

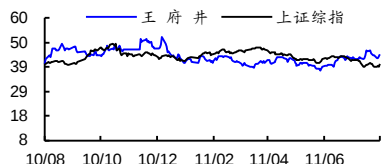
证券研究报告—动态报告

商业贸易
零售
王府井(600859)
推荐
2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	417.6/417.6
总市值(百万元)	18,631.0/18,631.0
沪深 300/深圳成指	2,615.26/11,598.93
12 个月最高/最低 元)	51.94/37.72

相关研究报告:

《王府井-600859-时在中春, 阳和方起》——2011-3-25

《王府井-600859-长期价值卓越者》——2010-12-28

《王府井深度报告: 金字塔形门店, 区域扩张之典范》——2010-8-9

《王府井: 分享专注、健康轨道上的成长》——2006-12-15

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

半年报点评

开店提速 盈利能力微升

●实现 EPS0.76 元/股, 盈利水平略有提升

2011 年上半年, 公司实现营业收入 83.6 亿元 (+24%), 营业利润 4.9 亿元 (+31.5%), 净利润 3.2 亿元 (+30%), 对应的 EPS0.76 元。上半年实现毛利率 18.7%, 净利率 3.8%, 分别比上年提升 0.1 和 0.2 个百分点; 销售费用率和管理费用率分别为 8.6%、2.9%, 分别比上年变动+0.3、-0.2 个百分点。

●门店调整较大, 下半年陆续展开

上半年北京双安商场主楼开始实施经营调整, 并对大楼主体进行装修改造, 导致业绩波动较大, 截止 6 月底一期调整已完成并重新开业。另外, 根据公司规模, 下半年将陆续对各主要门店进行经营调整, 已公布的调整门店包括武汉王府井、重庆王府井、长沙王府井、北京百货大楼等, 调整范围涉及到公司部分主要门店, 预计会对下半年业绩造成一定影响。

●首次进入西安地区, 新店扩张力度不减, 自有物业比例提升

2011 年 5 月, 公司购入长沙王府井商场 1-8 层全部物业, 新增自有物业面积近 4 万平米; 8 月公司以 7.9 亿元购入西安赛高城市广场, 预计新增营业面积 6.8 万平米, 这也是公司进入西安地区的首家门店, 显示了公司对异地门店运营能力的信心。新店扩张方面, 6 月 29 日, 公司新设立福州王府井子公司, 同时根据公告, 鄂尔多斯王府井预计三季度开始试营业, 成都王府井购物中心预计将于年底开业。

●长期看好全国布局扩张, 维持“推荐”评级

我们维持对公司的基本观点, 即认为作为百货类上市企业中的优质公司, 北京、成都两地成熟型门店运营效率高, 二三线城市门店提前布局, 门店结构优良, 另外西南地区新增成都王府井购物中心、西北新增赛高广场项目等都将成为公司长期业绩增长提供充足动力。公司加大异地门店布局力度, 长期内将持续彰显公司跨区域门店运营能力。我们提高了公司 2011/12/13 年 EPS 预测至 1.50/2.08/2.64 元, 对应的 PE 为 29/21/16 倍, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,098.82	13,946.23	17,154	21,099	25,741
(+/-%)	9.09%	25.66%	23.0%	23.0%	22.0%
净利润(百万元)	384.33	376.03	591	815	1038
(+/-%)	11.71%	-2.16%	57.0%	38.0%	27.3%
每股收益(元)	0.98	0.90	1.50	2.08	2.64
EBIT Margin	5.09%	4.66%	5.6%	6.2%	6.4%
净资产收益率(ROE)	13.58%	10.69%	15.1%	18.2%	20.1%
市盈率(PE)	45.61	49.55	28.6	20.7	16.3
EV/EBITDA	21.91	19.83	19.3	15.4	13.2
市净率(PB)	6.19	5.30	4.31	3.77	3.26

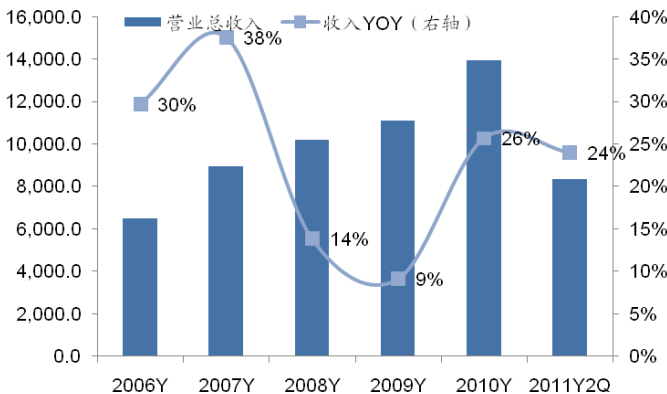
独立性声明:

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。

实现 EPS0.76 元/股，盈利水平略有提升

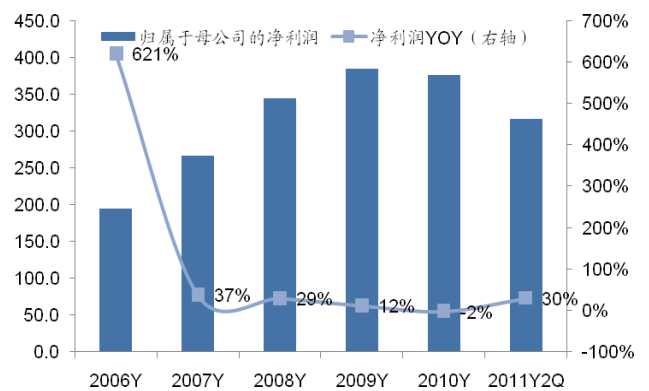
2011 年上半年，公司实现营业收入 83.6 亿元（+24%），营业利润 4.9 亿元（+31.5%），净利润 3.2 亿元（+30%），对应的 EPS0.76 元。上半年实现毛利率 18.7%，净利率 3.8%，分别比上年提升 0.1 和 0.2 个百分点；销售费用率和管理费用率分别为 8.6%、2.9%，分别比上年变动+0.3、-0.2 个百分点（比上年年底提高 0.5 和 0.6 个百分点）。

图 1：06-11 年上半年公司营业收入及增速



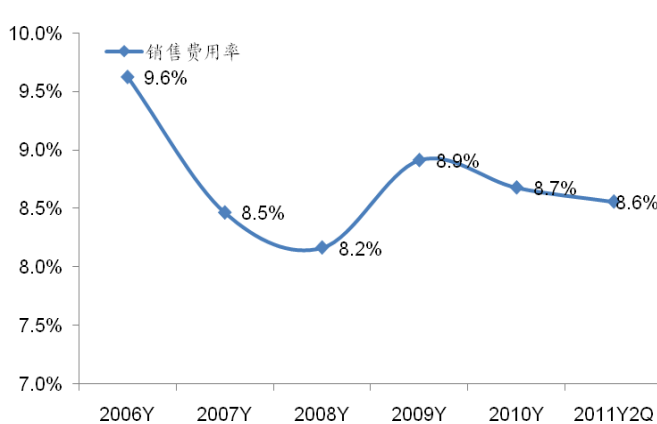
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 2：06-11 年上半年公司净利润及增速



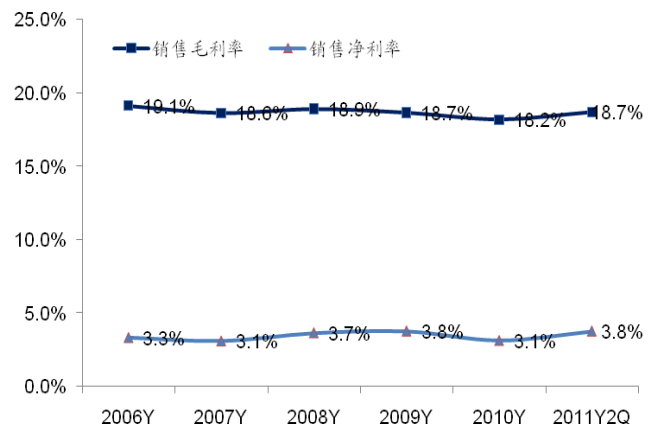
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 3：06-11 年上半年公司销售费用率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 4：06-11 年上半年公司毛利率及净利率变动情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

部分门店经营调整下半年陆续展开

上半年，北京双安商场主楼开始实施经营调整，并对大楼主体进行装修改造，导致业绩波动较大，截止 6 月底一期调整已完成并重新开业。另外，根据公司规模，下半年将陆续对各主要门店进行经营调整，已公布的调整门店包括武汉王府井、重庆王府井、长沙王府井、北京百货大楼等，调整范围涉及到公司部分主要门店，预计

会对下半年业绩造成一定影响。

表 1: 08-11 年上半年公司主要门店净利润变动情况

		2008Y	2009Y	2010Y	2011H
双安商场		91.64	85.27	74.8	1.65
	YOY		-7%	-12%	
成都王府井		123.93	111.19	201.51	183.66
	YOY		-10%	81%	
广州王府井		22.81	24.06	30.58	19.15
	YOY		5%	27%	
武汉王府井		2.96	2.1	3.79	5.16
	YOY		-29%	80%	
包头王府井		46.77	57.56	61.82	32.05
	YOY		23%	7%	
长沙王府井		21.8	27.04	46.67	32.97
	YOY		24%	73%	
呼和浩特王府井		2.33	3.03	2.07	-0.44
	YOY		30%	-32%	
洛阳王府井		19.1	22.26	17.81	10.29
	YOY		16%	-20%	
西宁王府井		16.41	41.07	54.5	34.97
	YOY		150%	33%	
长安商场		25.03	24.17	26.89	15.72
	YOY		-3%	11%	
株洲王府井		-	-	-6.03	-15.5
	YOY		-	-	
鄂尔多斯市王府井		0	-	-3.26	-3.04
	YOY		-100%	-	
海文王府井		3.66	3.53	2.2	0.65
	YOY		-3%	-38%	
王府井洋华堂		-21	-12.73	-8.41	-2.29
	YOY		-39%	-34%	
柒·拾壹（北京）		1.31	0.64	4.56	0.16
	YOY		-51%	615%	
总计		356.76	389.17	509.5	315.16
	YOY		9%	31%	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

首次进入西安地区，新店扩张力度不减

2011 年 5 月，公司购入长沙王府井商场 1-8 层全部物业，新增自有物业面积近 4 万平米；8 月，公司以 7.9 亿元购入西安赛高城市广场，预计新增营业面积 6.8 万平米，同时，该店也是公司进入西安地区的首家门店，该门店增强了市场对公司异地门店运营能力的信心。另外，新店扩张方面，6 月 29 日，公司新设立福州王府井子公司，同时根据公告，鄂尔多斯王府井预计三季度开始试营业，成都王府井购物中心预计将于年底开业。

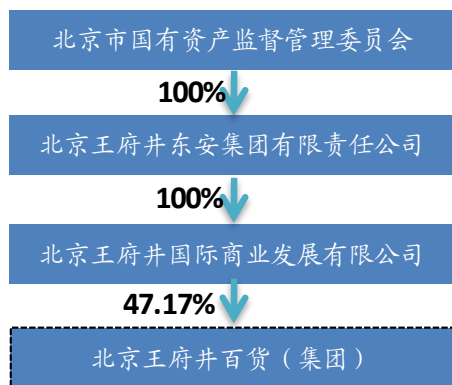
表 2: 2011 年上半年新增项目明细

项 目 名称	购买总价 (百万)	建筑面积 (平方米)	单价 (元 /平方米)	营业面积	购入时间	股权比例	(预计) 开业时间	项目描述	定位
西安赛高城市广场	789.71	90,211	8,754.03	67,658	2011 年 8 月	100%	N/A	项目位于西安北部新城核心位置，处于张家堡商圈，是该商圈中体量规模最大的商业项目。	综合性购物中心
长沙王府井商业广场	219.74	51,402.96	4,274.79	38,552	2011 年 5 月	100%	2004 年 12 月	该广场位于长沙市五一广场西南角、长沙市最繁华的五一商圈的核心部位，北面紧邻“春天百货大厦”，隔街相对“湘浙汇大厦”、“日资平和堂大厦”，南面是长沙市人流量最大的“商业步行街”、“乐活城购物中心”、“香港新世界商业长沙店”、“新大新购物中心”、“万达购物广场(沃尔玛超市)”等大型商业机构分布在周边 300 米区域内，交通便捷，人流、车流、物流充裕，	时尚百货

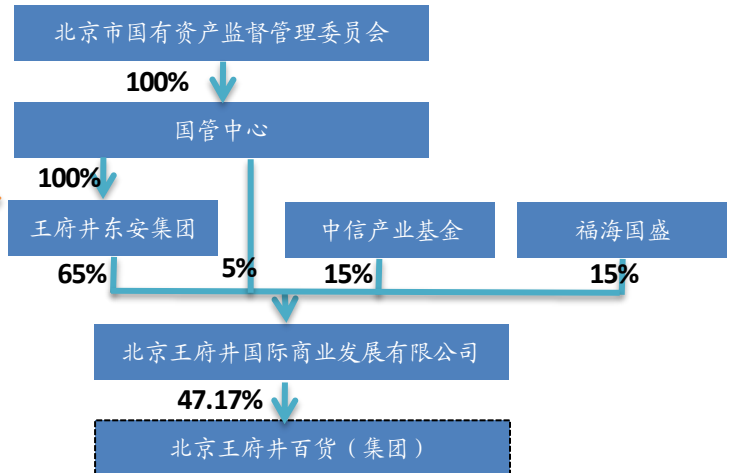
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

引入战略投资，公司治理结构提升

2010 年 12 月 27 日，王府井国际原唯一股东北京王府井东安集团有限责任公司（以下简称“王府井东安”）与由中信产业投资基金管理有限公司（以下简称“中信产业基金”）管理的北京信升创卓投资管理中心（以下简称“信升创卓”）、福海国盛（天津）股权投资合伙企业（以下简称“福海国盛”）、北京国有资本经营管理中心（国管中心）签署增资协议，中信产业基金、福海国盛、国管中心以现金对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%。本次增资完成后，公司控股股东仍为王府井国际，实际控制人仍为王府井东安，最终控制人仍为北京市国资委。

图 5: 2010 年 12 月之前公司股权结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 6: 控股股东发生变化后的股权结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

公司此次引入战略投资者，对于提升并购重组能力、改善公司治理结构、推动股权激励实施具有重要意义。公司此举验证了我们前期对公司扩张问题的判断，即通过收购兼并地区优质门店，加快跨区域扩张。通过收购地区优质门店，将大大降低新

店培育风险，未来发展前景将更加明确。

长期看好全国布局扩张，维持“推荐”评级

我们维持对公司的基本观点，即认为作为百货类上市企业中的优质公司，北京、成都两地成熟型门店运营效率高，二三线城市门店提前布局，门店结构优良，另外西南地区新增成都王府井购物中心、西北新增赛高广场项目等都将为公司长期业绩增长提供充足动力。公司加大异地门店布局力度，长期内将持续彰显公司跨区域门店运营能力。我们预计公司 2011/12/13 年 EPS 分别为 1.50/2.08/2.64 元，对应的 PE 为 29/21/16 倍，维持“推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2948	4068	5555	7445	营业收入	13946	17154	21099	25741
应收款项	165	203	250	305	营业成本	11408	13999	17141	20895
存货净额	277	341	418	510	营业税金及附加	139	171	211	257
其他流动资产	274	337	415	506	销售费用	1210	1489	1825	2201
流动资产合计	3665	4949	6637	8766	管理费用	438	531	608	731
固定资产	2294	2461	2606	2729	财务费用	95	(42)	(58)	(78)
无形资产及其他	1073	1037	1001	965	投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)
投资性房地产	1168	1168	1168	1168	资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	114	111	109	106	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8314	9726	11521	13735	营业利润	653	1003	1369	1733
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(39)	(39)	(39)	(39)
应付款项	1407	1731	2121	2588	利润总额	614	964	1330	1693
其他流动负债	3078	3786	4632	5644	所得税费用	175	275	380	484
流动负债合计	4485	5517	6753	8232	少数股东损益	62	98	135	172
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	376	591	815	1038
其他长期负债	99	14	(72)	(157)					
长期负债合计	99	14	(72)	(157)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4585	5531	6682	8075		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	211	278	369	486	净利润	376	591	815	1038
股东权益	3518	3918	4470	5174	资产减值准备	(7)	(0)	0	0
负债和股东权益总计	8314	9726	11521	13735	折旧摊销	191	194	215	237
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	95	(42)	(58)	(78)
					营运资本变动	1002	781	950	1155
					其它	49	66	91	116
					经营活动现金流	1611	1632	2072	2547
					资本开支	(167)	(325)	(325)	(325)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(164)	(322)	(322)	(322)
					权益性融资	35	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(121)	(190)	(263)	(334)
					其它融资现金流	(151)	0	0	0
					融资活动现金流	(358)	(190)	(263)	(334)
					现金净变动	1089	1120	1487	1890
					货币资金的期初余额	1860	2948	4068	5555
					货币资金的期末余额	2948	4068	5555	7445
					企业自由现金流	1769	1339	1779	2252
					权益自由现金流	1618	1369	1820	2307

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.90	1.50	2.08	2.64
每股红利	0.29	0.48	0.67	0.85
每股净资产	8.42	9.98	11.38	13.17
ROIC	16%	22%	38%	76%
ROE	11%	15%	18%	20%
毛利率	18%	18%	19%	19%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%
收入增长	26%	23%	23%	22%
净利润增长率	-2%	57%	38%	27%
资产负债率	58%	60%	61%	62%
息率	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%
P/E	47.7	28.6	20.7	16.3
P/B	5.1	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	23.9	19.3	15.4	13.2

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
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	唐俊杰	021-60875160
		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	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
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				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn