

王府井 (600859.sh)

公司优质门店 2010 年经营回顾

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260208020271

盈利预测与估值评级

我们维持公司 2010-2011 年摊薄后 EPS 为 1.30、1.70 的预测,调高 2012 年 EPS 至 2.23 元,主要基于对 2011 年重新装修改造的门店在 2012 年业绩释放的信心。我们认为公司是国内目前管理最优秀的全国性连锁百货行业龙头,且未来仍将保持有序扩张状态,维持买入评级,考虑北辰股权,按 11 年 35 倍 PE,目标价 62 元。公司近期股价调整为投资者提供了绝好的买入良机,按周五收盘价计算,仅比大股东增发价高不足 4%,而从公司业绩弹性来看,目前 1.2 倍的 PS 使得公司未来业绩释放空间巨大,按 2011 年预测销售收入,只要公司净利润率提高 0.5 个百分点,就可以增厚公司 EPS0.10 元。

有别于大众的认识

市场目前对公司主要担忧在于,其一,公司原来与投资者交流较少使得大部分投资者对公司发展思路和管理层的能力非常的不了解;其二,认为公司业绩弹性不足,而我们测算了按 2011 年预测销售收入,只要公司净利润率提高 0.5 个百分点,就可以增厚公司 EPS0.10 元,好于大部分拐点型公司。其三,集团改制,战略投资者进入后必将推动公司管理团队重视市值管理,从而与资本市场互动加强。其四,公司率先进入网络零售领域,体现了公司的战略前瞻性,同时必将推动公司进一步的快速发展。

2010 年是王府井门店完成年度销售计划比例最高、数量最多的一年。截止 12 月 24 日,共有 16 家门店超额完成了全年的经济指标。我们特别推出门店跟踪,通过个案梳理的方式,回顾公司门店一年来的成长历程,让投资者对公司门店有更深入的了解。

风险提示

行业消费增速下滑

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10,174.04	11,098.82	13,544.0	16,255.8	19,716.1
增长率(%)	13.85%	9.09%	21.4%	20.0%	21.3%
EBITDA(百万元)	682.64	784.97	1352.1	1437.1	1880.1
净利润(百万元)	344.04	384.33	544.2	787.2	1,032.3
增长率(%)	29.22%	11.71%	41.60%	44.65%	31.14%
每股收益(元)	0.876	0.978	1.30	1.70	2.23
市盈率	21.70	37.72	33.38	25.55	19.49
市净率	3.64	5.12	3.92	3.37	3.02
BV/EBITDA	10.58	17.17	15.57	13.56	12.45

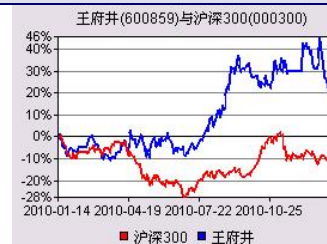
数据来源:北京王府井百货(集团)股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	43.22
目标价格(元)	62.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-13.17%	1.00%	24.18%
沪深 300	-3.92%	-2.57%	-9.45%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

417.64/417.64

主要股东:

北京王府井国际商业发展有限公司

主要股东持股比例 47.17%

财务比率

ROE	13.58%
ROA	8.70%
资产负债率	60.28%
每股净资产(元)	7.20

2009 年报数据

附：公司2011年成长性门店跟踪

2010年，是王府井门店完成年度销售计划比例最高、数量最多的一年。截止12月24日，共有16家门店完成了全年的经济指标，这标志着集团整体经营继续保持了一个稳健增长的态势。我们对王府井门店的个案梳理方式，回顾公司门店一年来的成长历程。也让投资者对公司门店有更深入的了解。

太原店的成绩：初战告捷绝非偶然

2010年，太原店正式开业第一年，销售额已经接近8亿元，并且提前75天完成全年的销售任务，是集团范围内首个完成计划指标的新开门店。它是集团开设的第一家高端百货店，秉承其“时尚”、“精品”的定位，与当地原有的百货店进行差异化经营，主推文化营销，以此推广“王府井”的品牌形象。

经过一年多的市场培育，太原店不断优化国际精品品牌组合，提高品牌形象，稳定了在当地奢侈品品牌市场的地位。

经验一：从经营层面探究

太原店之所以能够开业一年销售额快速增长，主要得益于以下三个方面：

(1) 定位高端进行针对性经营调整。门店1到11月份共引进新品牌137个，淘汰品牌71个，调整率达30%以上。通过对原有品牌的替换，全店的品牌层级得到了有效的升级，与此同时，新品牌的入驻不但提振了整体的销售业绩，同时也拉动了毛利的增长。特别是太原店的精品采购部，在今年成功完成了既定品牌的招商引进，截止11月底共新近引入品牌12个，使得门店的精品品牌总数达到了53个。目前，太原店已成功引进了GUCCI、BVLGARI、ROLEX等国际一线品牌，在正式开业的第一年就当之无愧的成为了当地市场内拥有着一线国际品牌最多的百货商场。(2) 核心品牌销售能力的有效提升。2010年，太原店核心品牌的销售能力得到了提升，有7个品牌专柜实现了年销售过千万的业绩，合计销售占到了全场销售总额为17.94%，其中古驰(GUCCI)品牌表现最为突出，自今年5月13日开业以来，半年时间就实现销售4157万元，在全国品牌销售中排名第一。(3) 会员消费成为门店销售的主力。1到11月份，太原店会员销售贡献率达到了48.5%。

经验二：从营销层面探究

太原店的营销特点可以概括为少而精，即在营销定位上，同样围绕门店市场定位——“精品”和“时尚”展开，通过建立品牌优势合作，促进门店和品牌的持续。也就是说，在营销策略上太原店专注于“精准”二字，摒弃了比较常见的轰炸式的价格促销模式，亦不以牺牲毛利为代价，换取市场占有率。

从过去一年的实践经验来看，太原店的营销多是以“文化营销”为核心，主推销中“精品组合”的概念，以重点品牌作为活动亮点，进行强势推广，在提升销售份额的同时，突出了品牌优势，强化了形象定位。从过去一年的销售业绩来看，这种营销策略确实收到了预期的效果，既为门店在太原当地高端百货市场的竞争提供了强劲动力，又为品牌未来的发展奠定了良好的市场基础，同时气和门店的整体定位，实现对目标客层的精准投放。6月11日太原店举办古驰(GUCCI)品牌开幕仪式暨初夏时装展示酒会，9月4日珠宝品牌CC卡美与国际著名钻石供应商在太原店举行了大型的明星见面酒会，10月13日尚美(CHAUMET)品牌在太原店举行开幕酒会，截至到1月底，三个品牌分别实现销售：4157万元、1706万元和55万元，达到了品牌

推广和效益增长的双重目的。

经验三：从硬件升级上探究

除了在经营层面和营销层面上下功夫，太原店同样重视对硬件环境的设计和改造，虽然开业时间不长，但门店今年就又开始对室温、光线、背景、音乐等细节做出新一轮的调整，使之不断适应其“时尚”、“精品”的定位。

其实在建店之初，集团就对太原店有了比较清晰的规划：聘请美国凯利森公司为太原店量身定制规划方案，将 15% 的面积规划为功能配套，8% 的面积规划为超市，主题餐厅、亲情乐园、水吧、咖啡厅、影院等多种休闲娱乐设施满足顾客的需求。太原店总经理尚喜平结合赴欧洲百货考察的感受说，在许多西方国家，购物、休闲、娱乐均可在一个大商城里全部完成。这种“一站式”购物早已成为一种国际时尚，在快节奏的生活地区尤为如此。针对太原店的高端定位，在设计之初集团决定以精品品牌和品类齐全的时尚百货为主题，在环境优雅、功能配套完善的基础上，逐渐发展起来的集购物、美食、娱乐、体验为一体的一站式休闲购物模式。

84000 平方米的体量和完整的物业结构成为太原店施展想象力的舞台，基于这样的物业规模，经营调整、品牌招商、硬件升级便都有了无限的可能。

太原店未来的发展道路还很漫长，对比国内许多高端百货店，我们还有相当大的差距。除了要引进更多的国际顶尖品牌，完成新一轮的品牌置换外，太原店还将对各层面进行由针对性的升级改造，以此确立在当地市场那个的领先地位。当经济效益达到一定的平台后，太原店就会从最初的销售高端品牌，到而后的全面推广品质生活，太原店会在开拓人们新的购物理念和体验上做出进一步的尝试——即尝试从售卖商品到售卖生活方式，再到售卖生活梦想的嬗变，太原店总经理尚喜平如是说。

太原店引发的思考

透过太原店刚刚展开的成长轨迹，我们会发现它的初战告捷并非偶然，这正充分体现了王府井强大的集团实力与多年探索百货连锁积累之上的：精准的市场定位，优质的品牌组合和良好的物业基础，集团总部与区域专业对口支持都促成了现金的这些成绩。

当前，高端消费在几个类似太原的资源型城市出现了井喷，这是个信号，市场并不缺乏消费能力或消费意识。通过横向比较，我们不难发现，无论是太原市场进而山西消费市场、还是其他的一些资源型市场，都还有很大的空间，无论是从消费总量还是从百货门店单店的数量上来说，都需要挖掘和释放。正是基于此，公司加速进入了鄂尔多斯、唐山等资源型城市，为未来的发展奠定了基础。

百货大楼的成绩：重新定位转型成功

2010 年，是百货大楼经营史上承前启后的关键之年。这一年，它们以装修调整为契机，在完成主楼南馆加固改造工程的同时，同时进行了整体对购物环境、硬件设施和品牌结构的全面升级，使百货大楼成为了一家初步具备购物中心元素的大型综合性百货商场。截至 12 月 24 日，百货大楼年销售额已经突破 18 亿元。业绩不断刷新，客流不断增多，品牌档次不断提升，此时，我们看到了一个全新的百货大楼。

当前，百货业态已然出现了变化：百货商场越做越大，涵盖的功能也越来越广。而今的百货商场绝不仅仅是购物功能的体现，更是兼具了休闲、餐饮、娱乐等其他衍

生功能。为了适应这一趋势，满足企业自身发展的需求，集团对于今年初对旗舰店百货大楼重新进行了定位性的调整，将以“打造具有购物中心元素的大型综合百货商场”作为它未来发展的方向。

经验一：从扩容改造方面探究

据百货大楼总经理周晴介绍，从定位上考虑，百货大楼将整个经营调整工作划分为三个阶段：第一阶段，北厦的调整。从去年 11 月开始，大楼就开始对北厦的一至三层进行了调整，首先，把北厦的弧形动线做了一个直线的处理，其次，就是针对品牌进行了大刀阔斧的调整。在定位上，北厦强调购物中心模式，突出品牌经营。所以北厦的品牌数量虽在减少，但是品牌质量、店面形象和整体面积都有了大幅度的提升。另外，经过集团招商部的努力，在七层开设了时尚餐厅，在八层开设了横店影城，通过这一系列的调整，大楼的品牌化更加突出，功能性进一步完善。第二阶段，老楼的加固，也就是今年 3 月至 8 月完成的加固改造工作。从物业安全角度出发，作为一个有着 55 年物业历史的建筑物，加固百货大楼老楼势在必行。在加固的基础上，百货大楼开展了新一轮的商品调整和商装改造。第三个阶段，西配楼的拆迁。所谓拆迁，实际上就是拆了重建，这一工程将在 2011 年初正式启动。实施此项工程，一方面是建筑物本身安全的需要，一方面也打造一体化百货大楼的需要。从整个楼体来看，目前的西配楼楼面是和主楼有落差的，既不方便顾客购物，也妨碍了整体的动线设计。拆迁实施后，楼面将会持平，动线将会打通，北厦、老楼、西配楼将实现全面贯通，百货大楼将变成一个真正意义上的“一体化”的建筑物。

经验二：从品牌引进方面探究

经过集团百货事业部的努力，香奈儿、迪奥、雅诗兰黛、兰蔻等国际一线化妆品的引进为突破口，百货大楼先后引入了卡地亚、爱马仕、梵克雅宝、兰姿、寇驰、布克兄弟等一大批国际一、二线品牌，全面提升了商品的档次和时尚度，实现了由大众百货的经营定位向时尚精品百货经营定位转变的跨越。

经验三：从功能招商方面探究

百货大楼已经陆续引进了 20 余家美容、美发、餐饮、影城等休闲、娱乐服务项目。经过一年的市场培育，星巴克咖啡、福成肥牛、拿渡麻辣香锅、呷哺呷哺、满记甜品、真锅咖啡、百万庄园、思妍丽美容、吉米美发等都已分别形成了各自的固定客群。屈臣氏、无印良品、MOTHER CARE 等次主力店的入驻也大大丰富了门店的经营品种。今年 5 月，王府井横店影城开业，进一步加速了百货大楼购物中心化的进程。实践证明，院线对于客流的增长和培育起了非常突出的作用。

经验四：从硬件改造方面探究

今年进行的主楼工程，不仅涉及到了基建的加固重装改造、商品的经营结构调整，更是涉及到了硬件设施和软性服务的全面提升。硬件设施进入到了一个新的层面，从地面到天花，从灯光到包柱，从导视系统到品牌道具全部焕然一新。特别是按照集团现代服务体系研究成果的范本，在改造硬件的同时，还进行了细节的处理，如商场二、三、四层的卫生间，引入了“化妆间”的概念，在满足了顾客如厕需求的同时，还为爱美女士提供了化妆、更衣和小憩的专属空间，此外，母婴室、婴幼儿大小便池、婴儿台等设施的增加会员服务中心内设置了贵宾休息室、大客户室，同时还增加了叫号机、手机充电站、无线上网、自动擦鞋机等诸多服务项目。

百货大楼引发的思考

“闭店出清”原本并不是个新鲜卖点，以前都是商场被动接受“闭店”，消费者被动接受“出清”，商品便宜但谈不上什么“品质”，所以此类活动往往带给了顾客“陈旧感”。但是百货大楼的闭店出清却成功扭转了人们的思维定势，变被动为主动，不但重聚了商场人气，还成功的借助出清宣传了自身的市场定位。面对加固施工的不利因素，周晴认为：大楼今年的改造出清实则让我们找到了如何在被动中寻找主动的途径，它为我们创造了一次很好的“事件营销”，这个机会不是任何商家都有的。百货大楼“停业改装、货品出清”特卖活动，门店实行了南馆、北馆全店联动，以改装工程中影响最大的主楼二至四层品牌为重点，利用原有货区面积。北馆品牌也积极响应，积极抓住出清特卖期间客流答复增长的有利时机，利用报纸、店内大黑架水牌、电梯公告、广播等多种渠道进行全方位宣传，不断向顾客传达最新的时尚信息，不断扭转百货大楼在顾客心目中的传统老店的形象。出清期间，南、北馆销售并未呈现南馆特卖品牌一边倒的局面，北馆各品牌的销售也出现了明显上升。出清活动以后，部分原南馆品牌的移位调整迅速进行，并在南馆一层西侧和地下二层开辟了女鞋、布鞋的临时专柜和男女装特卖场，确保门店主力品类的销售完整性。

从目前的经营数据和市场反馈看，“变被动为主动”，让百货大楼在 2010 年重装开业，成功转型，加速本地市场培育力度同时，扩大了影响力，进一步明晰了百货大楼的市场形象。周晴认为：商品经营结构的调整是百货公司永恒不变的主题。日后，大楼肯定还会根据市场变化、顾客需求以及整体的经营策略，持续不断的进行动态调整。当然，今年和明年的调整过后，百货大楼的现代格局基本形成，一个具有购物中心元素的百货商场将呈现在我们的眼前。当前，新建商业项目正逐渐向着大体量和多功能的方向发展，而百货大楼也将以购物中心的形象呈现在消费者面前，体现出公司对行业发展的前瞻性理解。

资产负债表

单位：百万元

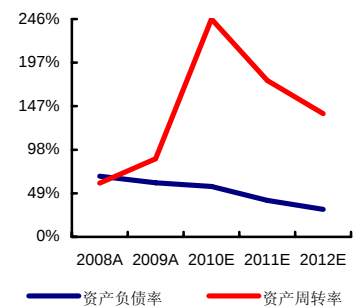
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产					
货币资金	1,112.2	1,859.5	2,517.1	4,702.4	5,556.5
应收及预付	293.9	280.5	333.8	367.3	405.0
存货	285.5	305.0	363.0	399.4	440.3
其他流动资产	62.0	97.3	115.8	127.4	140.5
非流动资产					
长期股权投资	87.5	116.5	116.5	116.5	116.5
固定资产	2,247.2	2,245.5	2,345.5	2,645.5	2,645.5
在建工程	103.3	30.4	96.3	100.0	120.0
无形资产	1,106.3	1,107.3	1,107.3	1,107.3	1,107.3
其他长期资产	877.4	1,371.2	1,525.6	1,675.6	1,825.6
资产总计	6,186.7	7,413.3	8,521.0	11,241.4	12,357.3
流动负债	3,961.8	3,631.0	4,063.2	4,714.2	5,323.3
短期借款	490.0	70.0	-	-	-
应付及预收	2,573.4	3,018.4	3,444.1	3,995.8	4,512.2
其他流动负债					
非流动负债					
长期借款					
应付债券	-	653.4	-	-	-
其他非流动负债					
负债合计	4,047.0	4,469.0	4,240.7	4,886.2	5,490.5
股本	393.0	393.0	417.6	462.4	462.4
资本公积	1,021.0	1,493.3	2,289.5	4,152.5	4,152.5
留存收益	442.0	710.7	907.2	1,179.3	1,572.9
归属母公司股东权益	2,052.6	2,830.6	4,093.6	6,168.5	6,680.2
少数股东权益	87.2	113.7	186.7	186.7	186.7
负债和股东权益	6,186.7	7,413.3	8,521.0	11,241.4	12,357.3

利润表

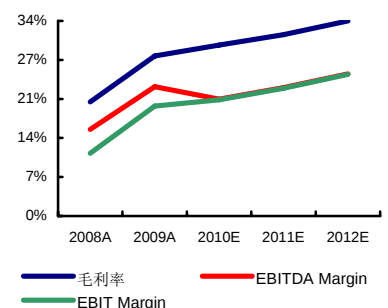
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10174	11099	13544	16256	19716
营业成本	(9615)	(9026)	(10998)	(13167)	(15921)
营业税金及附加	(93)	(122)	(154)	(187)	(227)
销售费用	(831)	(989)	(1103)	(1382)	(1636)
管理费用	(403)	(407)	(436)	(483)	(552)
财务费用	(40)	(68)	(71)	(41)	(39)
资产减值损失					
公允价值变动收益					
投资净收益	(4)	6	0	0	0
营业利润	550	519	781	996	1341
营业外收入	8	10	0	0	0
营业外支出	(48)	(5)	0	0	0
利润总额	510	523	781	996	1341
所得税	(138)	(104)	(164)	(209)	(308)
净利润	372	420	617	787	1032
少数股东损益	28	35	73	0	0
归属母公司净利润	344	384	544	787	1032
EBITDA	901.7	971.4	1352.1	1437.1	1880.1
EPS (元)	0.88	0.98	1.3	1.7	2.23

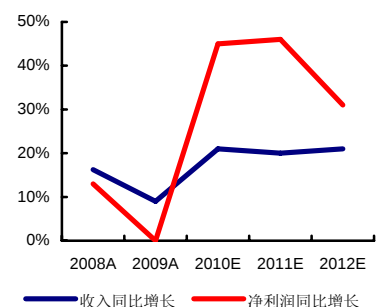
资产负债率趋势



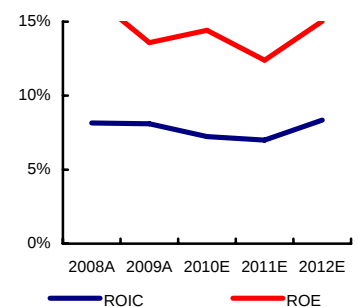
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

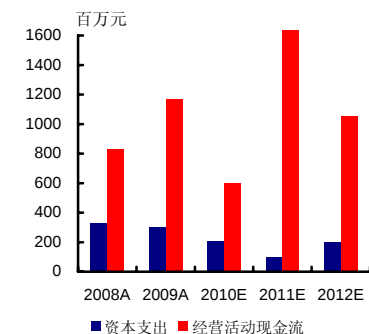
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	828	1168	601	1685	1055
净利润	372	420	617	787	1032
折旧摊销	182	267	318	403	521
营运资金变动	200	400	-450	360	-450
其它	74	81	116	135	-48
投资活动现金流	-1369	-319	-609	-800	-200
资本支出	332	302	209	100	200
投资变动	1071	0	400	700	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	46	-101	665	1200	0
银行借款	46	-101	0	0	0
债券融资	0	0	665	0	0
股权融资	0	0	0	1200	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-494	747	657	2185	855
期初现金余额	1607	1112	1860	2,517	4,702
期末现金余额	1112	1860	2,517	4,702	5,557

主要财务比率

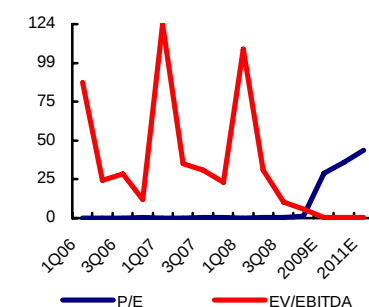
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	13.85	9.09	21.4	20.0	21.3
营业利润	5.1	-5.78	60.42	27.54	34.54
归属于母公司净利润	29.22	11.7	41.60	44.65	31.14
获利能力					
毛利率	18.93	18.67	18.80	19.00	19.25
净利率	3.66	3.78	4.56	4.84	5.24
ROE	16.76	13.58	14.42	12.39	15.03
ROIC	8.15	8.15	7.24	7.00	8.35
偿债能力					
资产负债率	60.28	65.41	49.77	43.47	44.43
净负债比率					
流动比率	0.7	0.45	0.82	1.19	1.23
速动比率	0.62	0.37	0.53	1.02	1.12
营运能力					
总资产周转率	1.63	1.60	1.55	1.54	1.53
应收账款周转率	154	131	125	125	125
存货周转率	30.57	28.44	24.5	24.1	24
每股指标 (元)					
每股收益	0.88	0.98	1.3	1.7	2.23
每股经营现金流	-1.26	1.9	1.44	3.64	2.28
每股净资产	5.22	7.2	10.2	13.7	14.8
估值比率					
P/E	21.70	37.72	33.38	25.55	19.49
P/B	3.64	5.12	3.92	3.37	3.02
EV/EBITDA	10.58	17.17	15.57	13.56	12.45

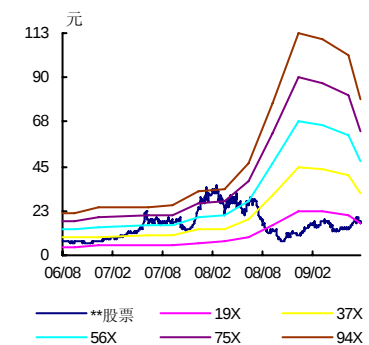
资本支出与经营活动现金流



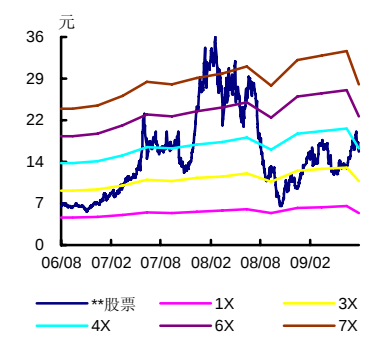
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2009 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名，2007 年度今日投资最具独立见解分析师。

相关研究报告

王府井 (600859.sh) _公司跟踪研究报告	欧亚菲	2010-12-28
王府井 (600859.sh) _公告点评	欧亚菲	2010-12-08
王府井 (600859.sh) _季报点评	欧亚菲	2010-10-27

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。