (增发后 100% 持股), 以及在全国范围内新设百货门店和现有老门店装修改造等项目。
- **北京市场: 主力店面积极提升显成效。**王府井在北京共有 6 家门店 (今年新开两家), 都位于北京核心商圈, 聚集大量客流。百货大楼已于 9 月 10 日改造完成, 面积扩大 80%, 成为步行街上引领全新高品质时尚生活的大型综合百货店。
- **外地市场: 在中西部地区的良好布局。**公司有 16 家店处于中西部市场, 具备很好的先发优势, 且大多数门店正处于业绩快速提升和扭亏期, 增长潜力大。
- **明后几年净利润增长率均有望超过 30%。**上调 2010-2012 年净利润预测至 4.8 亿、7.42 亿和 9.68 亿, 增长 25%、55% 和 31%, 按增发后股本测算的每股收益分别为 1.04 元、1.60 元和 2.09 元。
- **NAV 高于市值。**合计 NAV 达到 272 亿, 对应每股 58.9 元, NAV 高出市值 27%, 股价具备较大支撑。

投资建议:

公司考虑增发后 2011 年市盈率为 29 倍, 处于合理区间, 品牌、跨区域网络价值支持公司拥有一定的溢价。我们看好王府井的业绩释放空间和管理层激励最终得以落实的潜力, 业绩可持续增长是其未来股价的拉动力量。

风险: 11 月 19 日停牌以来大市下跌了 0.4%、零售板块下跌了 0.9%, 但基本面向好明显, 可逢低吸纳。

目录

增发：集团增持+收购少数股东权益	3
北京市场：具备领先优势、百货大楼改造成功	5
6 家门店占据北京核心商圈	5
百货大楼改造效果良好	6
外地门店受益中西部消费腾飞	7
外地门店大多在中西部，重点区域将加密	7
成都、重庆、武汉、洛阳、包头门店业绩增长快，兰州店有望扭亏为盈	9
盈利预测和投资建议	11
盈利预测：业绩增速有望提升至 30% 以上	11
投资建议	13

图表目录

图表 1：增发对业绩影响	3
图表 2：募资情况对比	4
图表 3：两次募资收购示意图	4
图表 4：王府井北京门店	5
图表 5：百货大楼业绩测算	6
图表 6：改造后的百货大楼	6
图表 7：公司进入的中西部省份的经济情况	7
图表 8：公司门店情况	8
图表 9：公司销售收入和利润情况	8
图表 10：公司营业收入拆分	8
图表 11：外地门店采风	10
图表 12：门店盈利分拆	11
图表 13：门店收入分拆	12
图表 14：NAV 测算	13
图表 15：可比公司估值	14
图表 16：王府井历史 P/E 和 P/B	14
图表 17：历史和预测的财务指标	15

增发：集团增持+收购少数股东权益

此次融资发行股份数量为 4,480 万股，募集资金预计为 18.6 亿：

- 1) 成都工投以其持有的成都王府井 13.51% 股权作价人民币 6.2 亿元，认购本次发行的股份。
- 2) 王府井国际以现金认购本次发行的 2,980 万股股份，预计可募集现金 123,700 万元。

此次向集团定向增发的实质是集团的一次增持，锁定期 3 年，体现出对上市公司成长性的信心。增发后，总股本变为 4.62 亿（股本摊薄 9.7%），王府井国际持有公司 49.05% 股份，仍为公司第一大股东，成都工投持有公司 3.24% 股权。

作价 6 亿元收购成都店少数股东权益，收购市盈率仅为 2010 年 15 倍，加之今年 10 月份的增持，有望增厚 2011 年每股收益 8%。此次增发后，公司将持有成都王府井 100% 股权。今年 10 月，公司和成都工投曾共同对成都王府井进行增资。增资完成后，公司的持股比例变为 86.49%，成都工投的持股比例变为 13.51%。在这之前，公司持有成都王府井 70% 股权。

本次募集现金主要用于新开门店（4 家，成都 2 店、鄂尔多斯、唐山及郑州店）、门店装修（7 家，百货大楼西配楼、双安、长沙、重庆解放碑、武汉、呼和浩特和西宁 1 店）、电子商务及信息系统升级。本次发行股票收购的成都王府井有着良好的盈利能力，同时新开门店、改造门店也都具有较好的发展前景，未来将会进一步增强公司的盈利能力。

图表 1：增发对业绩影响

	净利润（亿元）	每股收益（元）	市盈率
2009	3.84	0.83	55.8
2010E	4.69	1.12	41.4
成都店2010年10月增厚股权16.49%	0.11		
2010新预测	4.80	1.15	40.4
2011E	6.20	1.48	31.3
成都店2010年10月增厚股权16.49%	0.67		
成都店此次定向增发增厚13.51%	0.55		
2011新预测	7.42	1.60	28.9
原股本	4.18		
新增股本	0.45		
新总股本	4.63		
股价（元）	46.37		
增发价（元）	41.51		

成都王府井	收入	净利润
2009	32.9	1.12
2010年1-10月	36.8	2.44
2010E	44.6	3.13
2011E	53.5	4.07
收购价（亿元）	6.2	
收购市盈率（2010）	14.7	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

此前一次的可转债募资也很有效率：

公司去年曾通过发行可转债融资，用于收购王府井大厦剩余 55% 股份。王府井大厦建筑面积 9.7 万平米，收购之前，上市公司拥有面积使用权 3.9 万平米（40%），剩余 5.8 万平米（60%）归动力国际所有。收购完成后，公司获得王府井大厦的全部物业土地使用权和房产所有权（增加了 5.8 万平米）。原北京市百货大楼和全部王府井大厦合计建筑面积将达到 14 万平方米。

之前，受制于王府井大厦物业问题，公司一直未能对百货大楼和王府井大厦进行全面规划。王府井大楼收购完成后，今年 3 月，王府井百货大楼主楼进行改造，王府井百货大楼已于 9 月正式开业，南馆改装和北馆调整进一步扩展了经营规模、提升了经营品位，定位上北楼年轻时尚，南楼高档精品。

图表 2：募资情况对比

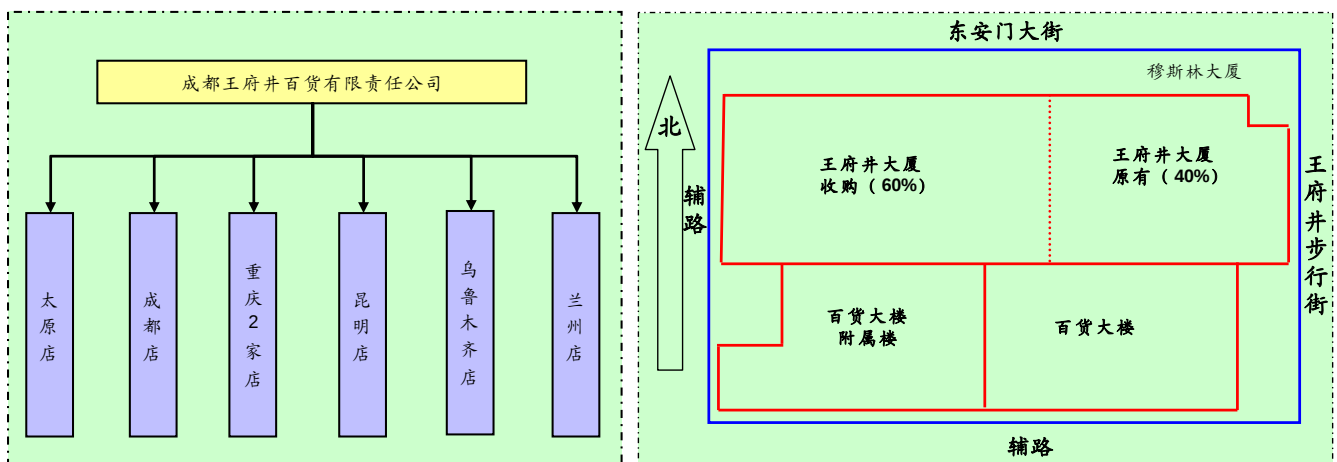
发行概况	前次募资	此次募资
募资形式	可转债	非公开发行股票
募资金额（百万元）	821	1860（其中现金1237）
发行股数（或转股后，百万股）	25	45
发行后总股本：	418	462
发行股数占发行后总股本的比例：	5.91%	9.69%
主要用途	全部用于收购王府井大厦公司55%的股权 收购成都王府井13.51%股权、新建门店、老店装修改造、电子商务建设和信息系统升级等	
发行后主要股东及占比：	北京王府井国际商业发展有限公司(47.17%)	北京王府井国际商业发展有限公司(49.05%)
备注	可转债已摘牌，累计转股2467万股	王府井国际以现金认购2980万股

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：两次募资收购示意图

此次收购后公司持有成都分公司 100%股权（原 86.49%）

上次转债融资



资料来源：公司可转债公告，中金公司研究部 注：成都王府井公司还包括南宁王府井，但南宁王府井现已关闭

北京市场：具备领先优势、百货大楼改造成功

6 家门店占据北京核心商圈

王府井是我国最大的连锁百货零售商之一，公司现有 22 家门店，覆盖 15 个城市，总计建筑面积达 114 万平米，自有物业面积 37.8 万平米（成都店以 13.5 万平米计）。

王府井在北京共有 6 家门店（今年新开两家），包括百货大楼、东安市场、双安商场、长安商场以及新开的火神庙店和大钟寺店，这 6 家店都位于北京核心商圈，地理优势明显，聚集了大量客流。2009 年北京的 4 家店贡献百货收入 33%。而随着火神庙店和大钟寺店的开业，北京地区的市场控制力度会更加加强。

► 王府井商圈：百货大楼、东安市场

王府井商圈是北京最早、最成熟的商圈，其商业鼻祖的地位无可争议。位于步行街的北京百货大楼是公司最重要的百货店，也是新中国第一店，开业于 1955 年。2009 年公司收购王府井大楼作为北京百货大楼附属北楼，之后进行打通，面积由原来的 8 万增加至 14 万平米。东安市场临近百货大楼，与百货大楼一起共享步行街的超强消费水平。

► 中关村商圈：双安商场、大钟寺店

双安商场开业于 1994 年 8 月，2005 年进行了改装，商场地理位置优越，位于中关村高科技园区的中心地带，紧邻地铁 4 号线。周边高校林立，高新技术产业密集，消费群体知识层次和家庭收入都高，且消费集中。商场营业楼共五层，建筑面积 3.6 万平米，并有 350 个停车位，集购物、餐饮、娱乐于一体，从去年开始对后院进行扩建。双安商场是公司的主力门店之一，08 年收入就超过 12 亿元。公司拟于 2011 年 4 月起实施装修改造。

今年 9 月，集团的子品牌——“hQ 尚客”在大钟寺开业。“hQ 尚客”英文全称 Fashion Headquarters，主要针对 18-35 岁的年轻客层，区别于传统王府井精品百货和大众百货定位，集中满足经济独立、消费理念成熟的年轻族群需求。该店位于中坤广场，广场总体量约 43 万平方米，“hQ 尚客”占地 4 万平米。该店由双安商场的经营团队运营。

► 金融街商圈：长安商场

长安商场开业于 1990 年 5 月，1998 年对外部环境和基础设施进行改造，调整了经营定位和商品布局，主要满足“工薪阶层重点消费和品位消费”。现营业楼地上五层，地下二层，总建筑面积 3.2 万平米，商圈金融企业密集，人员收入层次非常高，客流充足。

► 大兴区核心商圈：火神庙店

今年 9 月 30 日，大兴火神庙店开始试营业。该店位于大兴最大商业 Mall 火神庙商业中心主力百货楼座，建筑面积 4.3 万平米。整个 MALL 城占地近 23 万平米，集购物、娱乐、休闲、餐饮和公寓于一体。大体量的面积、一体化的设施有利于聚集人气，而作为主力百货的王府井火神庙店更是可以充分享受客流聚集带来的收入快速增长。

图表 4：王府井北京门店



资料来源：公司资料，中金公司研究部

百货大楼改造效果良好

北京百货大楼是公司的第一店，2009 年约占公司销售收入的 12%。2009 年公司通过发行可转债融资收购王府井大厦剩余 55% 股份，与原百货大楼形成经营共同体。但定位上南楼（原百货大楼）高档精品，北楼（王府井大厦）年轻时尚，共同打造一个具有购物中心元素的精品时尚百货店。

今年 3 月，王府井百货大楼主楼进行改造，整体投资上千万元，经过 6 个月的装修，王府井百货大楼已于 9 月 10 日正式开业。此次南馆改装和北馆调整，对硬件设施和软性服务进行了全面提升，**现百货大楼已调整为一家引领全新高品质时尚生活的大型综合百货店。**

- **营业面积大幅扩大，业绩有望较快增长。**公司于 2009 年发行可转债融资收购王府井大厦剩余 55% 股份，面积由原来的 8 万增加至 14 万平米。而此次改造后，营业面积从 3.5 万平米增加至 6.3 万平米，增加了 80%。今年 1-7 月百货大楼在南馆闭馆装修的情况下，销售收入仍达到 10 亿元（税前），增长 27%，潜力巨大。
- **提升品牌，引领时尚生活。**在改造提升过程中，共引入了 63 个新品牌，涉及男女装、化妆品、珠宝钟表等多个大类。百货大楼还以香奈儿、雅诗兰黛、兰蔻等国际一线化妆品的引进为突破口，先后引入了卡地亚、爱马仕、梵克雅宝、施华洛世奇等一大批国际大牌。全新亮相后的百货大楼南馆，国际国内一、二线品牌数量近 200 个。
- **提升硬件设施。**增设了顾客休息区、ATM 自动取款机、自动售货机等。装修一新的会员服务中心还增加了叫号机、手机充电站、无线上网、自动擦鞋机等诸多服务项目。而 180 个车位的地下大型停车场的启用，也大大便利了有车一族前来购物，每天 17 点以后，顾客还能享受免费停车服务。
- **打造大型综合百货店。**自去年以来，百货大楼陆续引进了 20 余家美容、美发、餐饮、影城等休闲、娱乐服务项目。星巴克咖啡、拿渡麻辣香锅、萨莉亚意式餐厅等著名餐饮项目，思妍丽美容、吉米美发等休闲项目，经过一年的市场培育，都已分别形成了各自的固定客群；屈臣氏、无印良品、MOTHERCARE 等次主力店的入驻也大大丰富了大楼的商品品种。位于百货大楼北馆八层的横店影城于今年 5 月新开张，更是吸引了大批年轻客群。

图表 5：百货大楼业绩测算

百货大楼业绩测算						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
建筑面积(万平米)	8.2	14(08年收购)	14	14	14	14
实际开始营业面积(万平米)	3.5(年底新开1.7万平米青春馆)	3.5	3.5	6.3(扩容改造)	6.3	6.3
收入(百万)	917	1,200	1,204	1,571	1,916	2,268
增长率%	-	31%	0%	31%	22%	18%
百货大楼	761	900	954	1,049	1,133	1,224
增长率%	-	-	-	10%	8%	8%
北楼	156	300	250	522	783	1,044
平效(营业面积)	一直处于经营调整，实际效果未显现			20,000	30,000	40,000
整体平效	-	34,291	34,394	24,939	30,415	35,996
合并净利润(百万)	86	21	-26	126	169	222
增长率%	-	-	-	-	34%	32%
百货大楼	86	87	-26	-	-	-
北楼	-	-66	-	-	-	-
净利率	9.4%	1.7%	-2.1%	8.0%	8.8%	9.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部（未考虑总部费用）

图表 6：改造后的百货大楼



资料来源：公司数据，中金公司研究部

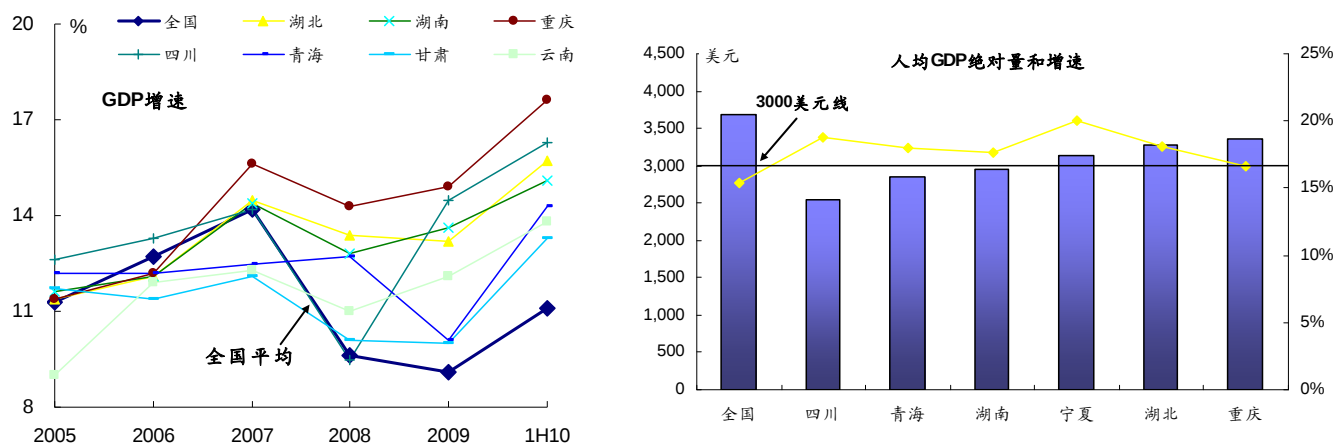
外地门店受益中西部消费腾飞

外地门店大多在中西部，重点区域将加密

王府井是跨区域发展的领先者，自公司 1996 年在广州开设第一家外埠门店，至今已有 14 年之久，22 家门店中外埠门店达到 16 家。这 16 家店贡献公司百货收入的 67% 左右。

- **管理层具有战略眼光，提前布局中西部。**王府井是较早进军中西部地区的百货零售商，16 家外埠门店除了广州店都处于中西部。观察各门店的分布和开业时间可以发现，公司首先在北京、广州等一线城市布局，随后布局成都、武汉、重庆等二线城市，后又进驻乌鲁木齐、太原等中西部具有发展潜力的重点城市。公司在中西部市场具有先发优势。此次增发新开门店中有 3 家（成都 2 店、鄂尔多斯、郑州店）位于中西部。
- **中西部市场竞争不激烈、需求增速快。**“由东向西”是未来发展的趋势，未来中西部省份经济增速将出现分化。承接产业链快的中西部省份将迅速增长，成为中国经济的第二梯队，有望重演沿海省份过去 10 年的高增长，同时城市化进程加速，将带动当地消费与服务业增长。2008 年后，第二梯队吸引外资的增速已经超过沿海地区。从公司进入的省份和城市来看，经济增速明显高于全国，所在大部分省份的人均 GDP 刚达到或即将达到 3000 美元的“黄金线”，居民消费进入快速增长时期。
- **重点中西部区域开始加密。**包头 1 店于 2002 年年底开业，开业两日销售额达到 500 多万，在当地引起轰动，2003 年即实现盈利。此后，该店实现快速增长，2007 年实现净利润 2300 万，随后公司又于 2008 年新开包头青山店。目前公司在重庆拥有 2 家门店（解放碑店和沙坪坝店），湖南 2 家（长沙店和株洲店），今年 11 月公司签约西宁 2 号店，此次增发项目中的成都 2 店和鄂尔多斯店（内蒙古包头已有 2 家门店）都是优势区域加密，广州 2 店也在筹备中。优势区域门店的加密，能够在所在区域快速形成规模优势，降低物流、销售等费用，缩短新门店培育期，提升区域控制力度。
- **新开门店体量加大。**公司近年来新开门店的面积普遍加大，2009 年新开的太原店面积 8.4 万平米，昆明店 12 万平米，大体量可以聚集更多客流，也更容易抵抗周边购物中心的竞争。另一方面，公司也会充分利用购物中心的优势，将一些新店开于当地 Mall 城内，享受客流和人气聚集带来的业绩快速增长。
- **开业时间梯队合理。**算上今年新开的 3 家门店，22 家门店开业于 2004 年之前的有 9 家，2004 到 2007 年有 6 家，2008 年及之后开业的有 7 家，合理的时间梯队可以有效缓解业绩和资金压力。

图表 7：公司进入的中西部省份的经济情况



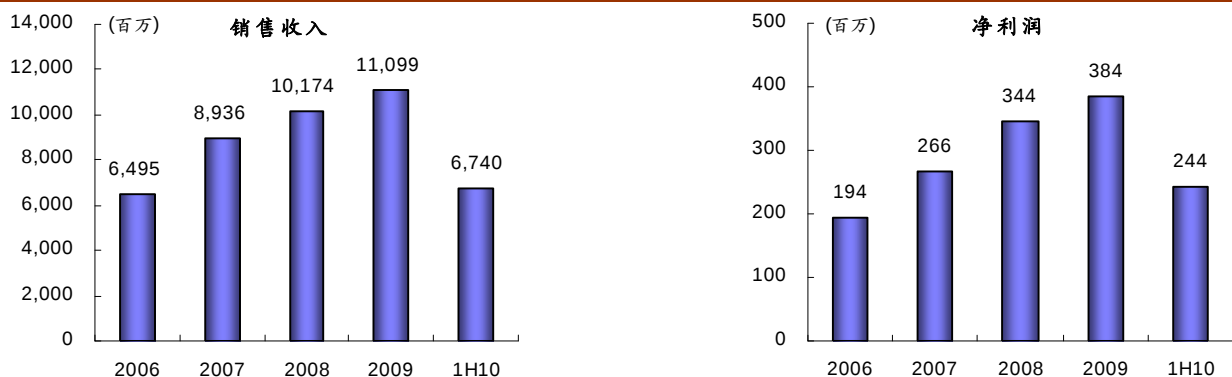
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 8：公司门店情况

序号	地区	门店	开业时间	建筑面积 (万平方米)	股权比例	物业
1	北京地区	北京百货大楼	1955-9	14	100%	自有
		北楼	2007		100%	自有
2		北京东安市场	1905-6	1.2	100%	租赁
3		北京长安商场	1990-5	3.2	100%	自有
4		北京双安商场	1994-8	3.6 (后院扩建)	100%	自有
5		大钟寺店	2010-9		100%	租赁
6	华北其它地区	火神庙店	2010-9	4.3	100%	租赁
7		包头王府井	2002-12	2.9	100%	租赁
8		包头青山店	2008-4	3	100%	租赁
9		呼和浩特王府井	2004-12	3.7	100%	租赁
10		太原	2009-4	8.4	100%	租赁
11		广州王府井	1996-7	3.3	100%	租赁
12	中南地区	武汉王府井	1998-1	3.5	100%	自有
13		长沙王府井	2004-12	7.2	100%	租赁
14		洛阳王府井	2004-12	3.8	100%	租赁
15		株洲店	2010-11	3.3	100%	租赁
16	西南地区	成都	1999-12	13.5 (百货6.3万)	100%	自有
17		重庆王府井1	2003-12		100%	租赁
18		重庆王府井2	2006-1	3.9	100%	租赁
19		昆明	2009-9	12 (百货3.4万)	100%	租赁
20	西北地区	西宁王府井	2006-12		100%	租赁
21		乌鲁木齐王府井	2007-3	3	100%	租赁
22		兰州	2009-8	5.1	100%	租赁

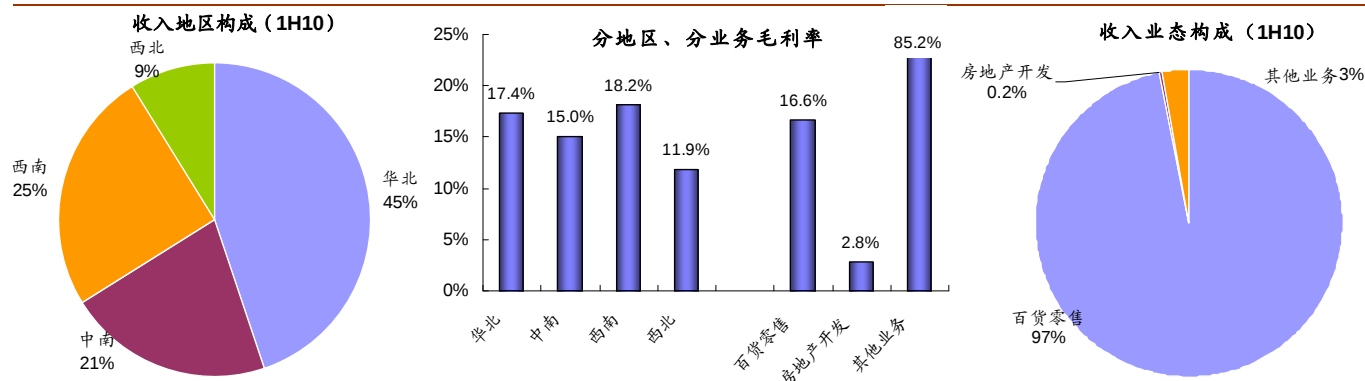
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9：公司销售收入和利润情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10：公司营业收入拆分



资料来源：公司数据，中金公司研究部

成都、重庆、武汉、洛阳、包头门店业绩增长快，兰州店有望扭亏为盈

受益于良好的公司品牌、优越的地理位置以及管理的提升，外埠门店整体都有改善，其中成都店和重庆沙坪坝店上半年同店增长接近 20%，而包头两店上半年收入增速更是超过 20%。洛阳店结束了百货区的全部商业改装工作，未来业绩可期。即使受商圈地铁施工影响的长沙店，上半年收入也有 18% 的增长。

► 成都店，外埠门店业绩最佳

成都店开业于 1999 年，位于繁华的春熙商圈，开业当年即实现盈利，且每年保持收入增长 20% 以上，是公司效益最好的百货店之一。去年，成都王府井对外立面进行装修并对 5-7 层扩建，扩建后商场新增 60 个品牌，现总建筑面积达 13.5 万平米（百货面积 6.3 万平米），已经成为成都单体面积最大的百货门店。今年上半年同店增长接近 20%，体现了成都店较好的经营管理水平和较高的品牌认知度。现公司成都 2 店也在筹备中。

此次增发后，公司将 100% 控股成都王府井公司（包括成都、重庆、昆明、兰州、乌鲁木齐、太原等地门店），09 年公司只持有 70% 的股权。由于成都王府井有着良好的盈利能力，此次收购将会进一步增强公司的盈利能力。

► 洛阳店受益于装修和改造

洛阳店开业于 2004 年，并于去年开始改造。今年 4 月 22 日扩租增容后的 C 区开业，从而实现了 A、B、C 三个区域的贯通；之后又先后启动了对门店 A、B 区的装修和调整工作。日前，洛阳店结束了百货区的全部商业改装工作。通过此次装修调整，洛阳店实现了物业体量的整体扩容，不仅品牌级别上有了提升和突破，在形象上，也与当地同行明显的拉大了差距，基本达到了软硬件水平五年不落后的目标。

► 包头店，优势区域再次提升

包头有两家门店，分别开业于 2002 年和 2008 年。开业于 2002 年的包头 1 店业绩非常好，2007 年实现盈利 2300 万，这源于对品牌的不断调整，2004 年引进新品牌 219 个，2006 年斥资 2000 万扩业装修。2008 年 4 月，包头青山店成功开业，开业当年即实现盈利。现两店收入增速较快，上半年包头两店收入增速超过 20%。而且，随着钢铁大街地下工程的收尾以及主要商圈环境的改善，包头 1 店未来发展将会进一步提高。

► 重庆、武汉店，业绩增速将加快

重庆有两家店：解放碑店和沙坪坝店，分别开业于 2003 年和 2006 年，建筑面积为 4.9 万平米和 3.9 万平米。目前沙坪坝店盈利增长较快，解放碑店由于位置原因业绩仍处于略亏状态。

武汉店是公司开业较早的一家门店，开业于 1998 年，建筑面积 3.5 万平米，位于武汉最为繁华的中山大道上，邻近武汉标志性建筑佳丽广场。2004 年，公司投入 2300 万，对武汉王府井的物业格局进行彻底改造，完成了从传统百货向现代百货的转变，2007 年起门店已开始盈利。

► 兰州店有望扭亏为盈

兰州店开业于 2009 年 8 月，建筑面积 5.1 万平米，位于瑞德摩尔万国港购物中心内，包括 1-5 层，周边竞争较少。兰州店定位于大众时尚，品牌中档偏上，不仅有兰州其它商场的传统品牌，还有近 100 家独有国际品牌。兰州店今年有望扭亏为盈。

► 此次增发资金将对中西部 5 家门店进行改造

公司利用此次资金将对长沙（09 年店含税销售额突破 8.6 亿，单体店销售已跻身长沙市场第二名）、重庆解放碑（市政府准备打造以解放碑商圈为核心的解放碑 CBD）、武汉、呼和浩特和西宁 1 店进行改造，提升购物环境、调整品牌结构，从而提升门店竞争实力。

图表 11：外地门店采风



资料来源：公司网站，中金公司研究部

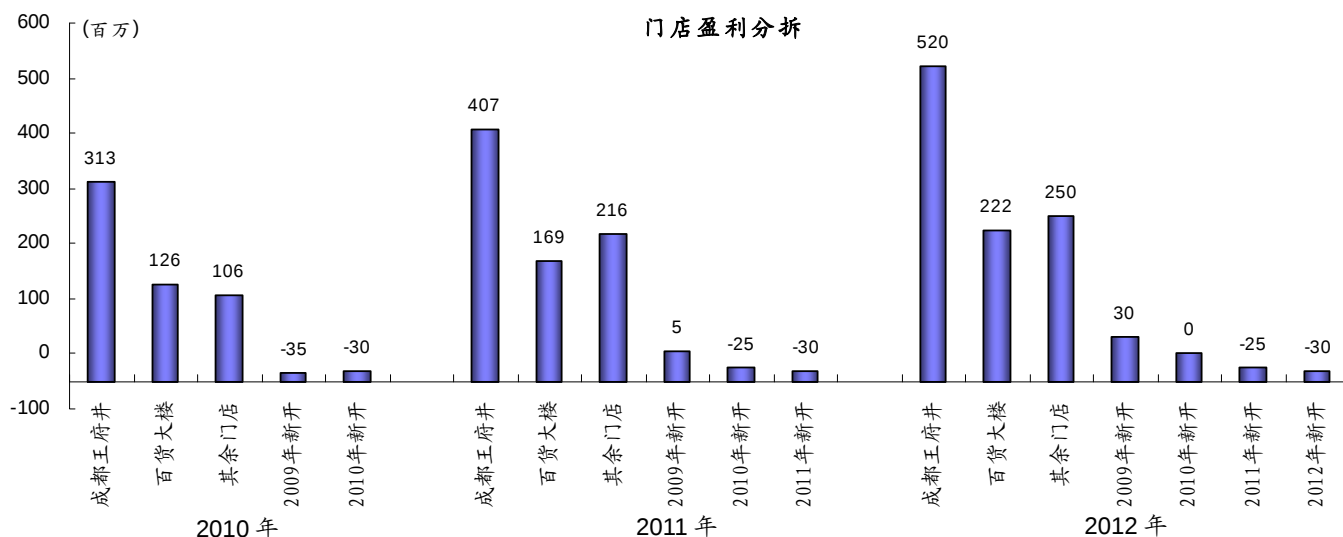
盈利预测和投资建议

盈利预测：业绩增速有望提升至 30% 以上

2009 年公司销售收入和净利润分别为 111 亿、3.8 亿，同比增长 9.1% 和 11.7%，主要由于金融危机，百货大楼改造等影响，但今年以来其业绩增速已经呈现回升趋势。预计随着百货大楼改造完成带来的盈利提升、成都店少数股东权益收购以及外埠门店的整体改善，公司业绩增速有望得到较大提升。因此，上调 2010-2012 年净利润预测至 4.8 亿、7.42 亿和 9.68 亿，增长 25%、55% 和 31%。理由在于：

- **百货大楼改造，提升业绩。**此次南馆改装和北馆调整，对硬件设施和软性服务进行了全面提升，共引入了 63 个新品牌，并进一步提升了硬件设施，同时引进了一系列餐饮、休闲及娱乐服务项目。现百货大楼已调整为一家引领全新高品质时尚生活的大型综合百货店。今年 1-7 月百货大楼在南馆闭馆装修状况下，仍然实现 27% 的销售增长。因此，改造后的业绩更是有望实现较快增长。
- **受益于中西部经济的崛起，外埠门店整体有改善。**随着中西部经济发展的加速以及城市化进程的不断推进，中西部地区居民消费进入快速增长时期，而较早布局中西部城市的王府井百货也将受益于此。成都店和重庆沙坪坝店以及包头两店上半年同店增长 20%，而洛阳店结束了百货区的全部商业改装工作，未来业绩可期。今后几年，这些门店的业绩增速仍将维持在较高水平。
- **新门店逐步进入盈利期、加速布局优势区域。**公司是跨区域最先进入中西部市场的百货零售商，2000 年前就进入成都、武汉等城市，效益非常不错，后又进驻乌鲁木齐、太原等城市，这些网点和北京、广州地区的门店形成一个合理的整体梯队。同时，公司也在加速布局优势地区，目前公司在重庆拥有 2 家门店（解放碑店和沙坪坝店），湖南 2 家（长沙店和株洲店），今年 11 月公司签约西宁 2 店，此次增发项目中的成都 2 店和鄂尔多斯店（内蒙古包头已有 2 家门店）都是优势区域加密，广州 2 店也在筹备中。增发公告中公司明确了对成都 2 店、鄂尔多斯、唐山及郑州店等新店后续拓展，未来公司会进一步完善门店布局，在优势地区进一步提高市场份额。

图表 12：门店盈利分析



资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：2010 今年为备考数据。

图表 13：门店收入分拆

序号	地区	门店	开业时间	建筑面积 (万平米)	股权比例	物业	收入					
							2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1	华北地区	北京百货大楼	1955-9	14	100%	自有	761	900	954			
		北楼	2007		100%	自有	156	18.3%	6.0%	1571	1916	2268
2		北京东安市场	1905-6	1.2	100%	租赁	273	344	-16.7%	30.5%	22.0%	18.4%
3		北京长安商场	1990-5	3.2	100%	自有	675	26.0%	-17.4%	7.0%	8.0%	6.0%
4		北京双安商场	1994-8	3.6	100%	自有	1195	694	690	745	805	901
5		包头王府井	2002-12	2.9	100%	租赁		2.7%	-0.6%	8.0%	8.0%	12.0%
6		包头青山店	2008-4	3	100%	租赁	513	1269	1216	1313	1418	1631
7		呼和浩特王府井	2004-12	3.7	100%	租赁		6.2%	-4.2%	8.0%	8.0%	15.0%
8		太原	2009-4	8.4	100%	租赁	218	282	292	335	379	424
								29.5%	3.4%	15.0%	13.0%	12.0%
9	中南地区	武汉王府井	1998-1	3.5	100%	自有	306	326	317	365	408	449
10		广州王府井	1996-7	3.3	100%	租赁	571	6.5%	-2.6%	15.0%	12.0%	10.0%
11		长沙王府井	2004-12	7.2	100%	租赁	573	619	614	675	742	817
12		洛阳王府井	2004-12	3.8	100%	租赁	399	8.4%	-0.9%	10.0%	10.0%	10.0%
								26.4%	17.3%	16.0%	16.0%	18.0%
13	西南地区	成都	1999-12	13.5 (百货6.3万)	100%	自有	1588	483	544	626	720	828
14		重庆王府井1	2003-12	4.9	100%	租赁	298.2	21.1%	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%
15		重庆王府井2	2006-1	3.9	100%	租赁	233	1765	2209	2651	2970	3266
16		昆明	2009-9	12 (百货3.4万)	100%	租赁		11.1%	25.2%	20.0%	12.0%	10.0%
								300.5	266	285	313	344
17	西北地区	西宁王府井	2006-12	2.6	100%	租赁	250	0.8%	-11.5%	7.0%	10.0%	10.0%
18		乌鲁木齐王府井	2007-3	3	100%	租赁	132	263	281	332	392	451
19		兰州	2009-8	5.1	100%	租赁		13.2%	6.9%	18.0%	18.0%	15.0%
								56	231	381	571	717
									350.0%	65.0%	50.0%	50.0%
20	2010年新开	北京大钟寺店	2010-9	4	100%			427	553	636	731	841
21		北京火神庙店	2010-9	4.3	100%			71.1%	29.4%	15.0%	15.0%	15.0%
22		湖南株洲店	2010-11	3.3	100%			189	238	280	337	404
								42.9%	25.8%	18.0%	20.0%	20.0%
									64	214	340	476
23	2011年新开 2012年新开	1家店							235.4%	59.1%	40.0%	40.0%
		4家左右							80	250	450	550
		4家左右								212.5%	80.0%	80.0%
									50	200	380	480
										300.0%	90.0%	90.0%
	关闭门店及合并抵消	门店销售收入汇总					8139	9748	10850	13362	16566	20601
		南宁王府井\石家庄\徐州					573	157	-55	-63	-73	-84
		商品销售营业收入					8,713	9,905	10,795	13,299	16,492.63	20,517
		增长率						13.7%	9.0%	23.2%	24.0%	24.4%
		非核心/其他业务收入					223	269	304	349	402	462
	整体营业收入	增长率						20.4%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%
							8,936	10,174	11,099	13,648	16,895	20,979
								13.9%	9.1%	23.0%	23.8%	24.2%

投资建议

- ▶ **市盈率合理。**股价对应 2011 年市盈率 29 倍，处于行业合理区间。且公司布局全国网络，应享有一定溢价。
- ▶ **资产价值高。**公司 5 家自有物业门店合计面积达到 37.8 万平米，其他配套物业为住宅和仓库等建筑。我们的测算具有一定保守性，未包括已拥有但还未建的土地。合计 NAV 达到 272 亿，对应每股 58.9 元，NAV 高出市值 27%，股价具备较大支撑。
- ▶ **等待激励机制的突破。**公司目前尚未建立股权激励机制，正在不断完善内部激励与约束机制。现公司高级管理人员实行年薪制，年薪收入包括基本收入和效益收入两部分（效益收入总额按上市公司年度实现净利润的 5% 计提）。后续若能在激励机制上获得更大的突破，将更能促进公司的发展和管理层激情。
- ▶ **每年有望保持 30% 以上的净利润增速，是股价的持续拉动力量。**公司业绩增速加快的主要来源是：百货大楼改造完成、中西部门店的业绩提升。

图表 14：NAV 测算

物业价值+净现金+租赁经营商场目前盈利所能带来的市值		
自有物业市价假设：		元/平米
北京百货大楼	14.0	60,000
北京长安商场	3.2	50,000
北京双安商场	3.6	50,000
成都	13.5	25,000
武汉王府井	3.5	20,000
其它配套物业	27.8	
-北京	6.1	30,000
-宏业房地产开发	14.5	30,000
(1)自有物业商场价值：	亿元	221
(2)银行存款-银行负债：	亿元	29
租赁经营商场2010年净利润	亿元	0.7
(3)租赁商场2010年净利润*35倍市盈率	亿元	23
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	272
股价	元	46
股本	亿股	5
市值	亿元	214
NAV高出市值	-	27%
NAV对应每股	元	58.9

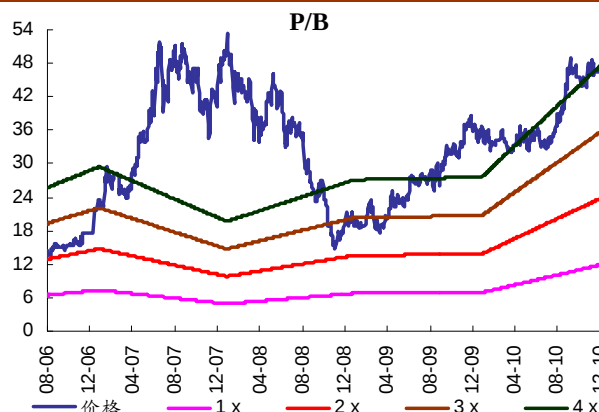
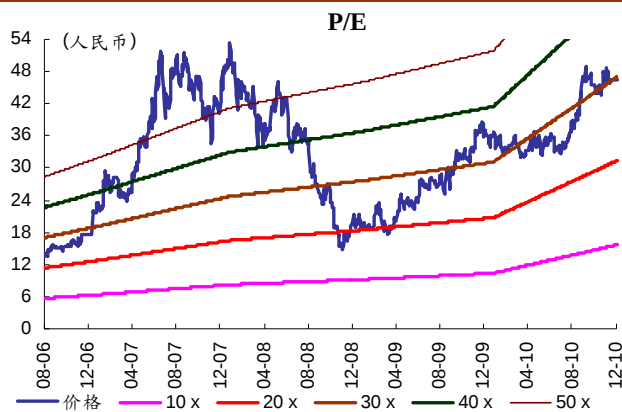
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15: 可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)					每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG	
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	51.97	15,265	302	-	508	68.2%	690	35.8%	1.03	1.73	2.35	50.5	30.1	22.1	51.1%	0.6
	600859.CH	王府井	46.37	21,441	480	24.8%	742	54.6%	968	30.5%	1.04	1.60	2.09	44.7	28.9	22.2	42.0%	0.7
	002419.CH	天虹商场	48.40	19,365	480	34.7%	634	32.3%	821	29.5%	1.20	1.59	2.05	40.4	30.5	23.6	30.8%	1.0
	3368.HK	百盛集团	12.68	35,619	1021	12.1%	1207	18.2%	1,449	20.0%	0.42	0.52	0.64	30.0	24.2	19.7	19.1%	1.3
	825 .HK	香港新世界	6.84	11,533	578	5.5%	685	18.6%	808	17.9%	0.34	0.41	0.48	20.2	16.8	14.3	18.3%	0.9
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	19.39	9,302	325	85.3%	446	37.2%	604	35.4%	0.62	0.85	1.15	31.3	22.8	16.8	36.3%	0.6
	000501.CH	鄂武商	18.39	9,328	355	48.7%	452	27.5%	612	35.3%	0.70	0.89	1.21	26.3	20.6	15.2	31.3%	0.7
	600778.CH	友好集团	14.89	4,638	117	94.0%	171	45.9%	248	45.3%	0.38	0.55	0.80	39.6	27.1	18.7	45.6%	0.6
	600729.CH	重庆百货	48.52	9,898	561	26.6%	762	35.8%	1,053	38.2%	1.50	2.04	2.82	32.2	23.7	17.2	37.0%	0.6
	600697.CH	欧亚集团	26.80	4,264	125	12.2%	154	23.2%	197	28.1%	0.78	0.97	1.24	34.1	27.7	21.6	25.6%	1.1
	600785.CH	新华百货	29.87	6,196	230	20.0%	288	25.2%	365	26.8%	1.11	1.39	1.76	26.9	21.5	17.0	26.0%	0.8
	002277.CH	友阿股份	24.75	8,643	206	37.8%	275	33.8%	351	27.6%	0.59	0.79	1.01	42.0	31.4	24.6	30.7%	1.0
	000419.CH	通程控股	11.07	3,886	108	90.1%	147	36.1%	203	38.1%	0.31	0.42	0.58	36.0	26.4	19.1	37.1%	0.7
	600858.CH	银座股份	27.44	7,928	221	27.5%	289	30.8%	351	21.5%	0.76	1.00	1.21	35.9	27.4	22.6	26.0%	1.1
	600828.CH	成商集团	20.59	7,529	163	27.3%	236	45.0%	315	33.5%	0.45	0.65	0.86	46.3	31.9	23.9	39.1%	0.8
	000564.CH	西安民生	8.39	2,553	60	23.1%	80	33.3%	111	39.1%	0.20	0.26	0.37	42.6	31.9	22.9	36.2%	0.9
	000516.CH	开元控股	6.57	4,687	96	25.1%	117	21.9%	140	19.7%	0.13	0.16	0.20	48.8	40.1	33.5	20.8%	1.9
	600738.CH	兰州民百	8.74	2,297	53	114.8%	64	20.8%	85	32.8%	0.20	0.24	0.32	43.3	35.9	27.0	26.6%	1.3
长三角地区	600631.CH	百联股份	16.02	17,639	551	38.8%	723	31.3%	955	32.1%	0.50	0.66	0.87	32.0	24.4	18.5	31.7%	0.8
	600827.CH	友谊股份	19.07	9,003	315	67.4%	373	18.4%	462	23.9%	0.67	0.79	0.98	28.6	24.2	19.5	21.1%	1.1
	600628.CH	上海新世界	12.37	6,578	217	20.2%	252	16.4%	306	21.3%	0.41	0.47	0.58	30.3	26.1	21.5	18.8%	1.4
	600655.CH	豫园商城	14.54	20,899	701	45.7%	847	20.7%	958	13.1%	0.49	0.59	0.67	29.8	24.7	21.8	16.9%	1.5
	1833.HK	银泰百货(经营性)	12.66	22,305	515	55.4%	692	34.5%	900	30.0%	0.34	0.48	0.64	37.2	26.4	19.8	32.2%	0.8
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	22.90	44,487	970	28.0%	1,268	27.5%	1,611	27.0%	0.58	0.80	1.04	39.4	28.8	22.1	28.8%	1.0
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	28.10	10,087	338	18.4%	451	33.7%	578	28.1%	0.94	1.26	1.61	29.9	22.3	17.5	30.8%	0.7
	600723.CH	西单商场	14.47	9,527	236	37.5%	269	14.2%	326	20.9%	0.36	0.41	0.49	40.4	35.4	29.3	17.5%	2.0
超市类公司																		
	000759.CH	武汉中百	13.04	8,881	278	30.5%	372	33.6%	484	30.1%	0.41	0.55	0.71	31.9	23.9	18.4	31.8%	0.7
	600361.CH	华联综超(自然恢复)	11.71	7,797	123	101.9%	203	65.6%	305	50.3%	0.18	0.31	0.46	63.5	38.4	25.5	57.8%	0.7
	600361.CH	华联综超(较快释放)	11.71	7,797	139	128.4%	287	106.5%	399	39.0%	0.21	0.43	0.60	56.2	27.2	19.6	69.5%	0.4
	002336.CH	人人乐	26.19	10,476	269	17.1%	347	29.2%	463	33.2%	0.67	0.87	1.16	39.0	30.2	22.6	31.2%	1.0
	002251.CH	步步高	26.00	7,029	188	13.6%	238	26.7%	292	22.9%	0.69	0.88	1.08	37.5	29.6	24.1	24.8%	1.2
	002264.CH	新华都	23.46	3,761	85	24.3%	126	47.9%	168	32.6%	0.53	0.79	1.05	44.0	29.8	22.4	40.1%	0.7
	814.HK	京客隆	10.20	4,204	182	23.5%	228	25.0%	279	22.2%	0.51	0.67	0.84	19.8	15.1	12.1	23.6%	0.6
	980.HK	联华超市	35.70	22,205	650	28.2%	823	26.7%	1,032	25.3%	1.21	1.61	2.07	29.4	22.1	17.2	26.0%	0.8
	8277.HK	物美集团	20.95	25,566	550	25.7%	690	25.4%	844	22.3%	0.52	0.69	0.86	40.0	30.4	24.2	23.9%	1.3
家电及电子消费品零售及分销公司																		
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	14.47	101,235	4049	40.1%	5308	31.1%	6,796	28.0%	0.58	0.76	0.97	25.0	19.1	14.9	29.6%	0.6
	493.HK	国美电器	3.05	50,897	1,817	30.3%	2,172	19.6%	2,564	18.0%	0.12	0.15	0.18	26.0	20.7	17.1	18.8%	1.1
手机分销	000829.CH	天音控股	12.76	12,082	357	88.3%	567	58.6%	876	54.6%	0.38	0.60	0.93	33.8	21.3	13.8	56.6%	0.4
	002416.CH	爱施德	42.38	20,906	670	40.2%	894	33.3%	1,165	30.4%	1.36	1.81	2.36	31.2	23.4	17.9	31.8%	0.7
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	33.89	46,118	925	1.0%	1469	58.9%	2,134	45.3%	0.68	1.08	1.57	49.9	31.4	21.6	51.9%	0.6
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	7.91	3,906	33	-56.0%	120	265.2%	196	63.1%	0.04	0.16	0.27	177.2	48.5	29.8	144.0%	0.3

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 16: 王府井历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 17: 历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,495	8,936	10,174	11,099	13,648	16,895	20,979
营业成本	-5,251	-7,270	-8,248	-9,026	-11,100	-13,735	-17,035
营业费用	-625	-756	-831	-989	-1,174	-1,436	-1,745
管理费用	-306	-300	-403	-407	-464	-558	-682
财务费用	-29	-24	-40	-68	-84	-36	-45
营业利润	348	524	550	519	710	982	1,283
税前利润	345	444	510	523	717	989	1,290
所得税	-128	-166	-138	-104	-172	-247	-323
少数股东权益	-23	-11	-28	-35	-65	0	0
净利润	194	266	344	384	480	742	968
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	713	782	828	1,168	1,630	1,697	1,802
投资活动现金流	-610	-226	-1,369	-319	-347	-817	-1,017
融资活动现金流	-99	-202	46	-101	-276	992	-118
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,253	1,607	1,112	1,859	2,866	4,738	5,405
应收帐款	256	354	367	378	411	509	632
存货	305	294	286	305	339	420	568
流动资产	1,814	2,255	1,765	2,542	3,617	5,667	6,605
长期投资	565	474	87	117	134	151	168
固定资产净值	730	770	2,247	2,246	2,181	2,435	3,010
在建工程	79	97	103	30	149	360	450
总资产	4,966	6,502	6,187	7,413	8,619	11,211	12,892
短期借款	90	90	490	70	0	0	0
应付帐款	2,447	2,598	2,991	3,422	3,977	5,036	5,868
流动负债	2,648	2,836	3,962	3,631	4,498	5,357	6,188
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	163	524	85	838	750	0	0
总负债	2,810	3,359	4,047	4,469	5,248	5,357	6,188
少数股东权益	35	65	87	114	179	179	179
股东权益	2,156	3,142	2,140	2,944	3,371	5,855	6,704

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED