

横贯中西部，受益西部大发展的全国百货

公司深度研究

◆王府井：百货连锁的民族领军企业：

公司自1996年在广州设立第一家外埠门店以来，积极推进中西部拓展，目前扩张战线已遍及华北、中南、西南、西北的15个重点城市，截至2011年6月，门店数量已达到22家，总建筑面积达到100万平方米，基本完成了全国百货连锁的战略布局。2010年公司营业收入达139.5亿元，归属母公司净利润3.76亿元。

◆外埠门店经营出众，全国连锁名副其实：

截至2011年6月，公司外埠门店数量达到16家，并且经营成绩突出。2009年北京4家门店收入为34.3亿元，净利润约1.8亿元，而外埠15家门店收入达到75.4亿元，净利润约2.4亿元。外埠门店收入占比68.73%，净利润占比约56.84%。总体来看，目前公司已成功走出北京，成为名副其实的全国性连锁百货，成熟的外延扩张经验将为未来省外门店布局奠定良好基础。

◆抢占中西部优质网点，为未来发展奠定优势：

公司外埠门店中，除了广州门店外，其它15家外埠门店均分布于中西部地区的核心城市的黄金地段。我们认为优质网点将提高后来者的进入壁垒，为公司后续盈利能力提供了强力的保障。随着中西部经济的发展，这些优质网点将成为公司未来发展的核心竞争优势。

◆推进统一采购，实现规模优势：

公司积极推行集中采购，希望通过直接与品牌供应商合作提升议价能力和规模效益。目前公司已实现北京地区商品的统一采购，并正在进一步向旗下西北、西南、中南等区推动。我们认为随着百货零售行业的行业集中度的提高以及公司自身规模的扩大，公司对上游供应商将有更大的话语权，供应商也会主动顺应形势改造自己的分销系统，届时公司将摆脱传统区域购销体制对其跨区域发展的束缚，议价能力提升将推动毛利率和费用率的优化。

◆首次给予买入评级，享受西部开发利好的零售股：

我们给予公司2011-2013年EPS分别为1.43/2.00/2.60元的预测，以2010年为基期三年复合增长率42.5%，给予12个月60元目标价，对应2012年30倍市盈率。我们认为，随着公司引入战略投资者，未来公司治理或有所突破，给予买入评级，中长期价值投资的零售理想标的物。

◆风险提示：新门店培育期过长，规模扩张时人才管理风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,099	13,946	17,230	21,418	26,104
营业收入增长率	9.09%	25.66%	23.55%	24.30%	21.88%
净利润(百万元)	384	376	597	833	1,085
净利润增长率	11.71%	-2.16%	58.76%	39.57%	30.16%
EPS(元)	0.92	0.90	1.43	2.00	2.60
ROE(归属母公司)	13.58%	10.69%	14.96%	18.00%	19.91%
P/E	46	47	30	21	16

买入(首次)

当前价/目标价：42.30/60.00元

目标期限：12个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

特别感谢助理梁江泽对本报告的贡献

市场数据

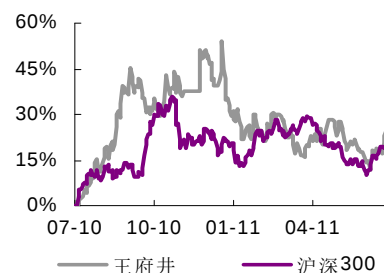
总股本(亿股)：4.18

总市值(亿元)：176.66

一年最低/最高(元)：34.22/51.99

近3月换手率：20.56%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.98	9.17	9.47
绝对	9.88	2.97	24.72

相关研报

目录:

投资要件	6
关键假设.....	6
有别于市场的认识和观点.....	6
盈利预测和目标价.....	6
股价上涨催化剂.....	6
投资风险.....	6
一、 公司概况	7
1.1 公司简介：专注于全国百货连锁的民族领军企业.....	7
1.2 股权结构：引入战略投资者，推进股权多元化.....	7
二、 行业背景分析.....	8
2.1 中西部百货将分享西部腾飞的盛宴	8
2.2 “国富”转向“民富”，百货业从中受益.....	9
三、 公司分析	11
3.1 公司主营业务分析.....	11
3.2 公司具体门店分析	13
3.2.1 北京门店分析	15
3.2.2 外埠主要门店分析	18
3.2.3 其他门店分析	24
四、 公司竞争优势分析	24
4.1 打破传统百货采购模式，推进统一采购，实现规模优势.....	24
4.2 抢占中西部优质网点，依托飞速发展后续盈利奠定	25
五、 公司财务分析.....	26

5.1 盈利能力逐步提高.....	26
5.2 财务稳健,偿债能力强.....	27
5.3 运营能力增强.....	28
六、 未来拓展趋势分析.....	28
七、 盈利预测和估值分析.....	30
7.1、前提假设.....	30
7.2、绝对估值.....	30
7.3、相对估值.....	31
7.4、股价驱动因素.....	32
八、 投资评价及建议.....	32
九、 风险提示.....	32

插图目录:

图表 1: 公司门店达 22 家, 主要分布于北京及中西部二、三线城市.....	7
图表 2: 引入战略投资者, 推进股权多元化改革	8
图表 3: 中西部省市 GDP 增速高于东部省市	8
图表 4: 中西部省市社销总额增速高于东部省市	9
图表 5: 东部地区城市化率高, 但增速不及中西部地区.....	9
图表 6: 我国最终消费率与居民消费率呈逐年下降态势.....	10
图表 7: 高收入人群平均消费倾向远低于低收入人群	10
图表 8: 医疗保健、居住、教育文化占个人支出比重大.....	11
图表 9: 外延连锁扩张, 销售收入约 140 亿	12
图表 10: 非经常性损失导致 2010 年净利润负增长.....	12
图表 11: 外埠门店收入占比高, 净利润贡献大	12
图表 12: 华北地区主营业务收入占比最大	12
图表 13: 成都店、双安店和百货大楼收入名列前三.....	13
图表 14: 公司门店梯度合理, 持续盈利能力强.....	13
图表 15: 公司门店基本概况一览表.....	14
图表 16: 北京百货大楼物业示意图	15
图表 17: 装修施工导致 09 年百货大楼销售增长缓慢.....	16
图表 18: 王府井商圈百货竞争激烈.....	16
图表 19: 百货大楼店周围竞争对手情况.....	16
图表 20: 2010 双安商场主营业务收入约 14 亿.....	17
图表 21: 双安商场 2010 净利约 0.75 亿, 有所下滑	17
图表 22: 2009 年东安市场收入达 6.9 亿, 增速下降	18
图表 23: 东安市场净利润贡献度降低	18
图表 24: 广州店收入增速下降	19
图表 25: 广州店净利润增幅有所提升	19
图表 26: 农林下路商圈示意图	19
图表 27: 成都王府井为公司收入的主要来源.....	20
图表 28: 包头店是公司重要的收入来源.....	21
图表 29: 包头店盈利能力较好, 贡献率高	21
图表 30: 包头王府井地理位置	21
图表 31: 长沙店营业收入维持较高增长.....	22
图表 32: 长沙店净利润增速开始下降, 逐步进入稳定期.....	22
图表 33: 西宁店成长性强, 未来空间较大	22
图表 34: 西宁店培育期短, 盈利能力强.....	22
图表 35: 洛阳店销售情况佳.....	23

图表 36: 2010 年洛阳店净利润有大幅下滑	23
图表 37: 太原王府井位于亲贤-长风街商圈	23
图表 38: 其他门店分析.....	24
图表 39: 公司积极推进集中采购计划	25
图表 40: 2007 年北京门店实行集中采购, 毛利率提升.....	25
图表 41: 公司中西部地区门店收入增速迅猛.....	26
图表 42: 毛利率水平有所下降, 盈利水平逐年提高.....	27
图表 43: 销售费用率略有波动, 管理费用率逐年下降	27
图表 44: 资产负债率恢复正常水平, 短期偿债能力增强.....	27
图表 45: 公司运营效率不断增强	28
图表 46: 公司近几年加快门店外延拓展步伐.....	28
图表 47: 资源型二线城市 GDP 增速高于一线城市	29
图表 48: 资源型二线城市社销增速与一线城市持平.....	29
图表 49: 目前百货板块平均市盈率为 33.31 倍	31
图表 50: 王府井 EPS 拆分明细	32

投资要件

关键假设

- 1) 我们假定 2011-2013 年公司营业收入增速分别为 23.55%/24.30%/21.88%。公司 2011-2013 年新增门店数分别为 3/2/3 家, 营业面积分别新增 12.7¹/5.8/7 万平米。
- 2) 我们假定王府井的三大百货大楼主力门店双安、百货大楼、成都王府井 2011-2013 年的营业收入增速分别为 12%/25%/20%、10%/8%/5%、25%/20%/15%。
- 3) 假定 2011-2013 年公司其他业务收入占主营业务比例均为 3%。
- 4) 假定公司综合毛利率 2011-2013 年分别为 19.15%/19.27%/19.35%。
- 5) 假定公司 2011-2013 年期间费用率分别为 12.97%/12.66%/12.37%。

有别于市场的认识和观点

我们强调公司在中西部门店的扩张能力, 目前公司外埠门店中, 除了广州门店外, 其它15家外埠门店均分布于中西部地区的核心城市的黄金地段。我们认为优质网点将提高后来者的进入壁垒, 为公司后续盈利能力提供了强力的保障。随着中西部经济的发展, 这些优质网点将成为公司未来发展的核心竞争优势。我们认为公司未来前景明朗, 受益于中西部政策较为确立, 值得给予投资者推荐。

盈利预测和目标价

我们给予公司2011-2013年EPS分别为1.43/2.00/2.60元的预测, 以2010年为基期三年复合增长率42.5%。从目前A股百货市盈率2011年平均27X来看, 我们认为作为全国连锁百货的王府井, 有理由享受一定的估值溢价。因此我们给予12个月60元目标价, 对应2012年30倍市盈率。我们认为, 随着公司引入战略投资者, 未来公司治理或有所突破, 首次覆盖给予买入评级, 短期建议投资者关注公司定增审批的进程。

股价上涨催化剂

短期催化剂: 定增方案通过证监会审核、公司业绩超市场预期。

长期催化剂: 1) 引入战略投资者后, 产生业绩释放的动力和能量。2) 西部大开发深入后, 中西部消费升级推动公司业绩增长。

投资风险

新门店培育期过长, 规模扩张时人才管理风险。

¹新增建筑面积约 20 万平米, 我们假定 70%折扣, 新增营业面积预计在 14 万平方米左右

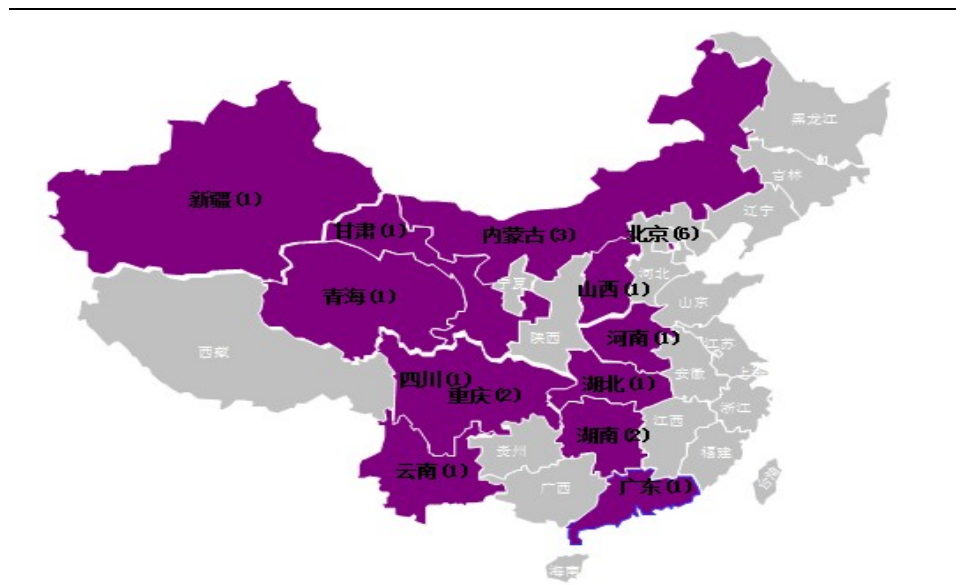
一、 公司概况

1.1 公司简介：专注于全国百货连锁的民族领军企业

北京王府井百货（集团）股份有限公司，简称“王府井百货”，前身是以新中国第一店著称的北京市百货大楼。公司于 1993 年股份制改组成功并于 1994 上市，2000 年 9 月与东安集团实现战略性资产重组，成为专注于百货业态发展最大的零售集团之一。公司战略目标清晰，行动力强，一直恪守全国布点、百货连锁的经营理念。自 1996 年在广州设立第一家外埠门店以来，公司积极推进中西部拓展，目前扩张战线已遍及华北、中南、西南、西北的 15 个重点城市，截至 2011 年 6 月，门店数量已达到 22 家，总建筑面积达到 100 万平米，基本完成了全国百货连锁的战略布局，实现了由地方性企业向全国性企业，单体型企业向连锁化、规模化企业的转变。

图表 1：公司门店达 22 家，主要分布于北京及中西部二、三线城市

王府井全国门店分布图（截至2011年6月）



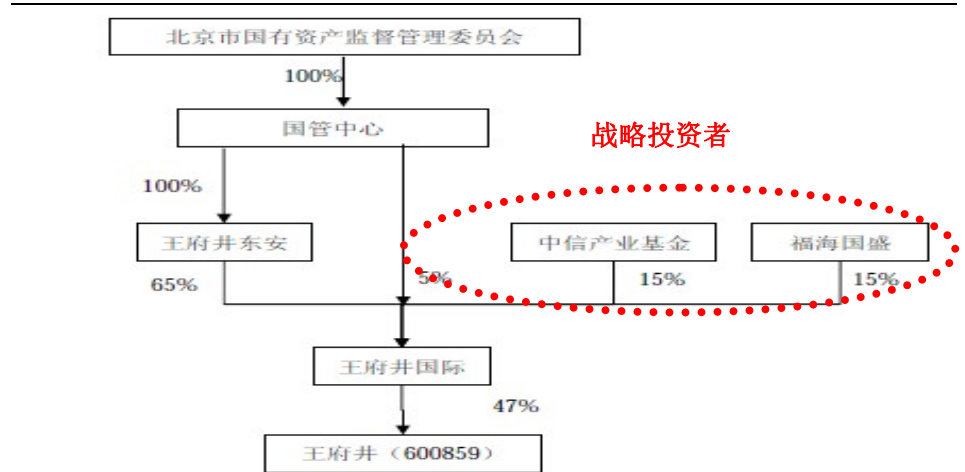
资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.2 股权结构：引入战略投资者，推进股权多元化

2010 年12 月27 日，公司引入战略投资者。中信产业基金、福海国盛、国管中心以现金对公司控股股东王府井国际进行增资，增资完成后，王府井东安占王府井国际总股本的65%；中信产业基金占王府井国际总股本的15%；福海国盛占王府井国际总股本的15%；国管中心占王府井国际总股本的5%。战略投资者的引入，不仅有利于提升公司的并购重组能力，为公司进一步全国扩张奠定优良基础，更进一步推进了大型国有企业集团股权多元化改革的步伐，有利于国有企业对股权激励的探索。

图表 2：引入战略投资者，推进股权多元化改革

王府井股权结构图



资料来源：公司公告、光大证券研究所

二、行业背景分析

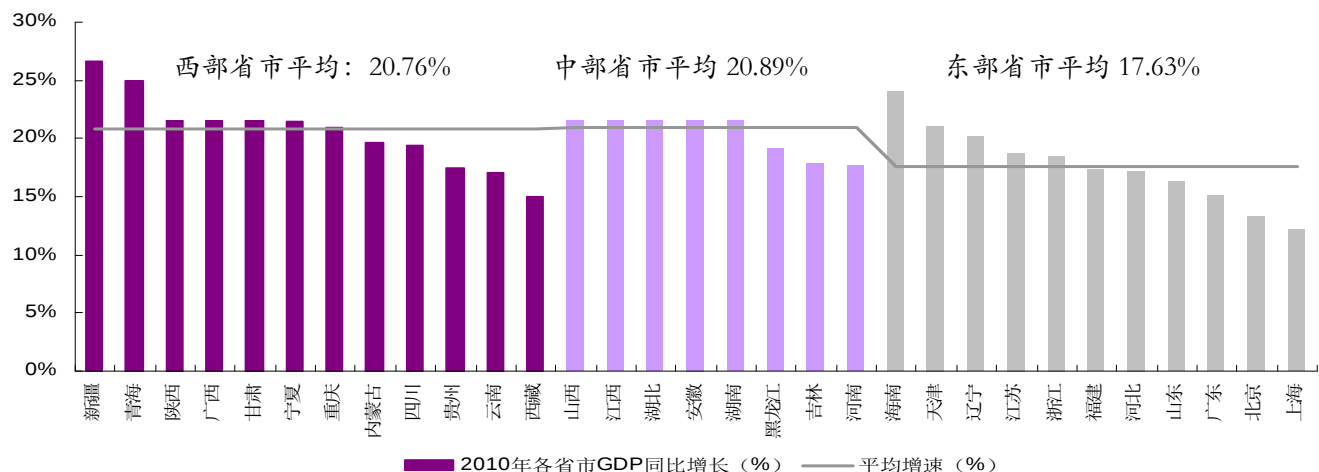
2.1 中西部百货将分享西部腾飞的盛宴

中西部地区GDP及社销总额呈高速增长态势

随着区域经济的持续发展和国家扩大内需政策的推进，中西部地区凭借成本与资源优势，工业化不断加速，大有承接东部产业转移之势。我们认为中西部地区二、三线城市的经济将迎来高速发展，因此存在巨大的消费潜力。从GDP数据来看，2010年中西部省份的GDP同比增速基本在20%以上，而东部传统经济大省如浙江、江苏等省的GDP同比增速均在20%以下，北京、上海等一线城市的GDP增速在15%以下，沿海经济发达地区与中西部地区的差距正在逐渐缩小。另一方面，从社会消费品零售总额的增速来看，2010年云南居全国第一，增幅达到21.89%，整体上，中西部省份的增速领先于东部地区，说明了中西部地区强劲的消费需求增长。

图表 3：中西部省市 GDP 增速高于东部省市

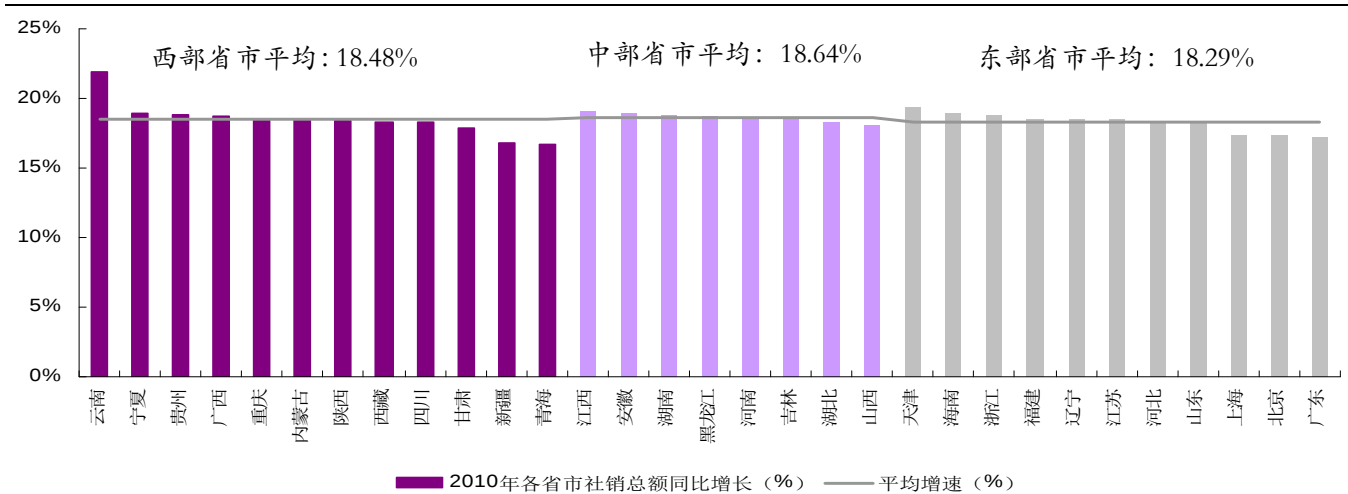
2010年各省市GDP同比增速情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

图表 4：中西部省市社销总额增速高于东部省市

2010年各省市社销总额同比增速情况



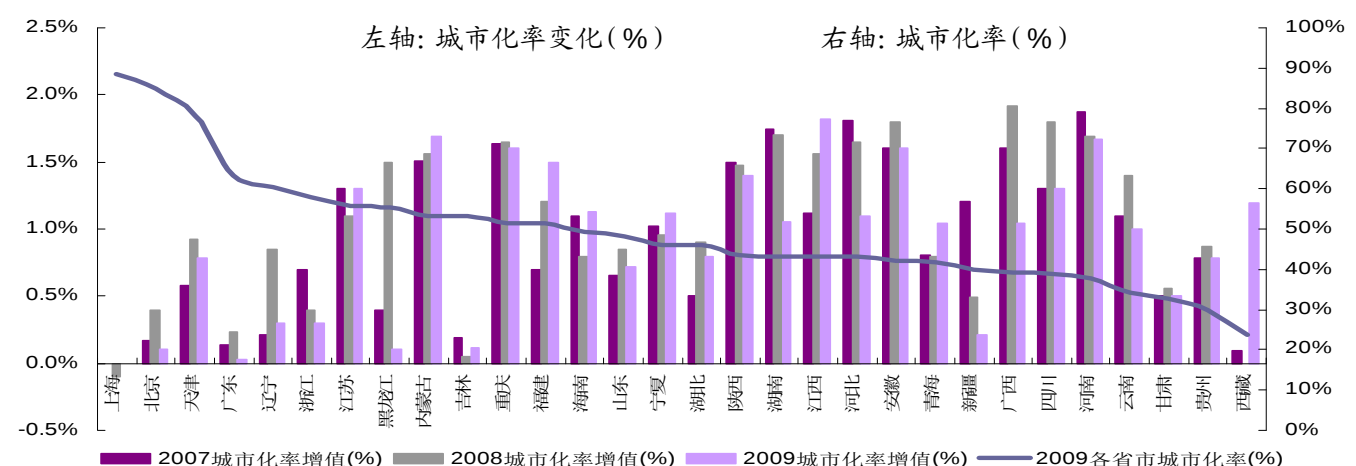
资料来源：WIND、光大证券研究所

中西部地区城市化水平较低，处于快速推进阶段

百货零售的发展与中国城市化进程以及居民消费结构升级等社会因素密切相关。城市化过程将大大减小城乡居民在消费能力上的差距，增加中高档消费品的需求，提高该地区社会消费总量。我们认为东部地区相对于西部地区而言，城市化率较高，推进速度较慢，居民消费结构也因此相对较为稳定。而中西部地区由于仍处于城市化加速的阶段，居民消费结构升级转变较快，服装、金银珠宝占支出的比重提高明显，因此中西部地区的百货零售业存在更大市场空间。

图表 5：东部地区城市化率高，但增速不及中西部地区

2009年各省市城市化率及近3年增速比较



资料来源：WIND、光大证券研究所

2.2 “国富”转向“民富”，百货业从中受益

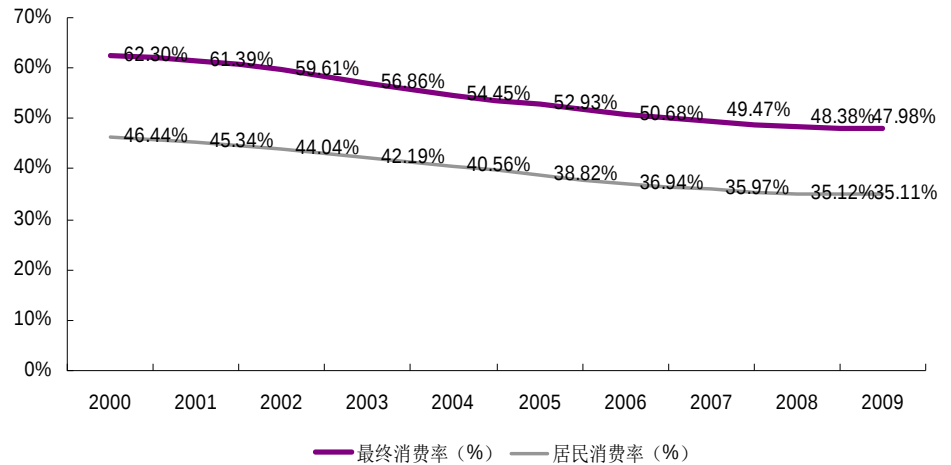
2011 年中央财政支出计划 2/3 用于民生，将提升居民消费能力

近年来，我国经济得到高速发展，社会消费品零售总额增速飞快，城乡居民消

费水平也有较大提升,但是最终消费率却从2000年的62.30%下降到2009年的47.98%,远低于世界平均水平80%,同期居民消费率也从46.44%下降到35.11%。

图表 6: 我国最终消费率与居民消费率呈逐年下降态势

2000-2009 我国最终消费率与居民消费率情况



资料来源: CEIC、光大证券研究所

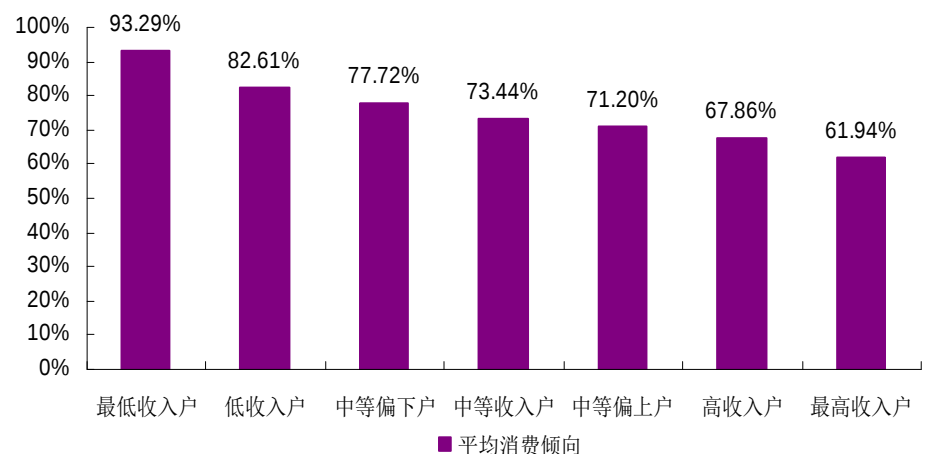
我们认为逐年下降的最终消费率和居民消费率主要有两方面原因。

第一: 目前我国公共教育、公共医疗卫生体系以及社会保障体系比较薄弱,政府公共服务支出相对不足,居民用于教育和医疗卫生支出的负担较重,从2010年我国城乡居民各类消费占比数据来看,医疗保健占个人消费支出6.91%,居住占比12.31%,娱乐教育文化服务占比11.51%,三项合计占比30.73%,因此极大地制约了居民消费。此外,我国失业和养老也没有充分保障,很大程度上影响了居民消费意愿。

第二: 我国居民财富以及收入分配极不均衡,据经济学者估计,2009年我国基尼系数²达到0.47,超过了国际警戒线0.4。由于高收入人群的平均消费倾向要远低于低收入人群,消费占他们收入的比重随着他们财富的增加将会逐渐降低,因此最终消费率难以提升。

图表 7: 高收入人群平均消费倾向远低于低收入人群

2009 年各类收入人群平均消费倾向一览表

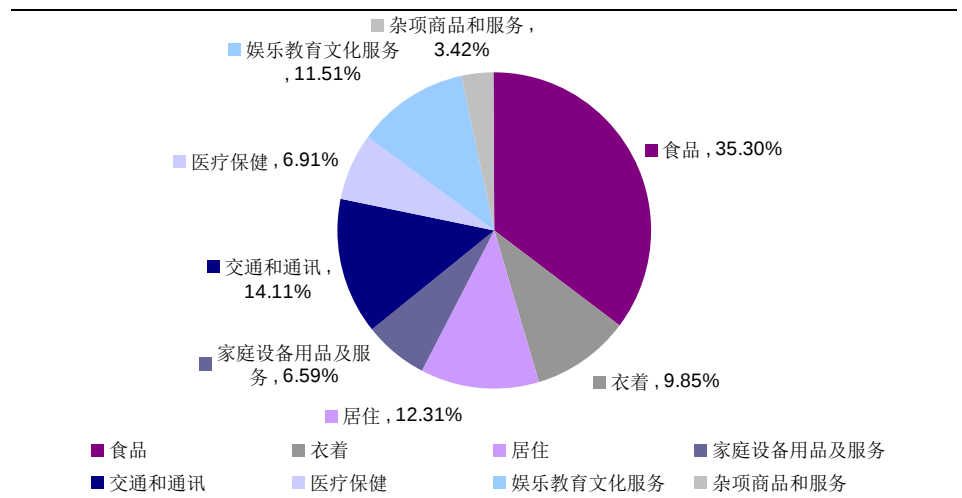


² 基尼系数越小表示居民财富越平均
敬请参阅最后一页特别声明

资料来源：CEIC、光大证券研究所

提升最终消费率将有效扩大我国内需需求，根据 2010 年数据测算，我国最终消费率每提升一个百分点，将增加 4000 亿消费需求³。而加大民生投入，解决居民后顾之忧是提升最终消费率最有效的方法。从人大四次会议公开消息得知，2011 年，我国将继续实施财政政策，把财政工作重点放在加大保障和改善民生，提高城乡居民收入和扩大居民消费需求上。财政部部长谢旭人表示，2011 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的支出达 10510 亿元，同比增速 18.1%。我们认为一旦居民用于居住、教育和医疗卫生支出的负担得到减轻，失业和养老得到基本保障，那么居民将减轻将来后顾之忧，消费欲望和热情得到释放，百货零售业将直接受益。

图表 8：医疗保健、居住、教育文化占个人支出比重大
2010 年城乡居民各类消费支出占比



资料来源：CEIC、光大证券研究所

三、 公司分析

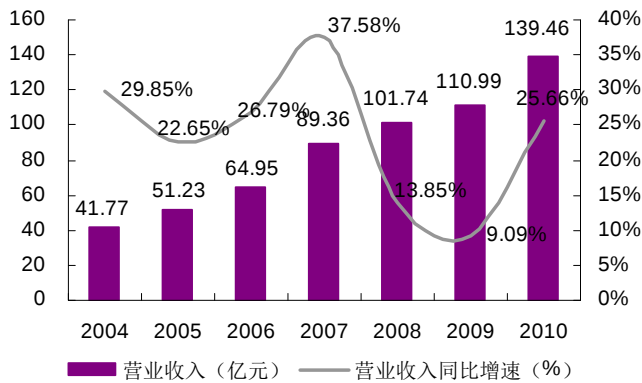
3.1 公司主营业务分析

王府井百货是专注于百货单业态的全国连锁零售企业，目前公司共有 22 家门店。由于金融危机影响，整体消费市场低迷，2009 年销售同比增长 9.09%，净利润同比增长 11.71%，增长较为缓慢。2010 年，在消费稳定回升的有效拉动下，公司营业收入恢复增长态势，全年达 139.5 亿元，同比增长 25.7%，而净利润由于受非经常性损失原因，仅有 3.76 亿元，同比下降 2.16%，扣非后净利润 4.08 亿元，同比增长 15.04%。

³ 2010 年 GDP 总额约为 40 万亿，40 万亿 x 1%=4000 亿

图表 9：外延连锁扩张，销售收入约 140 亿

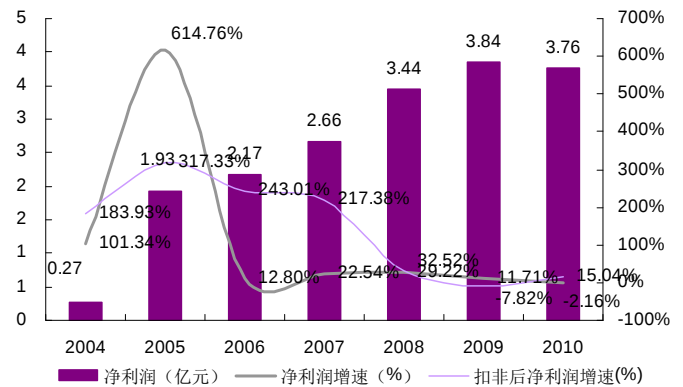
2004-2010 王府井销售收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 10：非经常性损失导致 2010 年净利润负增长

2004-2010 王府井归属母公司净利润增长情况



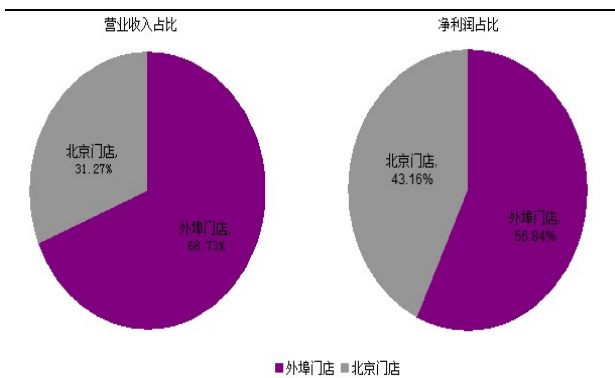
资料来源：公司公告、光大证券研究所

从连锁模式来看，区别于百联集团、银座股份等区域性连锁百货，王府井百货定位于全国性扩张的连锁百货。截至 2011 年 6 月，公司外埠门店数量达到 16 家，并且经营成绩十分突出。从收入来看，2009 年北京 4 家门店收入为 34.3 亿元，净利润约 1.8 亿元，而外埠 15 家门店收入达到 75.4 亿元，净利润约 2.4 亿元。外埠门店收入合计占比 68.73%，净利润合计占比约 56.84%，超过北京门店总和。从盈利能力来看，外埠门店中除少数门店如重庆店、乌鲁木齐店等以及新开门店尚未盈利外，其余门店均获得不俗成绩，其中成都单体门店 2010 年收入超 30 亿元⁴，是公司最为盈利的门店。总体来看，目前公司已成功走出北京，成为名副其实的全国连锁性百货。

从分区域经营数据来看，华北地区是公司营业收入的主要来源，其次是西南地区。2010 年华北地区主营收入达 61.0 亿元，占比 45.07%，西南地区主营业务收入达 33.7 亿元，占比 24.88%。

图表 11：外埠门店收入占比高，净利润贡献大

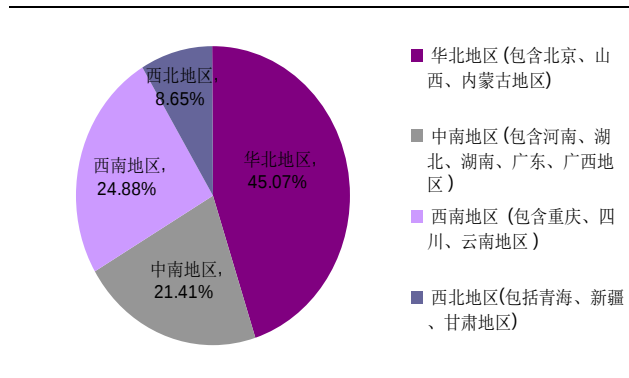
2009 年公司本部门店与外埠门店收入利润占比对比图



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 12：华北地区主营业务收入占比最大

2010 王府井百货分区域主营业务收入情况



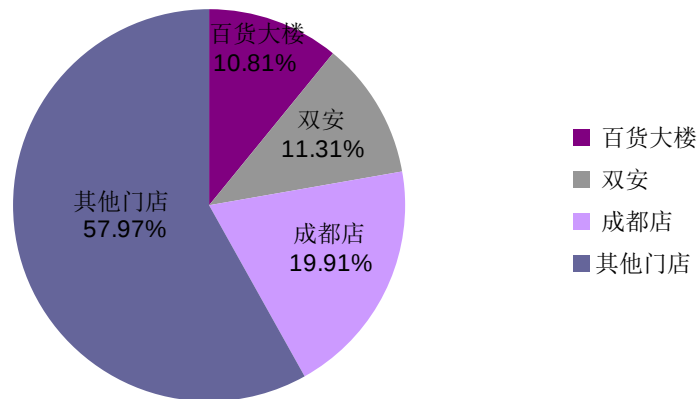
资料来源：公司公告、光大证券研究所

细分门店来看，成都店、双安商场和百货大楼是公司收入的前三大来源，2009 年上述三家门店营业收入分别为 22.1 亿，12.5 亿和 12.0 亿，占比 19.91%，11.31%和 10.81%，合计占比 42.03%。

⁴ 数据来源：联商网

图表 13: 成都店、双安店和百货大楼收入名列前三, 2009 年合计占比 42.03%

2009 王府井百货细分门店收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.2 公司具体门店分析

截至2011年6月，公司共有门店22家，分布于全国15个城市，此外储备门店有7家，分别为成都二店、鄂尔多斯店、郑州店、唐山店、西宁点、福州一店和福州二店。预计2011年将新开成都二店、福州一店以及鄂尔多斯店。公司扩张有序，梯度合理，现有门店大致划分为成熟性、成长型以及培育型三类。公司对三类门店实施分类管理，对于成熟型门店，要求不断创新，进一步提升其盈利能力和可持续发展能力；对于成长型门店，要求进一步壮大其综合实力和社会影响力，努力开发利润上升空间、挖掘其潜力，使其成为公司效益的增长点；对于培育期门店，要求加大培育力度，抢占市场份额，扩大市场影响力，努力提升销售额，力求具备持续盈利能力。

图表 14: 公司门店梯度合理，持续盈利能力强

公司各类型门店梯度分布情况



资料来源：光大证券研究所

图表 15：公司门店基本概况一览表

	门店名称	开业时间 /并入公司时间	取得 方式	物业 权属	建筑面积 (平米)	地址
1	百货大楼	1955 年 9 月 25 日	原有 +收 购	自有	139702	北京市东城区王府井大街 255 号
2	广州店	1996 年 7 月 5 日	新设	租赁	33470	广东省广州市农林下路 40 号
3	武汉店	1998 年 1 月 18 日	新设	自有	35030	湖北省武汉市中山大道 858 号
4	成都店	1999 年 12 月 30 日	新设	自有	63333	四川省成都市总府路 15 号
5	包头一店	2002 年 12 月 28 日	新设	租赁	29095	内蒙古包头市钢铁大街 69 号
6	重庆一店	2003 年 12 月 26 日	新设	租赁	49362	重庆市渝中区民族路 166 号
7	东安市场	2004 年	收购	租赁	12407	北京市东城区王府井大街 138 号
8	双安商场	2004 年	收购	自有	35624	北京市海淀区北三环西路 38 号
9	长沙店	2004 年 12 月 2 日	新设	自有/ 租赁	71893 ⁵	湖南省长沙市黄兴中路 66 号
10	呼和浩特店	2004 年 12 月 5 日	新设	租赁	37115	内蒙古呼和浩特市中山西路 86 号
11	洛阳店	2004 年 12 月 30 日	新设	租赁	38358	河南省洛阳市西工区中州中路 429 号
12	长安商场	2006 年	收购	自有	32041	北京市复兴门外大街 15 号
13	重庆二店	2006 年 1 月 19 日	新设	租赁	38528	重庆市沙坪坝区小新街 49 号
14	西宁店	2006 年 11 月 25 日	新设	租赁	25905	青海省西宁市城中区西大街 40 号
15	乌鲁木齐店	2007 年 3 月 22 日	新设	租赁	30000	新疆乌鲁木齐天山区解放北路 116 号
16	包头二店	2008 年 4 月 18 日	新设	租赁	30282	内蒙古包头市青山区幸福路甲 3 号
17	太原店	2009 年 5 月 28 日	新设	租赁	83945	山西省太原市小店区亲贤北街 99 号
18	兰州店	2009 年 8 月 30 日	新设	租赁	51379	甘肃省兰州市城关区东岗东路瑞德摩尔 1999 号
19	昆明店	2009 年 10 月 1 日	新设	租赁	34299	云南省昆明市五华区沿河路 7 号
20	北京 HQ 尚 客	2010 年 9 月 16 日	新设	租赁	45000	北京市海淀区北三环西路甲 18 号院
21	北京大兴店	2010 年 9 月 28 日	新设	租赁	43000	北京市大兴区黄村镇黄村东大街火神庙 国际商业中心 F 座
22	株洲店	2010 年 11 月 21 日	新设	租赁	33000	湖南省株洲市中心广场
已落实的储备门店：						
23	成都二店	预计 2011 年下半年	新设	租赁	98086	四川省成都市武侯区二环路南三段科华 路 9 号
24	鄂尔多斯店	预计 2011 年	新设	租赁	58272	鄂尔多斯市东胜区伊金霍洛西街-太古国 际广场
25	唐山店	N/A	新设	租赁	58000	唐山市路北区新华路与文化路交口-新华 文化广场
26	郑州店	N/A	新设	租赁	26000	郑州市农业路和众意西路交汇处-温哥华 广场
27	西宁二店	N/A	新设	租赁	36000	西宁市城西区新宁广场西北角
28	福州一店	预计 2011 年底	新设	租赁	63000	五四路中央商务区的恒力城
29	福州二店	N/A	新设	租赁	N/A	茶亭

资料来源：公司公告、Google、光大证券研究所

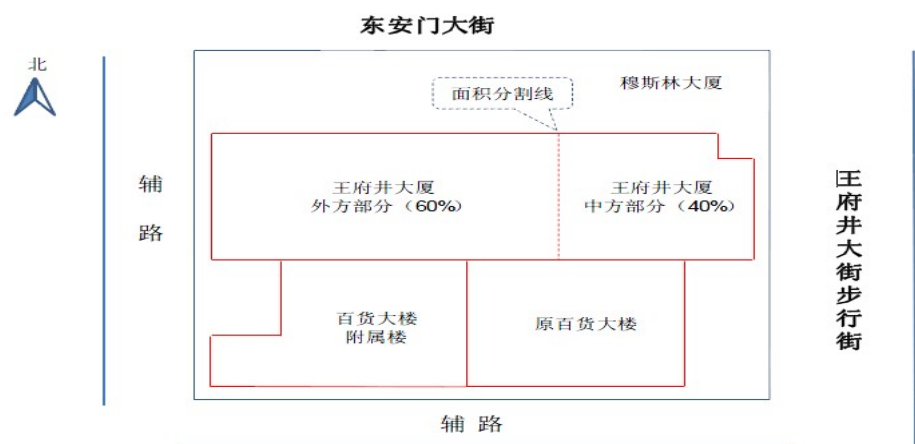
⁵ 其中自有面积 51402.96 平米

3.2.1 北京门店分析

北京百货大楼

北京市百货大楼坐落于闻名遐迩的王府井商业步行街中心地段，周围竞争激烈，有东方新天地、新东安广场、乐天银泰等百货商场。2007年，百货大楼对公司拥有的王府井大厦40%的物业（位于百货大楼北侧）进行了商业扩建，增加经营面积11736平方米，并与百货大楼连通，扩建后经营面积达到22549平方米。2008年，公司收购王府井大厦剩余55%股权，因此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，增加建筑面积约6万平米，原北京市百货大楼和王府井大厦合计建筑面积达到139702平米。收购完成后，公司对王府井大厦与百货大楼进行了整体布局，直到2010年6月，王府井大厦才实现全面对外经营。此外公司自2010年4月对百货大楼南馆进行了加固装修，装修期间南馆二、三、四层全部停业。2010年9月，百货大楼整体经营调整完成，全面对外经营。

图表 16：北京百货大楼物业示意图

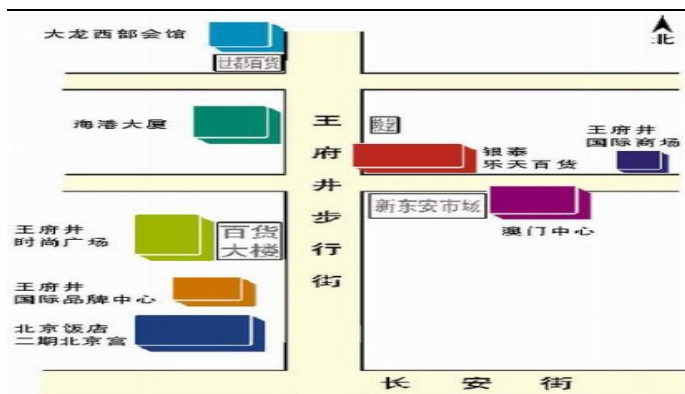


资料来源：公司公告、光大证券研究所

近两年来，北京市百货大楼品牌不断调整升级，引进了包括爱马仕、卡地亚、梵克雅宝、香奈儿、COACH、欧米茄、TUMI、宝马、Paris、Lancel 在内的大量国际一、二线品牌，有效提升了北京市百货大楼的品牌形象，另一方面通过完善配套功能，增加了包括电影院、餐饮、美容美发、停车场在内的大量服务项目，有效的延展了服务功能。通过近两年的调整，北京市百货大楼的品牌定位和市场形象均有了较大提升，配套服务功能和购物环境得到较大改善。

由于装修施工，近两年百货大楼的收入增长缓慢，但是随着品牌的提升、配套服务的齐全以及全面对外经营，我们认为百货大楼店在未来三年将出现较快的内增性增长。

王府井商圈示意图



资料来源：公司公告、光大证券研究所

名称	位置	与百货大楼距离	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 万平米	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 万平米	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 4.3 万平米	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。

东安市场是北京著名的大型零售商场，同样位于王府井大街上，成立于1956年12月30日，于1998年重新开业。2004年，王府井百货以零价格从东安集团收购东安市场。商场经营场地系租赁北京新东安有限公司的北京新东安市场大厦，建筑面积12407平方米，商场定位于中档商场，由于附近商场竞争激烈，而且营业面积较小，因此对公司的利润贡献率较低。

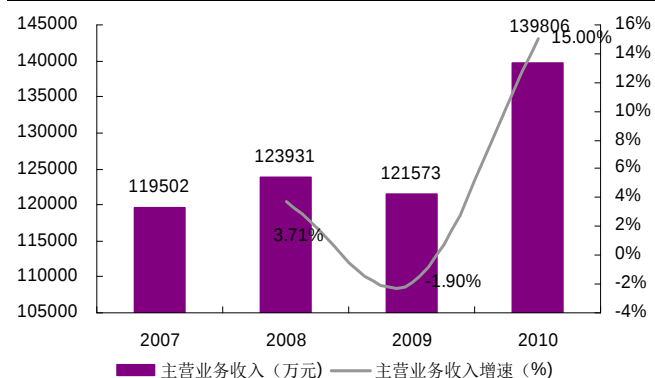
双安商场开业于1994年8月18日，2004年王府井百货收购光大国际信托持有的双安商场50%股权，自此双安商场成为王府井百货的全资子公司。双安商场位于北京市海淀区西北三环路畔，是国家规划中的中关村高科技园区的中心地带，该地区是文化区、高科技区、高收入区，有着四通八达的立体交通，与地铁4号线人民大学站紧邻。商场周边地区高校林立，高新技术产业密集，消费群体具有知识层次高，家庭收入高，且消费集中等特点。商场营业楼共五层，建筑面积35624平米，350个停车位，是集购物、餐饮、娱乐于一体的多元化大型购物场所。商场马路对面的超市发双榆树店，人气极旺，为商场起到了有效的集客效应。

双安商场在北京百货零售业态中占有较重要的地位,具有较强的综合实力和市場影响力,在消费者心中享有较高的美誉度。由于金融危机影响,加上双安商场装修老化、店內购物环境质量下降,09年双安商场收入情况不甚理想,主营

业务收入12157万元，同比下降1.9%，净利润8527万元，同比下降6.95%。10年，新开门店北京HQ尚客以及大兴店被并入双安商场分公司，合计主营业务收入达13981万元，同比增长15%，净利润为7480万元，同比下降12.28%。为巩固双安商场在北京市场的竞争优势，公司拟于2011年4月至2012年4月实施装修改造，并加快品牌调整的力度，进一步提高国际一线奢侈品牌的比重。我们认为未来双安商场经营效益会随着品牌结构的优化得到有效的提高，但是由于装修投资总额达8000万元，未来双安门店将承担一定程度的折旧摊销压力，并且由于附近商圈成熟、竞争激烈，因此经营效益的提升空间有限。

图表 20：2010 双安商场主营业务收入约 14 亿⁶

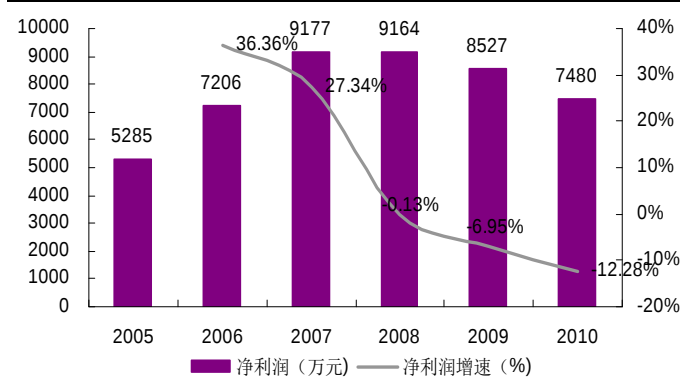
2007-2010 双安商场主营业务收入及增速情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 21：双安商场 2010 净利润约 0.75 亿⁷，有所下滑

2005-2010 双安商场净利润及增速情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

长安商场

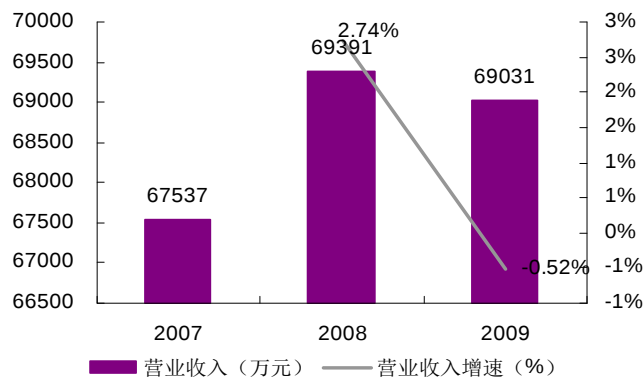
长安商场，开业于1990年5月18日，地处长安街沿线，商场建筑面积32000平方米，营业面积20000平方米，是一家以经营百货为主，集超市、餐饮于一体的现代综合百货店。长安商场在北京百货零售业态中占有较重要的地位，具有较强的综合实力和市場影响力，在消费者心中享有较高的美誉度，树立了良好的公众形象。王府井百货于2006年收购长安商场，长安商场自此成为王府井百货全资子公司，商场物业为王府井自有物业。2009年，长安商场营业收入达6.9亿，净利润2416万，但近两年净利润逐年递减。2009年，长安商场根据市场情况和经营状况进行了部分经营调整，2010年，长安商场净利润达2689万元，同比增长11.28%，经营情况有一定程度好转，但是由于门店较为成熟，因此空间有限。

⁶ 2010 年，HQ 尚客与大兴店首次并入双安商场分公司，合计主营业务收入约 14 亿

⁷ 2010 年，HQ 尚客与大兴店首次并入双安商场分公司，合计净利润约 0.75 亿

图表 22: 2009 年东安市场收入达 6.9 亿, 增速下降

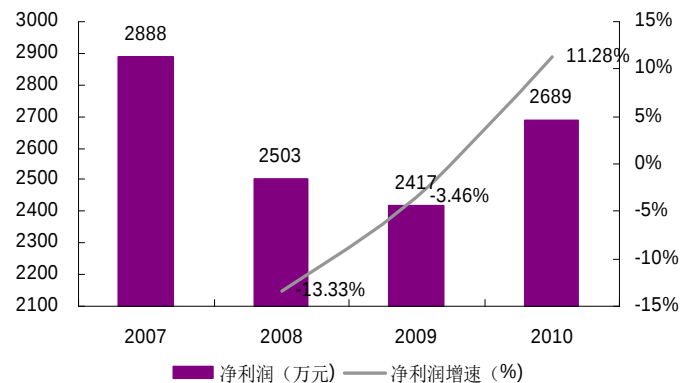
2007-2009 东安市场营业收入情况



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 23: 东安市场净利润贡献度降低

2007-2010 东安市场净利润情况



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

北京HQ尚客

2010年9月,王府井子品牌“hQ 尚客”开业。“hQ 尚客”位于中关村中坤广场,距离双安商场大约两公里,商场定位流行、潮流与前卫,主要针对18-35岁的城市新锐一族。该店被并入双安商场分公司,并由双安商场的经营团队运营。据公司介绍,目前双安商场和“hQ 尚客”的品牌重合度仅有20%左右,并且双安商场的目标是进一步引进一线品牌,打造高端百货,因此两者是错位经营,不会产生冲撞,相反具有一定互补作用。

北京大兴店

2010年12月11日,王府井百货大兴店正式开业,该店是王府井百货集团在北京郊区开设的第一个门店,被并入双安商场分公司,集团目标是将其打造成京南的商业航母。王府井百货大兴店地处大兴区中心商业区,位于火神庙国际商业中心F座,建筑面积43000平方米,共经营5层营业大厅。该店定位于品类齐全、质优价美、充满活力的中高档百货,其中有超过70%的品牌是首次进驻大兴,主力客群锁定为寻求品质、时尚与个性的中、高端消费人群。由于大兴是距离市中心最近的远郊区县,地铁大兴线已于2010年年底通车,交通相对便利,并且大兴居民具有较高的消费潜力,因此我们认为大兴店潜力巨大,未来将为公司带来可观的经济效益。

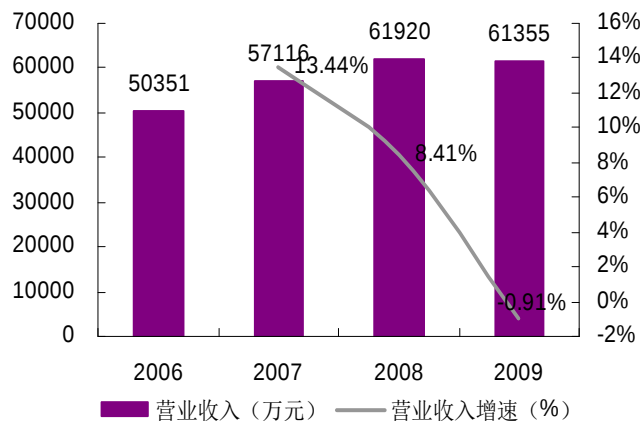
3.2.2 外埠主要门店分析

广州店

广州王府井百货是王府井百货集团实施百货连锁经营对外发展的第一家门店,于1996年7月5日开业,坐落于越秀区农林下路商业街,所在商圈是广州传统三大商圈之一的农林下路商圈,主力店有王府井百货、东山锦轩现代城(好又多)和美东百货。门店商场建筑面积达33470平方米,以经营中高档的国际知名品牌及优质的国内品牌服饰为主,是一座集购物、休闲、餐饮、娱乐、金融服务为一体的现代商业服务中心。该门店已开业15年,门店相当成熟,2010年由于品类调整较为成功,净利润增速明显,同比增长27.11%,但我们预计未来增速有限。

图表 24: 广州店收入增速下降

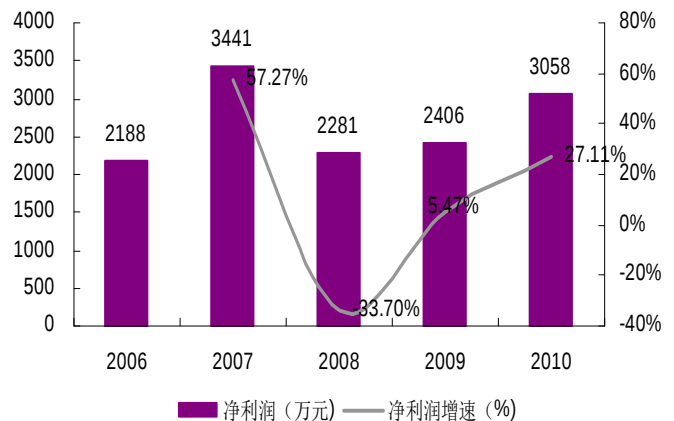
2006-2009 广州店营业收入情况



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

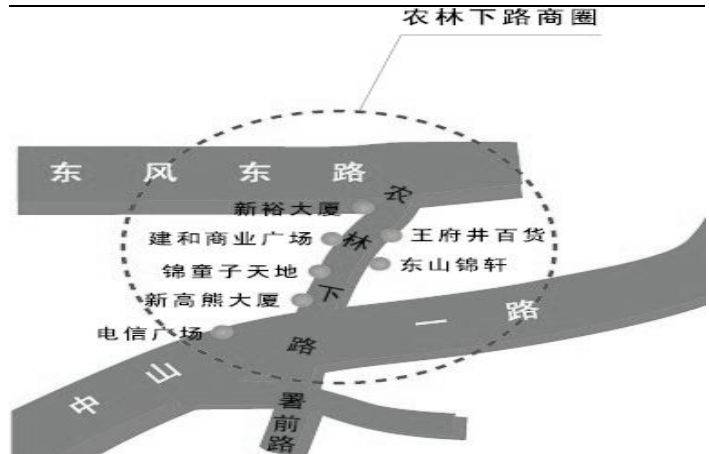
图表 25: 广州店净利润增幅有所提升

2006-2010 年广州店净利润情况



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 26: 农林下路商圈示意图



资料来源: Google、光大证券研究所

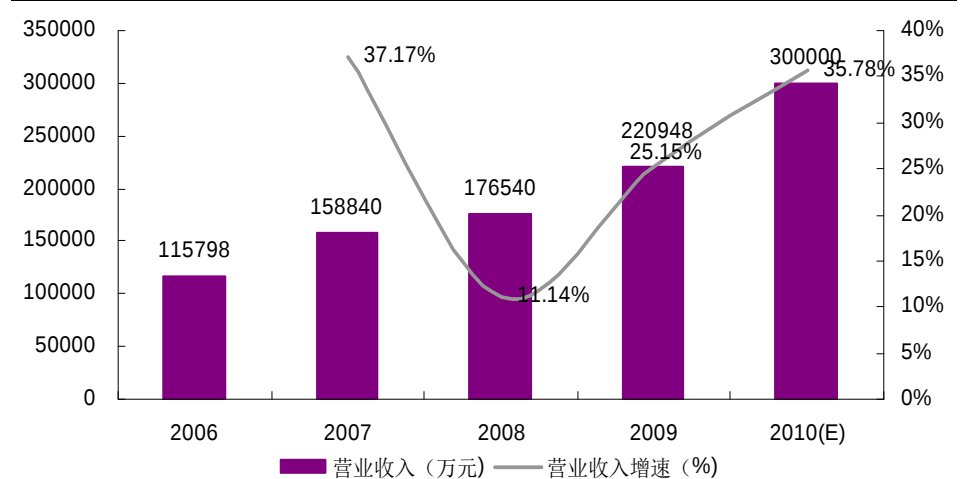
成都店

成都王府井百货商场开业于 1999 年, 位于成都春熙路商圈, 经过正常商业培育期后, 迅速站稳当地市场, 连续多年保持高速增长态势。2008 年 7 月, 成都王府井通过收购扩大建筑面积超过 9000 平方米, 总建筑面积达 63333 平方米。2009 年成都王府井投入 4000 万扩区整新 5-7 楼, 投入 800 万改装外立面和大门等, 同时引进了 60 个新品牌, 总品牌达 650 个。购物环境的提升、品牌的扩充和升级进一步强化了王府井时尚百货的定位。2010 年成都王府井百货营业额超过 30 个亿, 成为西部首家单店年销售超过 30 个亿的百货公司, 目前成都王府井是集团最为盈利的门店。

2010 年 12 月, 公司定向增发收购成都王府井剩余 13.51% 股权, 自此成都王府井成为王府井百货全资子公司, 我们认为随着成都店少数股东权益的收回, 公司决策效率可进一步提高, 成都王府井良好的经营效益将有助于公司整体盈利能力的提升。

图表 27：成都王府井为公司收入的主要来源

2006-2010 成都王府井(单体店)收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

包头一店和二店

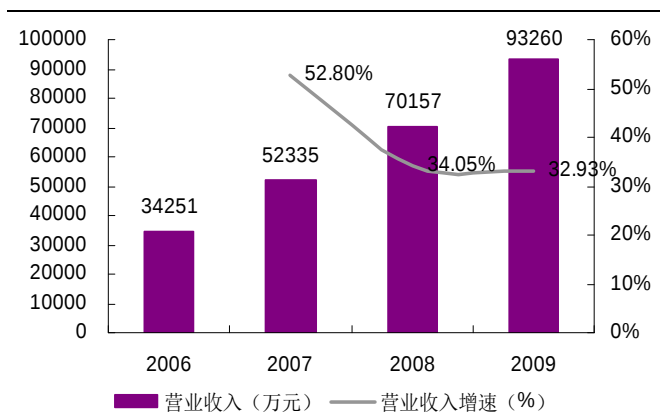
王府井百货包头店是王府井百货集团在西北地区拓展的首个商业网点。王府井百货包头店坐落于包头市钢铁大街最繁华商业区核业地段，属于包百商圈，附近有包百大楼、维多利亚商厦、荣资商厦、为一购物、金荣商场、老鼠街主题商场。2006 年包头店对商场购物环境和硬件设施进行了全面的装修和改造，扩充经营面积 5000 余平方米，商场建筑面积达 29095 平方米。目前，王府井百货包头店已成为定位于立足包头，面向包头市和周边地区中高消费阶层和讲求生活品质、追求时尚品味人群的大众时尚百货商场。

借助包头一店的市场影响力，2008 年 4 月 18 日，包头王府井青山店正式开业。它是公司继重庆实行同城连锁体制后，又一个实施同城连锁管理的门店。包头青山店建筑面积 30232 平方米，经营面积 23000 平方米，定位于面向包头市和周边地区中高消费层和讲求生活品质、追求时尚品味人群的流行时尚百货，弥补了青山区内缺少高档次购物场所的空白。开业后，包头王府井青山店经营状况良好，成为公司又一家实现“当年开业、当年赢利”的门店。

我们认为包头两店实行同城连锁能够进一步的带来规模效应，降低经营成本，提升经营效益，并且包头市是我国中西部地区重要的中心城市、内蒙古自治区的经济中心，城市性质正在由工业城市逐步向中心城市转变，因此门店还将受益于城市经济的腾飞。包头店将是王府井百货稳定的效益增长点。

图表 28：包头店是公司重要的收入来源⁸

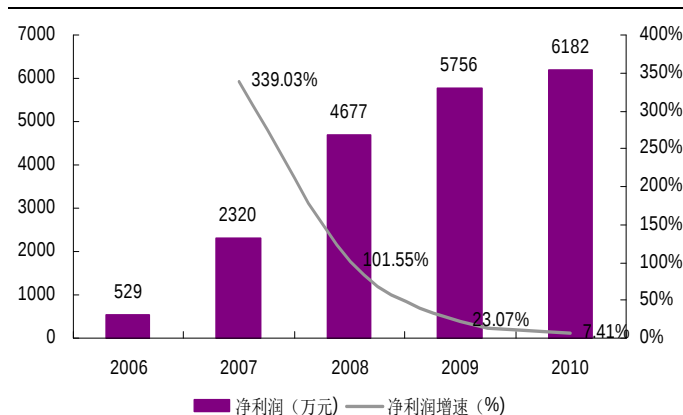
2006-2009 包头店营业收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 29：包头店盈利能力较好⁹，贡献率高

2006-2010 年包头店净利润情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 30：包头王府井地理位置



资料来源：google、光大证券研究所

长沙店

王府井长沙店于 2004 年 12 月开业，坐落于长沙五一广场，是长沙首家集时尚百货、生活超市、五星级影院、餐饮等功能于一体的综合类购物中心。2007 年，为满足“更好更大更强”的需求，长沙店扩租 1 万余平米，整体体量达到 7.2 万平米，同年商场开创湖南首家 outlets 品牌折扣店。2009 年长沙店含税销售额突破 8.6 亿，单体店销售跻身长沙市场第二名，基本确立了长沙百货业市场领先者的地位。为巩固长沙店在长沙市场的竞争优势，2010 年 5 月至 11 月公司对长沙店 2-6 层实施了装修改造和品牌调整，1 楼引进长沙首家星巴克；2 楼、3 楼、4 楼女装部引进了美容、美发、水果甜品站等女士功能项目；8 楼设立儿童卖场，连接了儿童乐园、自助餐等功能区，形成整体的儿童购物乐园。此外 1 楼的必胜客、肯德基；2 楼的水果捞；3 楼的森宁 SPA 馆；4 楼的发泽造型屋；7 楼的桂林人、爵士厨房；10 楼的王府井影城等也为顾客提供了多种休闲选择。公司拟于 2011 年 3 月至 8 月，继续对长沙店的 1 层和 7 层进行装修改造，对物业环境、服务环境、品牌结构等多方面进行一定规模的调整，从而提升长沙店的竞争实力。

⁸ 2008 和 2009 年营业收入数据为包头两店总和

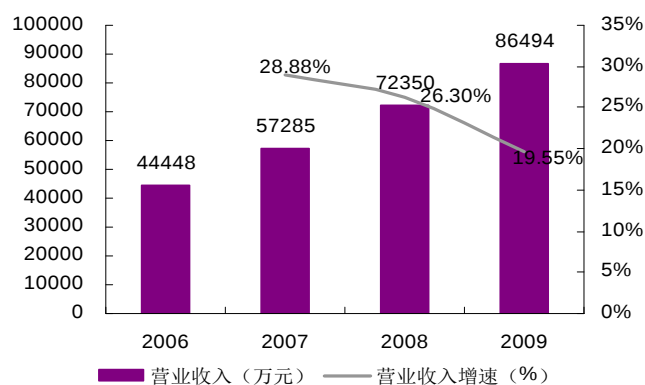
⁹ 2008 和 2009 年净利润数据为包头两店总和

2011年5月，公司以现金方式购买长沙王府井商业广场地下2层至10层的部分商业用房，面积合计51,402.96平方米，购买总价为21,973.70万元。公司本次购买长沙店物业，每平方米价格仅4200元，大幅低于市场价格，并且有利于缓解公司未来租金上涨的压力。

我们认为百货业态向购物中心靠拢，提供一站式购物娱乐将是未来的趋势。从坪效来看，长沙店2009年仅有12000元/平米¹⁰，并且毛利率仅有16%左右，随着长沙店购物环境的提升，品牌结构的优化，2010年，盈利能力大幅提高，同比增长72.62%，我们认为该店未来仍将有较大内增空间。

图表 31：长沙店营业收入维持较高增长

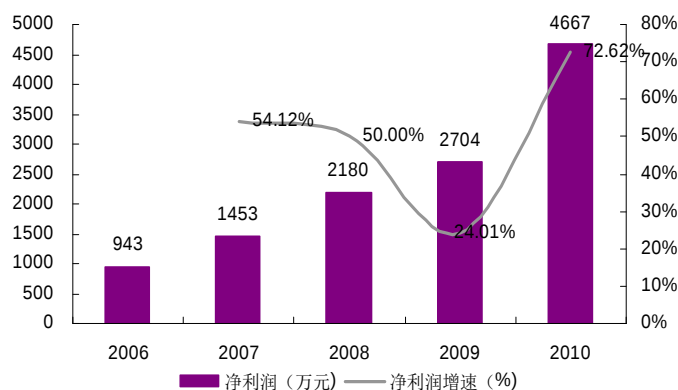
2006-2009长沙店营业收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 32：长沙店净利润增速开始下降，逐步进入稳定期

2006-2010年长沙店净利润情况



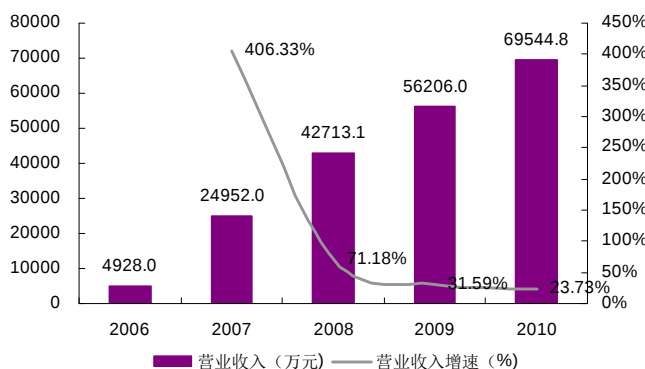
资料来源：公司公告、光大证券研究所

西宁店

西宁店开业于2006年11月25日，2007年即实现盈亏平衡，2008年和2009年销售额连年递增，2010年西宁店实现6.95亿的销售额，净利润达5450万，在当地具有较高市场影响力并处于领先地位。西宁店在开业之初定位于时尚百货，随着中西部地区消费能力的显著提升，高端品牌进驻西宁一店的意愿愈加明显，目前西宁点正在向精品百货转型。公司拟于2012年3月至7月实施装修改造，改善物业环境，满足国际一、二线品牌对硬件环境提出的要求，从而引进国际大牌，保持王府井在西宁的领先地位。我们认为西宁店转型精品百货，有利于公司抓住西部消费大升级的历史机遇，未来业绩将更上一层楼。

图表 33：西宁店成长性强，未来空间较大

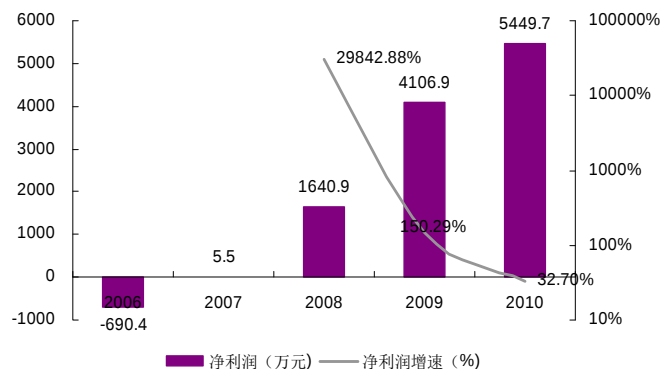
2006-2010年西宁店营业收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 34：西宁店培育期短，盈利能力强

2006-2010年西宁店净利润情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

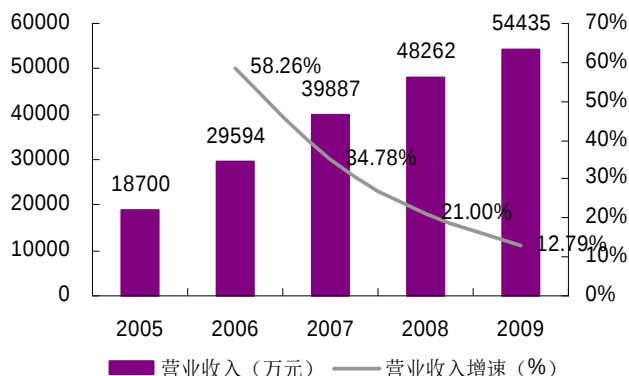
¹⁰ 按建筑面积计算

洛阳店

洛阳王府井开业于2004年12月30日，位于洛阳市交通主干道，地处休闲、购物、餐饮、娱乐一条街-中州路的中心位置凯瑞·君临广场；商场比邻两大商圈，聚集了洛阳最密集和最高档的商铺群，方圆两公里内金融机构、行政机关、高档消费场所云集，极具人气和长势发展潜力。洛阳店为租赁物业，建筑面积38358平方米，目前共有700余个百货品牌，其中国际一、二线品牌占到25%，国内品牌占63%。近几年洛阳店品牌结构调整力度较大，被置换的品牌多达500多个，公司目标打造洛阳店为洛阳乃至豫西第一时尚精品百货。由于洛阳地区商业竞争加剧，2010年，公司盈利能力有较大下滑，同比降低19.97%。

图表 35：洛阳店销售情况佳

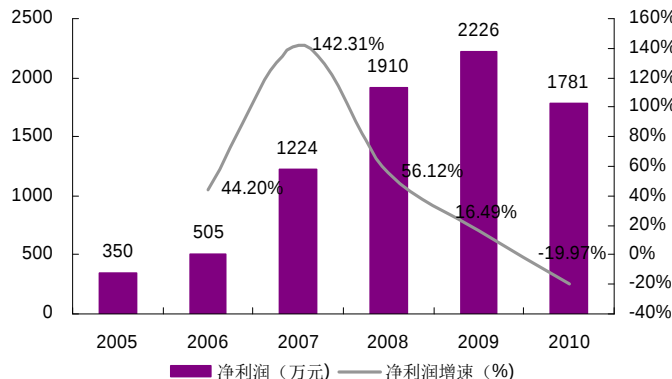
2005-2009洛阳店营业收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 36：2010 年洛阳店净利润有大幅下滑

2005-2010 洛阳店净利润情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

太原店

太原店开业于2009年5月28日，位于亲贤北路99号，属于太原市三大商圈之一，亲贤-长风街路商圈。太原店定位为精品时尚百货，是公司打造的首家高端现代百货店，现有品牌400余个、供应商300余家、功能项目9个。商场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，形成了集购物、美食、娱乐、体验为一体的综合性精品时尚百货公司。2009年半年实现销售约2.8亿元，我们对该门店未来经营情况较为乐观。

图表 37：太原王府井位于亲贤-长风街商圈

太原市主要商圈示意图



资料来源：google、光大证券研究所

3.2.3 其他门店分析

公司位于武汉、重庆、呼和浩特、乌鲁木齐的门店由于当地竞争激烈以及水土不服等原因，经营效益不佳。目前公司拟对武汉店、重庆店、呼和浩特店进行装修改造，调整品牌结构从而提升竞争实力。此外兰州店、昆明店开业于 2009 年，株洲店开业于 2010 年年底，均未脱离培育期。

图表 38：其他门店分析

门店	门店开业时间	门店介绍	盈利情况
武汉店	1998 年 1 月 18 日	门店位于六渡桥商圈，为自有物业。武汉地区有四大商业上市公司，竞争激烈，因此经营效益一般。	2010 年盈利 379 万元
重庆 1、2 店	2003 年 12 月 16 日/2006 年 1 月 19 日	门店分别位于解放碑和沙坪坝。重庆地区拥有重庆百货、新世纪百货等区域龙头企业，区域垄断优势明显，因此重庆两店表现一般。随着解放碑商业区的整体升级改造以及解放碑店的装修调整及品牌升级，未来业绩将有提升空间。	2009 年解放碑店亏损 575 万元
呼和浩特店	2004 年 12 月 5 日	位于呼和浩特核心商圈-中山西路商业街，西临天元商厦、国美电器，东接盘古国际商务中心，与民族商厦、维多利商厦隔街对应，目前已逐渐为公司贡献利润。	2010 年盈利 207 万元
乌鲁木齐店	2007 年 3 月 22 日	门店位于乌鲁木齐市最为成熟的商圈—天山商圈，毗邻自治区党委政府，人民广场，旁邻海德酒店（五星级）、鸿鑫酒店（四星级），南邻中山路，北靠解放北路，与中国银行、华夏银行等金融机构总部隔路相望，总经营面积 3 万多平方米，目前尚未脱离培育期。	2008 年亏损 1785.96 万元
兰州店	2009 年 8 月 30 日	兰州王府井位于瑞德摩尔—城市购物广场中的核心区万国港的负一层和地上一至五层。其中负一层为王府井超市，地上为王府井百货。该门店定位于大众时尚店，档次为中档偏上。	N.A.
昆明店	2009 年 10 月 1 日	该门店地处顺城购物中心，位于市政府规划的 CBD 核心区，是昆明第一家真正意义上的“摩尔”，该门店的定位是流行时尚现代百货。	2009 年亏损 357.68 万元
株洲店	2010 年 11 月 21 日	株洲店是湖南地区第二家门店，坐落于株洲市黄金地段中心广场，集时尚百货、娱乐休闲、高级餐饮、生活超市于一体，定位为精致、品质、时尚、多功能的一站式综合购物中心。	2010 年亏损 603 万元

资料来源：光大证券研究所

四、公司竞争优势分析

4.1 打破传统百货采购模式，推进统一采购，实现规模优势

目前，我国的连锁性百货绝大多数为区域型连锁百货，如百联集团、银座股份、合肥百货等，而全国性连锁百货在百货业中所占比重却不是很大，较为成功的仅有王府井百货、新世界、百盛等。我们认为产生这种现象的主要原因是由于跨区域连锁往往是“形锁而神不锁”，比如目前我国上游品牌商的销售渠道普遍用的是层层代理模式，各门店往往对应的是各区域的代理商，百货公司越过这些中间代理商直接接触到品牌供应商的难度较大，因此无法实现集中采购从而降低采购成本和流通成本，连锁带来的规模效应也难以完全体现。

为了能够有效降低采购成本，王府井百货率先对“门店对区域代理商”这种传统采购模式进行了颠覆式的改革，公司积极推行集中采购，希望通过压缩中间代理环节，直接与品牌供应商合作，增强议价能力，并且通过资本的集中经营

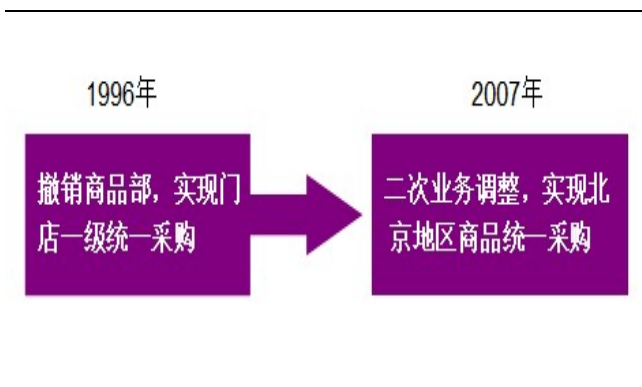
来获得最大的规模效益。

1996 年，王府井百货在业内首先展开集中采购的第一步，他们撤销各个分店按商品品类、楼层进行分别采购的商品部，设立门店的采购中心，在全国率先实现门店一级统一购进，大大提高了经营效率。2007 年，公司实施二次业务体制调整，公司实现了北京地区商品的统一采购。二次业务体制调整进一步推动了公司在全国范围内实现由单店运营体系向总部集约化经营管理的转型，使公司在成本及效率上更具有竞争力。从二次业务调整前后北京地区门店的毛利率比较来看，06 年和 07 年的北京门店毛利率分别为 21.77% 和 20.77%，而 08 年 09 年北京门店的毛利率提高为 21.97% 和 22.20%，我们认为毛利率的提高，一方面是由于公司门店的品牌调整较为成功，另一方面也在一定程度上体现了公司实施集中采购来降低成本从而实现规模效益的价值。

目前，公司仍在积极努力以推进全国门店集中采购的最终目标，我们认为随着百货零售行业的行业集中度的提高以及公司自身规模的扩大，公司对上游供应商将有更大的话语权，供应商也会主动顺应形势改造自己的分销系统，因此王府井百货实现全国统一采购的目标指日可待。

图表 39：公司积极推进集中采购计划

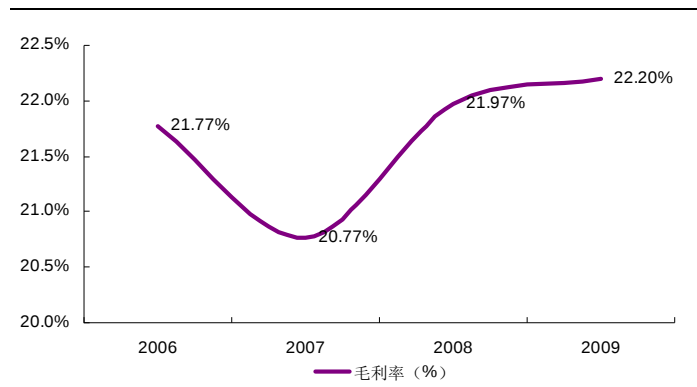
公司集中采购的推进历程



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 40：2007 年北京门店实行集中采购，毛利率提升

2006-2009 北京门店毛利率情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

4.2 抢占中西部优质网点，依托飞速发展后续盈利奠定

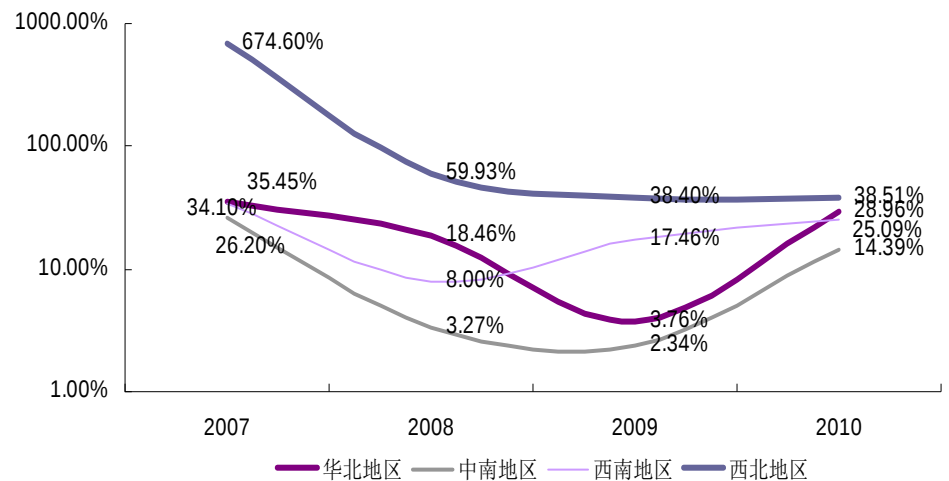
公司外埠门店中，除了广州门店外，其它 15 家外埠门店均分布于中西部地区的核心城市。我们认为，随着西部经济的腾飞，王府井百货近几年所抢占的中西部优质网点将成为公司未来发展的核心竞争优势。

由于一线城市零售业较为发达，商业资源丰富，各大百货早已占据黄金商圈，形成了天然壁垒。以上海为例，新世界、第一百货等占据了南京东路商圈；汇金百货、东方商厦、太平洋百货等占据了徐汇商圈。面对这些坐享黄金商圈壁垒优势的百货精英，王府井百货如果向上海拓展，显然不具备明显的竞争优势。但是在中西部二、三线城市，商圈竞争相对温和，王府井百货凭借其“中国第一店”的较高知名度，依靠自身规模实力，进驻当地核心黄金地段相对较易，因此王府井百货向中西部二、三线城市发展的战略正是抓住了市场的空白，捷足先登抢占优质商业网点，并以此提高后来者的进入壁垒，为公司后续盈利能力提供了强力的保障。

公司的网点优势在近几年已略有体现。从公司各区域的收入增长趋势来看，中西部区域的门店显著高于北京地区的门店的增速。我们认为主要原因在于，一方面公司积极在中西部地区拓展新门店，实现了外延增长；另一方面由于中西部城市经济飞速发展，居民消费结构升级显著，门店的内生性增长能力要比北京地区门店强。

图表 41：公司中西部地区门店收入增速迅猛

2007-2010 王府井门店分区域收入增速情况¹¹



资料来源：公司公告、光大证券研究所

五、 公司财务分析

5.1 盈利能力逐步提高

毛利率水平持续下降

近几年来，公司的毛利率水平呈现出不断下滑的趋势。2008 年，公司的毛利率为 18.93%，2009 年这一比率下滑至 18.67%，2010 年继续下滑，毛利率降至 18.20%。我们认为毛利率的下降主要有以下三方面的原因。

第一， 联营模式导致国内百货商场的商品同质化严重，商家不断加大促销力度来吸引顾客增加销售额，因此直接影响了公司的毛利率水平。

第二， 公司引入国际一线品牌的力度逐渐开始加大，如百货大楼、双安商场等门店，国际一线品牌的比例不断增大。虽然国际一线品牌能够为商场吸引更多人流，实现差异化经营，提升公司品牌。但是国际一线品牌的引入成本较大，并且联营扣点率往往较低，一般仅有 10% 左右，因此也拉低了毛利率水平。

第三， 公司近两年门店拓展速度加快，而除北京地区新开两家门店外，其余新门店基本位于二、三线城市。由于二、三线城市的供应商往往是层次比较低的代理商，并且这些区域供应商的排他性很强，公司无法把北京地区扣点率较高的一、二级代理商带入新门店，因此扣点率较低。此外由于新门店处于培育期阶段的促销力度往往比成熟门店更大，因此毛利率水平较低。

期间费用率得到有效控制

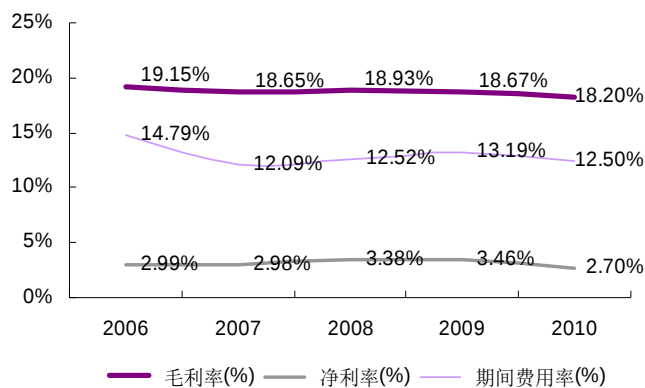
¹¹ 华北地区包含北京、山西、内蒙古地区； 中南地区包含河南、湖北、湖南、广东、广西地区； 西南地区包含重庆、四川、云南地区； 西北地区包含青海、新疆、甘肃地区

公司的期间费用率得到了良好的控制,虽然 2009 年的期间费用率较 2008 年上升 0.67%,达到 13.19%,但 2010 年,期间费用率又有较大幅度降低,下滑至 12.50%。细分期间费用率,2009 年公司的销售费用率为 8.91%,较 2008 年的 8.16%高出 0.75%,而 2010 年这一比率略微下降至 8.68%。我们认为 2009 和 2010 年销售费用率较 2008 年有所上升主要是由于新开门店较多导致折旧费、门店租赁费和摊销费用有所增加引起。从公司的管理费用率来看,近 5 年来逐年下降,由 2006 年的 4.72%下降到了 2010 年的 3.14%,充分体现了全国连锁发展的规模效益。公司财务费用率近几年稍有略微上升,2010 年达到了 0.68%,我们认为主要是由于新店开张导致正常的银行借款利息增加。

净利润率逐年提升

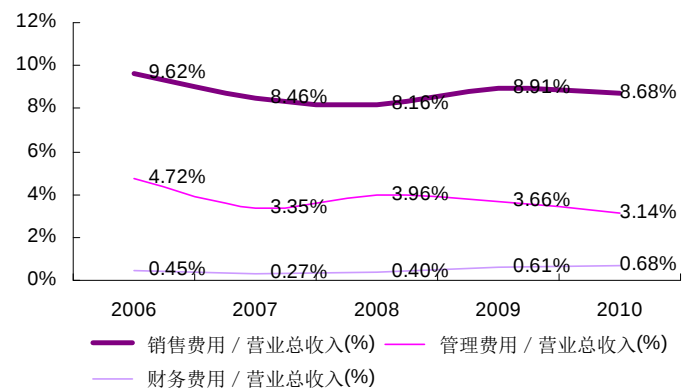
虽然公司的毛利率水平有所下降,但是公司的净利润率却是呈现上升趋势,从 2006 年的 3.35%上升到了 2009 年的 3.46%,而 2010 年由于非经常性损失径路润率有所下降。公司盈利能力的提高充分体现了公司良好的经营能力以及全国连锁扩张的战略优异性。

图表 42: 毛利率水平有所下降,盈利水平逐年提高
2006-2010 公司毛利率、期间费用率及净利率情况



资料来源: WIND、光大证券研究所

图表 43: 销售费用率略有波动,管理费用率逐年下降
2006-2010 公司期间费用率明细



资料来源: WIND、光大证券研究所

5.2 财务稳健,偿债能力强

从资产负债率来看,公司在 2008 年和 2009 年达到了较高水平,分别为 65.41% 和 60.28%。主要原因是,2008 年公司自筹资金,新增了 4 亿元银行短期贷款用来支付收购王府井大厦 55% 的股权的费用;2009 年公司又通过发行 8.2 亿元可转换公司债券用来置换先行投入的自筹资金。随着 2010 年可转换公司债券的提前赎回,2010 年资产负债率恢复至 55.15%,回到历史正常水平。

从短期偿债能力指标来看,近年来公司的流动比率和速动比率逐步增大,到 2010 年,流动比率和速动比率分别达到 0.82 和 0.76,均处于近 5 年的最优水平,显示了公司较好的资产流动性和较强的短期偿债能力。

图表 44: 资产负债率恢复正常水平,短期偿债能力增强
2006-2010 公司偿债能力主要指标

	2006	2007	2008	2009	2010
资产负债率(%)	56.59	51.67	65.41	60.28	55.15
流动比率	0.69	0.80	0.45	0.70	0.82

速动比率	0.57	0.69	0.37	0.62	0.76
------	------	------	------	------	------

资料来源：WIND、光大证券研究所

5.3 运营能力增强

近年来，公司的运营能力不断加强。从指标来看，存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率逐年提升。而同期，公司正处于加速异地拓展阶段，因此充分体现了公司强大的跨区域异地门店管理能力。

图表 45：公司运营效率不断增强

2006-2010 公司运营能力主要指标

	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转率(次)	14.13	24.25	28.44	30.57	39.18
应收账款周转率(次)	68.24	129.45	130.51	153.70	201.66
流动资产周转率(次)	3.32	4.39	5.06	5.15	4.49
固定资产周转率(次)	8.93	11.91	6.74	4.94	6.25
总资产周转率(次)	1.52	1.56	1.60	1.63	1.77

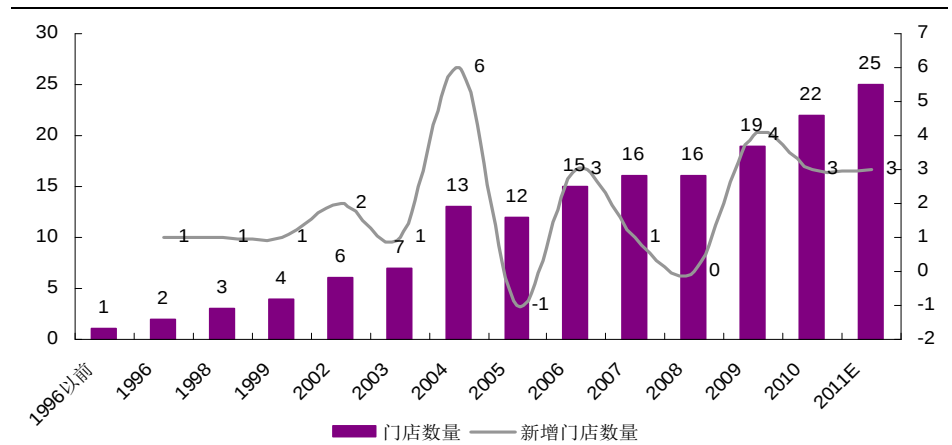
资料来源：WIND、光大证券研究所

六、 未来拓展趋势：加密区域分布，进驻资源型城市

公司自 2009 年开始重启外延式增长模式，加快扩张步伐。2009 年，公司收购王府井大厦，新开太原店、兰州店、昆明店。2010 年，公司加密北京同城门店，分别开业北京大兴店以及大钟寺尚客 HQ，并且在湖南开出第二家门店株洲店。目前公司已落实的储备门店分别有成都二店、鄂尔多斯店、唐山店和郑州店、西宁二店、福州一店、福州二店。

图表 46：公司近几年加快门店外延拓展步伐¹²

公司 1996-2011 门店增加数量及门店总数



资料来源：公司公告、光大证券研究所

从公司近几年的外延门店所进入的省市来看，我们认为公司未来的拓展路线有两大特点：

第一：门店的拓展方向以二、三线城市为主，但同时显现出公司区域加密、同城加密的策略。截至 2011 年 3 月，公司在北京地区拥有 6 家门店，湖南拥有

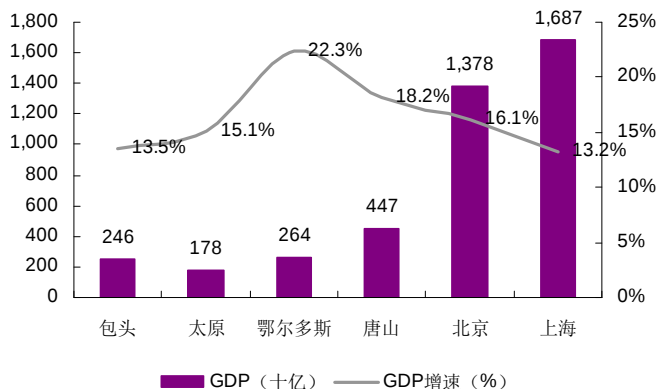
¹² 2005 年关闭石家庄店；2008 年公司新开一家门店同时关闭南宁店，净增 0 家；2009 年新开的王府井大厦在门店总数统计中并入北京市百货大楼店。

2 家门店，重庆拥有 2 家门店，内蒙古即将拥有第 3 家门店，成都即将拥有第 2 家门店。由于目前我国品牌供应商绝大部分实行区域代理制，因此百货异地扩张面临招商采购从零做起的困难，而加密区域门店分布能够使公司门店充分享受到供应商资源共享的益处，有效降低公司的招商成本及采购成本，增强对供应商的议价能力，从而提高毛利；此外由于对市场较为熟悉，同城项目将大大减短新门店的培育时间，有助于公司降低异地扩张风险，稳步提升业绩。从 09 年的经营数据来看，北京地区 4 家门店的毛利率为 22.13%，而外埠门店毛利率仅为 17.6%。我们认为北京地区门店毛利率高于外埠门店将近 5 个百分点的其中一个重要原因在于：公司在北京门店密集，供应商谈判能力较强，规模优势容易体现。我们相信随着其它区域门店的不断加密，公司总体经营业绩将有较高提升空间。

第二：公司门店拓展倾向于资源型二线城市。公司 2009 年新开山西太原店，2011 年即将新开鄂尔多斯店，2011 年 1 月唐山店项目奠基，加上公司已开业的包头一店和二店，公司对资源型城市的青睐程度可见一斑。我们认为公司加大对这些资源型二线城市的开拓速度与这些城市自身高速经济发展以及当地人民旺盛的购买力密切相关。从 GDP 和社会消费品零售来看，这些资源性二线城市虽在总量上显著不及北京、上海、广州等国内一线城市，但增长速度却高于一线城市，以鄂尔多斯为例，鄂尔多斯 2006-2010 GDP 五年复合增速达到 34.76%，社销总额五年复合增速为 19.67%，而同期北京 GDP 复合增速仅为 14.88%，社销总额五年复合增速为 16.55%。王府井百货将充分受益于资源型城市的飞速发展以及当地居民购买力提升。

图表 47：资源型二线城市 GDP 增速高于一线城市

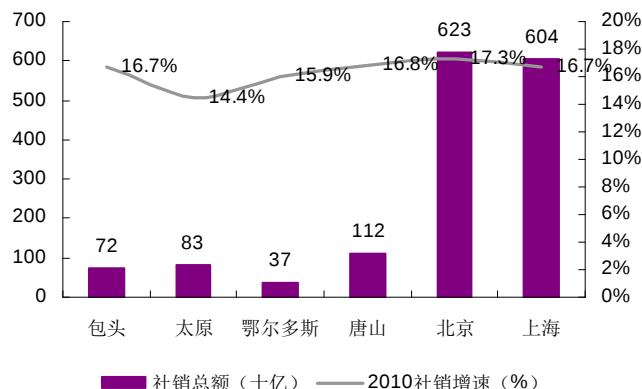
2010 年重点资源型二线城市与国内一线城市 GDP 比较



资料来源：CEIC、光大证券研究所

图表 48：资源型二线城市社销增速与一线城市持平

2010 年重点资源型二线城市与国内一线城市社销总额比较



资料来源：CEIC、光大证券研究所

第三：公司在资源型城市的门店均定位于高端百货。如太原店和鄂尔多斯店定位于高档精品时尚百货，唐山店将定位于中高档时尚百货。我们认为虽然从城市发展水平和人均可支配收入来看，这些城市与一线城市有较大差距，但是从高收入人群的购买力来比较，资源型城市的高收入群体的购买力和购买欲望绝不亚于一线城市，并且当地高端百货稀缺，因此市场潜力巨大。从 09 年新开的高端百货店太原店 2010 年的销售业绩来看，太原店成绩骄人，销售额接近 8 亿元。国际一线品牌业绩更是抢眼，其中 GUCCI 自 2010 年 5 月 13 日开业以来，半年销售额达到 4157 万元，居全国第一，这些数据充分说明了资源型城市居民的强大购买力以及高端百货的巨大市场。

七、 盈利预测和估值分析

7.1、 前提假设

- 1) 我们假定 2011-2013 年公司营业收入增速分别为 23.55%/24.30%/21.88%。公司 2011-2013 年新增门店数分别为 3/2/3 家, 营业面积分别新增 12.7/5.8/7 万平米。
- 2) 我们假定王府井的三大百货大楼主力门店双安、百货大楼、成都王府井 2011-2013 年的营业收入增速分别为 12%/25%/20%、10%/8%/5%、25%/20%/15%。
- 3) 假定 2011-2013 年公司其他业务收入占主营业务比例均为 3%。
- 4) 假定公司综合毛利率 2011-2013 年分别为 19.15%/19.27%/19.35%。
- 5) 假定公司 2011-2013 年期间费用率分别为 12.97%/12.66%/12.37%。

7.2、 绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	1.47
Rm-Rf	8.85%
K _{e(levered)}	16.99%
税率	25.00%
K _d	0.00%
V _e	18,120.1
V _d	0.0
目标资本结构	40.00%
WACC	10.19%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	4,155.33	16.02%
第二阶段	10,032.15	38.67%
第三阶段 (终值)	11,756.38	45.31%
企业价值 AEV	25,943.86	100.00%
加: 非经营性净资产	2,995.47	11.55%
价值		
减: 少数股东权益 (市	453.80	-1.75%
值)		
减: 债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	28,485.52	109.80%
股本 (百万股)	417.64	-
每股价值 (元)	68.21	-
PE (隐含)	47.71	-
PE (动态)	29.59	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
9.19%	73.54	75.50	77.70	80.19	83.02
9.69%	69.14	70.81	72.67	74.75	77.11
10.19%	65.19	66.62	68.21	69.97	71.95
10.69%	61.64	62.87	64.23	65.73	67.41
11.19%	58.43	59.50	60.67	61.95	63.38

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	68	58 - 83	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	63	53 - 76	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	60	51 - 71	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	51	45 - 59	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	60	53 - 68	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	58	51 - 69	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

7.3、相对估值

截止 2011 年 7 月 19 日，目前 A 股百货 2011 年平均市盈率在 27.5 倍，PEG 为 0.99(根据 Wind 数据显示,百货行业以 2010 年为基期,未来三年 CAGR 为 27.30%, PEG 整体法为 0.94)，我们认为作为全国连锁的百货龙头企业，有理由享受较高的估值溢价，认为公司合理的估值区间在动态 30-35 倍。

图表 49：目前百货板块平均市盈率为 27.5 倍

A 股百货板块 2011 市盈率与 PEG 预测一览(截止 2011 年 7 月 19 日)

证券代码	证券简称	2011 年预测市盈率	2011 年预测 PEG
000417.SZ	合肥百货	22.00	0.35
000501.SZ	鄂武商 A	26.37	0.85
000516.SZ	开元投资	24.72	8.31
000564.SZ	西安民生	31.57	1.44
000715.SZ	中兴商业	18.78	0.13
000785.SZ	武汉中商	27.63	0.50
000987.SZ	广州友谊	21.08	0.97
002187.SZ	广百股份	22.91	1.17
002277.SZ	友阿股份	26.60	0.66
002419.SZ	天虹商场	29.39	0.88
600280.SH	南京中商	24.54	0.09
600327.SH	大东方	18.41	0.65
600628.SH	新世界	24.64	1.99
600631.SH	百联股份	16.71	0.22
600682.SH	南京新百	25.63	0.21

600693.SH	东百集团	26.08	0.80
600694.SH	大商股份	39.16	0.23
600697.SH	欧亚集团	27.61	0.97
600723.SH	西单商场	34.38	0.06
600729.SH	重庆百货	26.16	0.92
600774.SH	汉商集团	71.04	1.02
600778.SH	友好集团	27.58	0.59
600785.SH	新华百货	23.74	1.33
600814.SH	杭州解百	28.66	0.98
600824.SH	益民集团	33.52	2.76
600828.SH	成商集团	27.18	0.51
600830.SH	香溢融通	28.97	0.41
600858.SH	银座股份	32.57	0.45
600859.SH	王府井	25.16	0.30
600865.SH	百大集团	11.52	0.05
平均值		27.48	0.99

资料来源：Wind、光大证券研究所

7.4、股价驱动因素

短期催化剂：定增方案通过证监会审核

长期催化剂：1) 制度红利，引入战略投资者后，产生业绩释放的动力和能量。
2) 西部大开发后，中西部消费升级推动公司业绩增长。

八、 投资评价及建议

我们给予公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.43/2.00/2.60 元的预测，以 2010 年为基期三年复合增长率 42.5%。从目前 A 股百货市盈率 2011 年平均 27X 来看，我们认为作为全国连锁百货的王府井，有理由享受一定的估值溢价。因此我们给予 12 个月 60 元目标价，对应 2012 年 30 倍市盈率。我们认为，目前零售市场尚未享受“制度红利”的百货公司凤毛麟角，随着公司引入战略投资者，未来公司治理或有所突破。

九、 风险提示

新门店培育期过长，规模扩张时人才管理风险

图表 50：王府井 EPS 拆分明细

2011-2013 年王府井 EPS 拆分明细 (截止 2011 年 7 月 19 日)

	2010A	2011E	2012E	2013E
华北	0.53	0.59	0.77	0.94
西南	0.42	0.65	0.98	1.37
中南	0.22	0.29	0.38	0.52
西北	0.13	0.18	0.26	0.30
误差	-0.41	-0.29	-0.40	-0.52
合计	0.90	1.43	2.00	2.60

资料来源：光大证券研究所

图表 51：王府井收支预测拆分明细

2011-2013 年王府井收支预测拆分明细 (截止 2011 年 7 月 19 日)

单位(万元)	2011E	2012E	2013E
营业收入合计	1,723,033.21	2,141,765.15	2,610,379.06
营业成本合计	1,393,050.89	1,728,961.16	2,105,377.42
营业收入增速%	23.55%	24.30%	21.88%
综合毛利率%	19.15%	19.27%	19.35%
主营业务收入	1672847.78	2079383.64	2534348.61
主营收入增速%	23.58%	24.30%	21.88%
主营业务成本	1383013.80	1716484.86	2090171.32
主营业务毛利率%	17.33%	17.45%	17.53%
门店总数	25	27	30
当年新增门店数	3	2	3
营业面积 平米	831090	903090	1005090
当年新增面积 平米	127000	58000	70000
单店收入 万元	68921.33	79324.64	87012.64
面积坪效 元/平米	20732.21	23715.97	25971.60
其他业务收入	50,185.43	62,381.51	76,030.46
其他业务占主营业务比%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务成本	10,037.09	12,476.30	15,206.09
其他业务毛利率%	80.00%	80.00%	80.00%
归属母公司净利润	59,619.93	83,328.69	108,700.91
股本(最新)	41,764.00	41,764.00	41,764.00
EPS (全面摊薄)	1.43	2.00	2.60
华北地区			
门店收入统计 万元			
门店总数	11	12	13
当年新增门店数	1	1	1
营业面积 平米	353090	393090	393090
当年新增面积 平米	35000	40000	0
营业收入	690918.91	823493.08	972826.84
收入增速%	22.24%	19.19%	18.13%
营业成本	549749.99	655325.62	773621.60
营业毛利率%	20.43%	20.42%	20.48%
单店收入 万元	62810.81	68624.42	74832.83
面积坪效 元/平米	19567.78	20949.22	24748.20
净利润	24479.15	32251.64	39070.11
EPS	0.59	0.77	0.94
北京市百货大楼			
营业收入 (万元)	138635.81	149726.67	157213.00
营业收入增速%	10%	8%	5%
营业面积 (平米)	63000	63000	63000
营业成本	106472.30	114990.08	120582.37

2011-07-21 王府井

营业毛利率%	23.20%	23.20%	23.30%
坪效（元/平米）	22005.68	23766.14	24954.44
净利润	6709.45	7715.86	8641.77
净利润增速%	10.00%	15.00%	12.00%
净利率%	4.84%	5.15%	5.50%
EPS	0.16	0.18	0.21
双安商场			
营业收入（万元）	156583.25	195729.06	234874.87
股权比例%	100%	100%	100%
营业收入增速%	12%	25%	20%
营业面积（平米）	30000	30000	30000
营业成本	121352.02	151494.29	180853.65
营业毛利率%	22.50%	22.60%	23.00%
坪效（元/平米）	52194.42	65243.02	78291.62
净利润	7105.62	9947.87	11937.44
净利润增速%	-5.00%	40.00%	20.00%
归属母公司净利润	7105.62	9947.87	11937.44
净利率%	4.54%	5.08%	5.08%
EPS	0.17	0.24	0.29
东安市场			
营业收入（万元）	28974.12	29843.34	30738.64
营业收入增速%	2%	3%	3%
营业面积（平米）	8500	8500	8500
营业成本	22744.68	23337.49	23945.40
营业毛利率%	21.50%	21.80%	22.10%
坪效（元/平米）	34087.20	35109.82	36163.11
长安商场			
营业收入（万元）	76790.08	80629.59	83048.48
营业收入增速%	8%	5%	3%
营业面积（平米）	20490	20490	20490
营业成本	60203.43	63052.34	64777.81
营业毛利率%	21.60%	21.80%	22.00%
坪效（元/平米）	37476.86	39350.70	40531.22
净利润	2958.19	3401.91	3742.11
净利润增速%	10.00%	15.00%	10.00%
净利率%	3.85%	4.22%	4.51%
EPS	0.07	0.08	0.09
包头王府井			
营业收入（万元）	124399.31	139327.22	153259.95
营业收入增速%	15%	12%	10%
营业面积（平米）	51000	51000	51000
营业成本	102753.83	114944.96	126286.20
营业毛利率%	17.40%	17.50%	17.60%
坪效（元/平米）	24392.02	27319.06	30050.97
净利润	8036.28	10848.97	13561.21
净利润增速%	30.00%	35.00%	25.00%

2011-07-21 王府井

净利率%	6.46%	7.79%	8.85%
EPS	0.19	0.26	0.32
呼和浩特王府井			
营业收入（万元）	37409.68	35539.20	37316.16
营业收入增速%	12%	-5%	5%
营业面积（平米）	30000	30000	30000
营业成本	31424.13	29710.77	31047.04
营业毛利率%	16.00%	16.40%	16.80%
坪效（元/平米）	12469.89	11846.40	12438.72
净利润	269.62	337.03	387.58
净利润增速%	30.00%	25.00%	15.00%
净利率%	0.72%	0.95%	1.04%
EPS	0.01	0.01	0.01
太原王府井			
营业收入（万元）	72450.00	94185.00	113022.00
股权比例%	100.00%	100.00%	100.00%
营业收入增速%	50%	30%	20%
营业面积（平米）	69000	69000	69000
营业成本	59409.00	77231.70	92565.02
营业毛利率%	18.00%	18.00%	18.10%
坪效（元/平米）	10500.00	13650.00	16380.00
北京HQ 尚客			
营业收入（万元）	14400.00	18720.00	23400.00
营业收入增速%	350%	30%	25%
营业面积（平米）	16000	16000	16000
营业成本	11678.40	15107.04	18790.20
营业毛利率%	18.90%	19.30%	19.70%
坪效（元/平米）	9000.00	11700.00	14625.00
北京大兴店			
营业收入（万元）	33110.00	43043.00	53803.75
营业收入增速%		30%	25%
营业面积（平米）	30100	30100	30100
营业成本	26852.21	34735.70	43204.41
营业毛利率%	18.90%	19.30%	19.70%
坪效（元/平米）	11000.00	14300.00	17875.00
鄂尔多斯王府井			
营业收入（万元）	8166.67	29750.00	41650.00
营业收入增速%			40%
营业面积（平米）	35000	35000	35000
营业成本	6860.00	24841.25	34569.50
营业毛利率%	16.00%	16.50%	17.00%
坪效（元/平米）	7000.00	8500.00	11900.00
净利润	-600.00	800.00	1500.00
净利润增速%			
净利率%	-7.35%	2.69%	3.60%
EPS	-0.01	0.02	0.04

唐山店			
营业收入（万元）		7000.00	34000.00
营业收入增速%			386%
营业面积（平米）		40000	40000
营业成本		5880.00	28390.00
营业毛利率%		16.00%	16.50%
坪效（元/平米）		7000.00	8500.00
净利润		-800.00	300.00
净利润增速%			
净利率%		-11.43%	0.88%
EPS		-0.02	0.01
2013 年新开			
营业收入（万元）			10500.00
营业收入增速%			
营业面积（平米）			35000
营业成本			8610.00
营业毛利率%			18.00%
坪效（元/平米）			9000.00
净利润			-1000.00
净利润增速%			
净利率%			-9.52%
EPS			-0.02
西南地区			
门店收入统计 万元			
门店总数	5	5	6
当年新增门店数	1	0	1
营业面积 平米	179000	179000	219000
当年新增面积 平米	68000.00	0.00	40000.00
营业收入	448063.86	634040.45	806900.70
收入增速%	26.49%	41.51%	27.26%
营业成本	362278.11	511263.18	649856.11
营业毛利率%	19.15%	19.36%	19.46%
单店收入 万元	89612.77	126808.09	134483.45
面积坪效 元/平米	25031.50	35421.25	36844.78
净利润	27203.77	40805.65	57127.91
EPS	0.65	0.98	1.37
成都王府井			
营业收入（万元）	331422.00	397706.40	457362.36
股权比例	100%	100%	100%
营业收入增速%	25%	20%	15%
营业面积（平米）	30000	30000	30000
营业成本	266463.29	319755.95	367719.34
营业毛利率%	19.60%	19.60%	19.60%
坪效（元/平米）	110474.00	132568.80	152454.12
净利润	27203.77	40805.65	57127.91

2011-07-21 王府井

净利润增速%	35.00%	50.00%	40.00%
归属母公司净利润	27203.77	40805.65	57127.91
净利率%	8.21%	10.26%	12.49%
EPS	0.65	0.98	1.37
重庆1店（解放碑店）			
营业收入（万元）	32266.02	29039.42	36299.27
营业收入增速%	5%	-10%	25%
营业面积（平米）	27000	27000	27000
营业成本	26716.26	23957.52	29838.00
营业毛利率%	17.20%	17.50%	17.80%
坪效（元/平米）	11950.38	10755.34	13444.17
重庆2店（沙坪坝店）			
营业收入（万元）	32775.84	34414.63	35447.07
营业收入增速%	8%	5%	3%
营业面积（平米）	26000	26000	26000
营业成本	26908.96	28116.75	28889.36
营业毛利率%	17.90%	18.30%	18.50%
坪效（元/平米）	12606.09	13236.40	13633.49
昆明王府井			
营业收入（万元）	44800.00	62720.00	81536.00
营业收入增速%	60%	40%	30%
营业面积（平米）	28000	28000	28000
营业成本	36736.00	51304.96	66533.38
营业毛利率%	18.00%	18.20%	18.40%
坪效（元/平米）	16000.00	22400.00	29120.00
成都二店			
营业收入（万元）	6800.00	110160.00	176256.00
营业收入增速%		1520%	60%
营业面积（平米）	68000	68000	68000
营业成本	5453.6	88128	140476.03
营业毛利率%	19.80%	20.00%	20.30%
坪效（元/平米）	12000.00	16200.00	25920.00
2013 年新开			
营业收入（万元）			20000.00
营业收入增速%			
营业面积（平米）			40000
营业成本			16400.00
营业毛利率%			18.00%
坪效（元/平米）			10000.00
中南地区			
门店收入统计 万元			
门店总数	5	6	6
当年新增门店数	0	1	0
营业面积 平米	193000	225000	257000
当年新增面积 平米	0	18000	0
营业收入	272308.34	310809.48	359904.93

2011-07-21 王府井

收入增速%	7.26%	14.14%	15.80%
营业成本	222504.82	253694.67	293455.90
营业毛利率%	18.29%	18.38%	18.46%
单店收入 万元	54461.67	51801.58	59984.15
面积坪效 元/平米	14109.24	13813.75	14004.08
净利润	12258.86	16064.35	21602.09
EPS	0.29	0.38	0.52
广州王府井			
营业收入（万元）	67643.89	69673.20	71066.67
营业收入增速%	5%	3%	2%
营业面积（平米）	18000	18000	18000
营业成本	52559.30	53927.06	54792.40
营业毛利率%	22.30%	22.60%	22.90%
坪效（元/平米）	37579.94	38707.34	39481.48
净利润	3670.16	4404.20	5064.83
净利润增速%	20.00%	20.00%	15.00%
净利率%	5.43%	6.32%	7.13%
EPS	0.09	0.11	0.12
武汉王府井			
营业收入（万元）	29942.41	34433.77	37877.14
营业收入增速%	-10%	15%	10%
营业面积（平米）	27000	27000	27000
营业成本	24792.31	28407.86	31059.26
营业毛利率%	17.20%	17.50%	18.00%
坪效（元/平米）	11089.78	12753.25	14028.57
净利润	416.90	500.28	600.34
净利润增速%	10.00%	20.00%	20.00%
净利率%	1.39%	1.45%	1.58%
EPS	0.01	0.01	0.01
长沙王府井			
营业收入（万元）	85629.06	102754.87	118168.10
营业收入增速%	-10%	20%	15%
营业面积（平米）	55000	55000	55000
营业成本	70900.86	85081.03	97843.19
营业毛利率%	17.20%	17.20%	17.20%
坪效（元/平米）	15568.92	18682.70	21485.11
净利润	5600.64	8120.93	10963.25
净利润增速%	20.00%	45.00%	35.00%
净利率%	6.54%	7.90%	9.28%
EPS	0.13	0.19	0.26
洛阳王府井			
营业收入（万元）	63492.98	66667.63	70001.01
营业收入增速%	8%	5%	5%
营业面积（平米）	29000	29000	29000
营业成本	52953.14866	55400.80319	57890.83929

2011-07-21 王府井

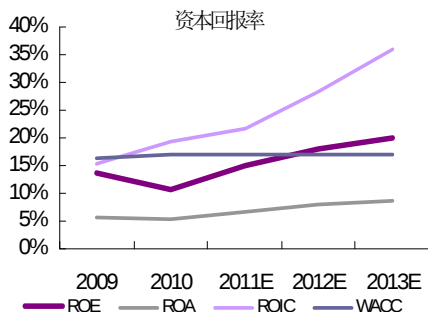
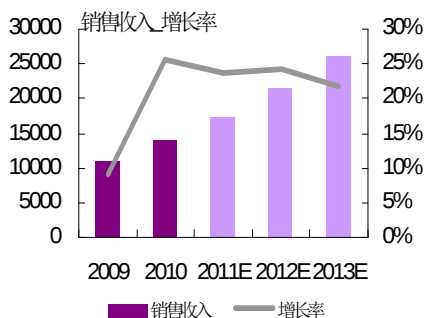
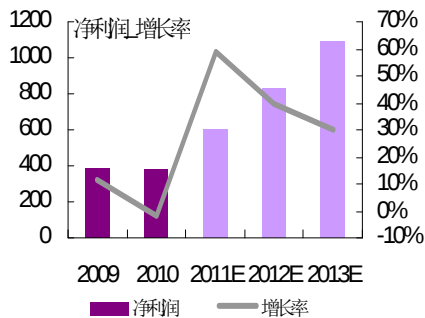
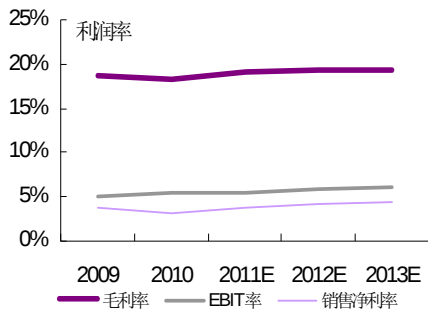
营业毛利率%	16.60%	16.90%	17.30%
坪效 (元/平米)	21894.13	22988.84	24138.28
净利润	2671.16	3338.94	4173.68
净利润增速%	50.00%	25.00%	25.00%
净利率%	4.21%	5.01%	5.96%
EPS	0.06	0.08	0.10
株洲王府井			
营业收入 (万元)	25600.00	35840.00	46592.00
营业收入增速%		40%	30%
营业面积 (平米)	32000	32000	32000
营业成本	21299.20	29675.52	38391.81
营业毛利率%	16.80%	17.20%	17.60%
坪效 (元/平米)	8000.00	11200.00	14560.00
净利润	-100.00	500.00	800.00
净利润增速%			
净利率%	-0.39%	1.40%	1.72%
EPS	0.00	0.01	0.02
郑州店			
营业收入 (万元)		1440.00	16200.00
营业收入增速%			
营业面积 (平米)		18000	18000
营业成本		1202.40	13478.40
营业毛利率%		16.50%	16.80%
坪效 (元/平米)		8000.00	9000.00
净利润		-800.00	0.00
净利率%		-55.56%	0.00%
EPS		-0.02	0.00
西北地区			
门店收入统计 万元			
门店总数	4	4	5
当年新增门店数	1	0	1
营业面积 平米	106000	106000	136000
当年新增面积 平米	24000	0	30000
营业收入	155102.72	178716.23	233439.40
收入增速%	32.28%	15.22%	30.62%
营业成本	131876.97	151499.40	197045.86
营业毛利率%	14.97%	15.23%	15.59%
单店收入 万元	4928.43	4928.43	4928.43
面积坪效 元/平米	14632.33	16860.02	17164.66
净利润	7602.14	10872.78	12640.97
EPS	0.18	0.26	0.30
西宁王府井			
营业收入 (万元)	83453.72	76777.43	95971.78
营业收入增速%	20%	-8%	25%
营业面积 (平米)	26000	26000	26000

2011-07-21 王府井

营业成本	70101.13	64262.71	80136.44
营业毛利率%	16.00%	16.30%	16.50%
坪效 (元/平米)	32097.59	29529.78	36912.22
净利润	7902.14	10272.78	12840.97
净利润增速%	45.00%	30.00%	25.00%
净利率%	9.47%	13.38%	13.38%
EPS	0.19	0.25	0.31
乌鲁木齐王府井			
营业收入 (万元)	35649.00	42778.80	49195.62
营业收入增速%	20%	20%	15%
营业面积 (平米)	20000	20000	20000
营业成本	30729.44	36704.21	42062.26
营业毛利率%	13.80%	14.20%	14.50%
坪效 (元/平米)	17824.50	21389.40	24597.81
兰州王府井			
营业收入 (万元)	25200.00	32760.00	39312.00
营业收入增速%	40%	30%	20%
营业面积 (平米)	36000	36000	36000
营业成本	21974.40	28435.68	33965.57
营业毛利率%	12.80%	13.20%	13.60%
坪效 (元/平米)	7000.00	9100.00	10920.00
西宁二店			
营业收入 (万元)	10800.00	26400.00	36960.00
营业收入增速%			40%
营业面积 (平米)	24000	24000	24000
营业成本	9072.00	22096.80	30861.60
营业毛利率%	16.00%	16.30%	16.50%
坪效 (元/平米)	9000.00	11000.00	15400.00
净利润	-300.00	600.00	800.00
净利润增速%			
净利率%	-2.78%	2.27%	2.16%
EPS	-0.01	0.01	0.02
2013 年新开			
营业收入 (万元)			12000.00
营业收入增速%			
营业面积 (平米)			30000
营业成本			10020.00
营业毛利率%			16.50%
坪效 (元/平米)			8000.00
净利润			-1000.00
净利润增速%			
净利率%			-8.33%
EPS			-0.02
误差项/内部抵消			
收入	156,639.38	194,705.92	237,307.19
占营收比重%	10.00%	10.00%	10.00%

成本	126,640.99	157,178.29	191,397.95
占成本比重%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润	-11,923.99	-16,665.74	-21,740.18
净利润占比	-20.00%	-20.00%	-20.00%
EPS	-0.29	-0.40	-0.52

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,099	13,946	17,230	21,418	26,104
营业成本	9,026	11,408	13,931	17,290	21,054
折旧和摊销	268	290	185	198	211
营业税费	122	139	181	225	274
销售费用	989	1,210	1,551	1,895	2,271
管理费用	407	438	594	739	888
财务费用	68	95	90	77	70
公允价值变动损益	6	0	0	0	0
投资收益	32	-3	0	0	0
营业利润	519	653	856	1,184	1,539
利润总额	523	614	856	1,184	1,539
少数股东损益	35	62	45	55	70
归属母公司净利润	384.33	376.03	597.00	833.25	1,084.56

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,413	8,314	9,477	11,334	13,544
流动资产	2,542	3,665	5,020	6,776	8,897
货币资金	1,860	2,948	3,896	5,379	7,193
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	68	70	124	154	188
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	97	95	172	214	261
存货	305	277	479	596	728
可供出售投资	815	482	400	400	400
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	117	114	114	114	114
固定资产	2,246	2,220	2,335	2,443	2,542
无形资产	1,107	1,073	1,046	1,020	994
总负债	4,469	4,585	5,231	6,393	7,715
无息负债	3,746	4,585	5,231	6,393	7,715
有息负债	723	0	0	0	0
股东权益	2,944	3,729	4,246	4,941	5,829
股本	393	418	418	418	418
公积金	1,727	2,334	2,334	2,334	2,334
未分配利润	711	766	1,238	1,878	2,696
少数股东权益	114	211	256	311	381

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,168	1,592	1,181	2,081	2,441
净利润	384	376	597	833	1,085
折旧摊销	268	290	185	198	211
净营运资金增加	-163	-321	395	-81	-69
其他	678	1,248	4	1,130	1,214
投资活动产生现金流	-319	-325	5	-300	-300
净资本支出	301	325	300	300	300
长期投资变化	117	114	0	0	0
其他资产变化	-737	-764	-295	-600	-600
融资活动现金流	-101	-179	-238	-299	-327
股本变化	0	25	0	0	0
债务净变化	-67	-723	0	0	0
无息负债变化	489	839	646	1,162	1,322
净现金流	747	1,089	948	1,483	1,814

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.09%	25.66%	23.55%	24.30%	21.88%
净利润增长率	11.71%	-2.16%	58.76%	39.57%	30.16%
EBITDA 增长率	4.94%	27.40%	8.77%	29.02%	24.72%
EBIT 增长率	-8.16%	36.85%	26.03%	33.36%	27.57%
估值指标					
PE	46	47	30	21	16
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	21	16	15	11	9
EV/EBIT	31	23	18	13	10
EV/NOPLAT	38	32	24	18	13
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	6	6	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	18.67%	18.20%	19.15%	19.27%	19.35%
EBITDA 率	7.36%	7.46%	6.57%	6.81%	6.97%
EBIT 率	4.94%	5.38%	5.49%	5.89%	6.16%
税前净利润率	4.72%	4.40%	4.97%	5.53%	5.90%
税后净利润率 (归属母公	3.46%	2.70%	3.46%	3.89%	4.15%
ROA	5.66%	5.27%	6.77%	7.84%	8.52%
ROE (归属母公司) (摊	13.58%	10.69%	14.96%	18.00%	19.91%
经营性 ROIC	15.29%	19.49%	21.62%	28.39%	36.10%
偿债能力					
流动比率	0.70	0.82	0.97	1.07	1.16
速动比率	0.62	0.76	0.88	0.97	1.07
归属母公司权益/有息债务	3.91	-	-	-	-
有形资产/有息债务	8.25	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.92	0.90	1.43	2.00	2.60
每股红利	0.28	0.30	0.46	0.64	0.83
每股经营现金流	2.80	3.81	2.83	4.98	5.84
每股自由现金流(FCFF)	1.38	1.97	0.55	2.23	2.86
每股净资产	6.78	8.42	9.55	11.09	13.04
每股销售收入	26.57	33.39	41.26	51.28	62.50

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

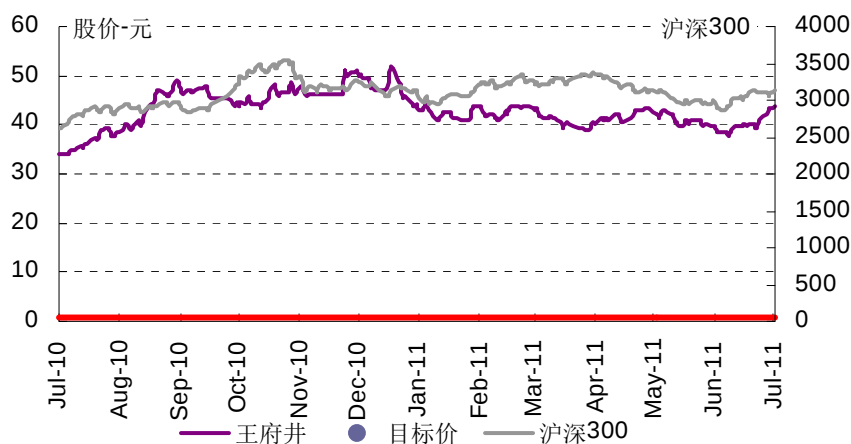
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010 年 5 月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

王府井 (600859)



日期	股价	目标价	评级
2009-06-16	28.01	32.40	增持
2011-02-12	43.85	56.00	买入
2011-04-05	39.99	51.10	买入
2011-05-08	43.15	50.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
企业客户	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
上海	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
富尊财富中心	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com