

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本评级机构评级委员会委员及评级人员不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。若存在利害关系的，应当予以说明。

为出具本信用评级报告，本评级机构及评级人员根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，对涉及本次评级的有关事实和资料进行了审查，查阅了本评级机构认为必须查阅的文件。本信用评级报告的结论是本评级机构及评级人员在履行法定职责和尽职调查的基础上，遵循勤勉尽责和诚实信用原则，依据本评级机构信用评级标准和工作程序做出的独立判断。本评级报告书中对被评级对象的有关会计报告、审计报告中某些数据和结论的引述，并不意味本评级机构对这些数据、结论的真实性和准确性作出任何明示或默示保证。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的有效存续期一致。同时，本评级机构已对被评债券的跟踪评级事项做出了明确安排，并有

权在被评债券有效存续期间依据发行主体各方面情况的变化对被评债券偿付能力及违约风险所产生的影响变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本评级报告书作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

在本评级机构的核查验证过程中，本评级机构得到被评级对象董事会如下保证，即已经提供了本评级机构认为出具本评级报告所必需的、真实的原始书面材料、副本材料或口头证言；有关副本材料或者复印件与原件一致。



评级总监：

周沅帆

北京王府井百货（集团）股份有限公司

2009 年 8.21 亿元可转换公司债券跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：65 个月

债券剩余规模：8.21 亿元

评级日期：2010 年 7 月 22 日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：72 个月

债券发行规模：8.21 亿元

评级日期：2009 年 4 月 22 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对北京王府井（集团）股份有限公司（以下简称“王府井”或“公司”）2009年10月30日上市的“王府转债”的2010年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持AA，主体长期信用等级维持AA，评级展望维持稳定。

主要财务指标：

项 目	2010 年 1-3 月	2009 年	2008 年	2007 年
总资产（万元）	751,698.61	741,330.57	618,674.13	650,157.02
归属于母公司所有者权益（万元）	291,727.34	283,062.27	205,255.87	307,732.06
资产负债率（%）	59.29	60.28	65.41	51.67
流动比率（倍）	0.76	0.70	0.45	0.80
营业收入（万元）	381,271.91	1,109,882.27	1,017,404.31	893,601.04
利润总额（万元）	22,050.37	52,349.41	51,014.32	44,398.48
综合毛利率（%）	18.30	18.67	18.93	18.65
总资产报酬率（%）	-	8.70	8.68	7.20
经营活动净现金流（万元）	25,037.26	116,784.65	82,800.33	78,176.92
EBITDA（万元）	-	83,328.51	71,871.93	59,826.19
利息保障倍数（倍）	-	19.93	25.91	87.26

注：2010年1季度财务数据未经审计

数据来源：公司公告

基本观点：

- 2009 年国内消费品市场复苏明显，零售行业需求环境持续转好，但行业内部及百货行业与其他业态间的竞争不断加剧；
- 得益于内生性和外延式两种增长模式，公司收入实现了稳步增长，但受制于经济危机和百货店打折促销的影响，公司销售毛利率水平略有下滑；
- 时隔两年之后，公司重启外延式增长模式、加快异地扩张步伐，通过外延式增长保持公司持续稳定发展趋势；
- 跟踪期内公司总资产明显增加，偿债能力指标明显提升，稳定持续的经营活动现金流净流入能够有效保障公司债务的偿还。

关注：

- 2009 年内百货大楼北馆并未完全对外营业，预计到 2010 年下半年，百货大楼北馆将实现全面对外营业，我们关注其能否实现预期收益；
- 在百货行业竞争日益加剧的背景下，公司异地新开门店的后续盈利能力具有一定不确定性。

分析师

姓名：李琳 张苗

电话：010-66216006

邮箱：lilin@pyrating.cn

一、募集资金使用情况

公司 2009 年发行的 8.21 亿元可转换公司债券扣除各项发行费用后实际募得资金 8.02 亿元，承诺募集资金投入项目为收购北京王府井大厦有限公司（以下简称“王府井大厦”）55%的股权，扩展北京市百货大楼（以下简称“百货大楼”）经营规模。

截至 2009 年 10 月，公司已根据《北京王府井大厦有限公司股东权益转让合同》使用自筹资金先行支付了共计 10.6 亿元人民币的全部股权转让款。上述预先投入资金情况已经信永中和会计师事务所有限公司出具的《北京王府井百货（集团）股份有限公司以自筹资金预先投入募集资金项目情况专项审核报告》确认。

募集资金到位后，公司第六届董事会第九次临时会议审议通过了《关于使用募集资金置换公司已投入募投项目的自筹资金的议案》，公司独立董事以及保荐机构均就此事项发表了独立意见，同意公司使用募集资金置换已先行投入募投项目的自筹资金。

截至2009年11月20日，公司已经将全部募集资金用于置换公司先行投入募投项目的自筹资金，本次可转换债券募集资金按照承诺用途使用完毕。

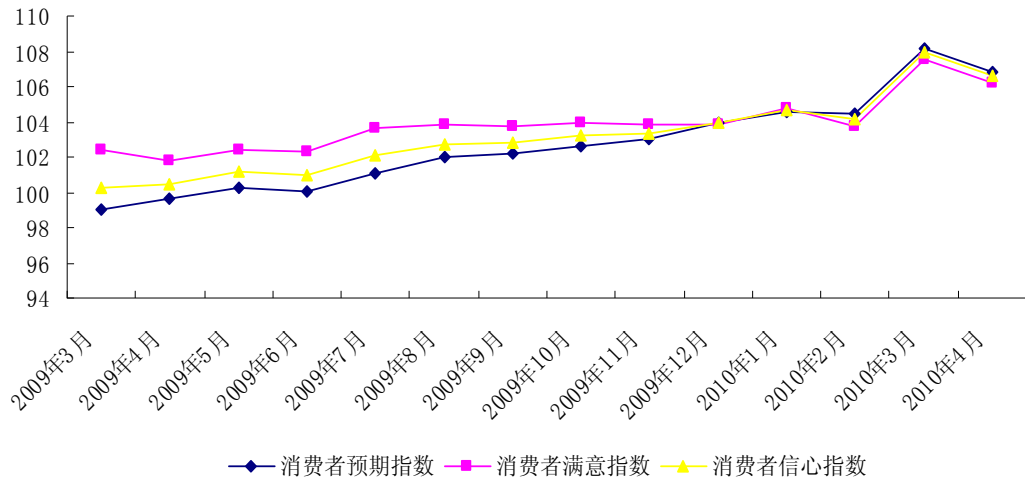
由于招商期和部分品牌商装修周期较长，2009 年内百货大楼北馆并未完全对外营业，预计 2010 年下半年，百货大楼北馆将实现全面对外营业。根据百货大楼整体经营调整计划，其南馆目前正在加固装修工程，部分南馆品牌挪至北馆暂时经营，预计到 2010 年 9 月，百货大楼整体经营调整完成。

二、运营环境

国内消费品市场回暖明显，零售行业需求环境持续转好

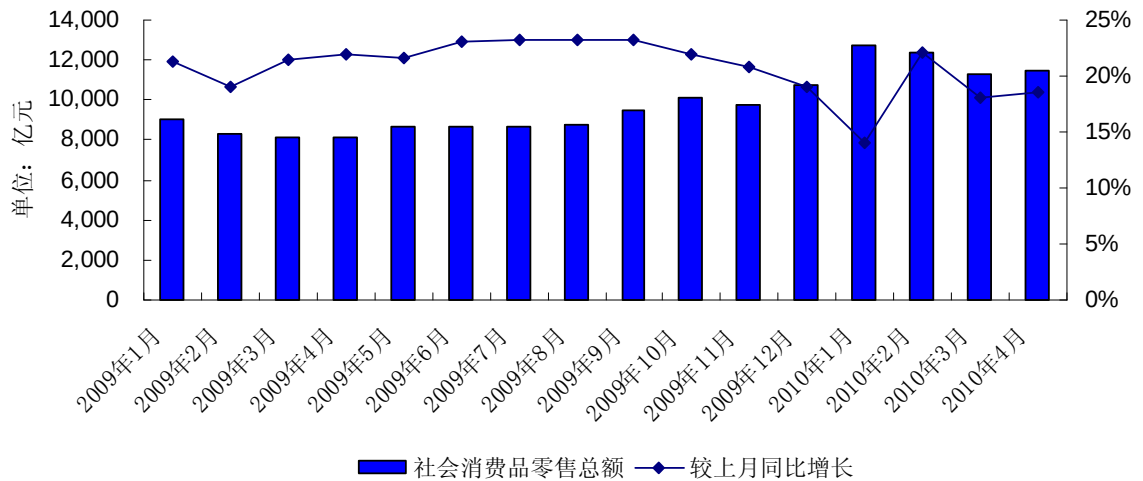
2009 年一季度为我国零售行业受经济危机影响最为明显的季度，2009 年 3 月我国零售行业社会消费品零售总额为 9,317.6 亿元，为 2009 年最低点。2009 年二季度以来，随着金融危机的影响逐渐消散、宏观经济实现反转，消费者信心开始恢复，百货行业复苏迹象明显。2010 年 1-4 月，国内社会消费品零售总额 47,884 亿元，同比增长 18.1%；2010 年 3 月份消费者信心指数、消费者满意指数和消费者预期指数分别为 104.7、104.8 和 104.6，分别较 2009 年 3 月份增加 4.3、2.4 和 5.6。国内零售消费市场回暖、行业需求环境转好的趋势已基本确立。

图1 2009年3月-2010年4月消费者预期指数、消费者满意指数和消费者信心指数走势



资料来源：国家统计局

图2 2009年1月-2010年4月社会商品零售总额及较上一年度同月增长比率走势



资料来源：国家统计局

从国家实行持续的消费刺激政策和国民收入持续增长的趋势来看，我国消费市场仍将保持持续增长。2009年，在“家电下乡”、“以旧换新”等政策刺激下，零售行业中的家电行业销售状况逐渐好转。尤其是十一黄金周，历来是商家竞争最为激烈、促销活动最为集中的时段，各商家为抢占假日市场，纷纷进行家电全场极限让利，再加上“以旧换新”和下乡惠农政策实施，助推2009年零售行业中家电产品销售额大幅提升。2010年6月3日，商务部、财政部和环境保护部联合召开全国家电以旧换新工作会议。在会议上宣布，经国务院批准，自2010年6月1日起，新增19个省份实施家电以旧换新政策。另外，结合各地区旧家电拆解处理能力等条件，家电以旧换新政策逐步推广到全国范围内实施，截止时间暂定为2011年12月31日。

从收入角度看，我国国民收入的持续增长是零售行业需求好转的基础。2009年全年全国城镇平均每人年可支配收入17,175万元，较去年同期增长9.8%。

综上，扩大内需消费是我国中长期内一个稳定和长期的趋势，可以为百货行业的发展提供持续增长的外部需求环境。

价格战、加速扩张、并购整合、向购物中心业态延伸以及加大自营商品比重是百货行业目前的主要竞争方式

我国百货行业多以联营模式为主，而联营模式的主要优势在于不用承担经营和对市场预测失误而产生的风险、不积压存货，而其缺点主要为对稀缺品牌无话语权，企业间同质化竞争严重、缺乏核心竞争力。同地区百货间的竞争主要为聚客的竞争，价格战是抢占市场份额的最直接有效手段，这就使得价格战仍是同区域百货间的主要竞争模式，价格战仍是百货店抢占市场份额的主要手段，但过度价格战会使得百货类企业毛利率下滑。

除此之外，加速扩张、并购整合、向购物中心业态延伸以及加大自营商品比重是百货行业内公司竞争的其他形式。

加速扩张、并购整合是近期百货行业外延式扩张的主要手段。随着消费回暖和行业复苏，内外资百货企业外延式扩张的速度明显加快。百盛百货集团在2009年下半年，相继新开了兰州、常熟、石家庄分店，并于2009年初收购了北京双全大厦；菲律宾最大的零售企业菲律宾SM PRIME集团也宣布，计划2015年之前以每年新开3家店的速度进军中国市场；新世界百货计划2010年上半年在上海、北京新开3家新店；2009年王府井百货在北京、太原、兰州和昆明新开4家门店。

购物中心成为百货店的最主要竞争对手。从国外零售行业发展趋势来看，在经济发展到一定程度之后，购物中心的兴起，对百货行业的市场空间造成了较大的侵蚀。与百货行业相比购物中心体量更大，可以满足现代人一站式的购物、休闲、娱乐需求。从经营模式来看，购物中心的租赁比例比较高，因此毛利率相对也比较高。目前我国购物中心主要集中在北京、上海等一线城市，并有逐渐向二三线城市渗透的趋势，购物中心的发展正在逐步侵蚀百货行业的发展空间。

继续积极探索向加大自营商品比重转型。我国目前百货行业毛利率水平偏低、同质化严重的根本原因在于其以联营为主的经营模式。与自营模式相比，联营模式的优势在于风险小、现金流状况较好、没有存货压力，但需要以牺牲毛利率为代价。因此，向加大自营商品比重转型是百货企业发展到一定阶段的发展方式。

三、经营与竞争

得益于内生性和外延式两种增长模式，2009年公司营业收入实现了稳步增长，但受制于经济危机影响和百货店打折促销，公司销售毛利率略有下滑

2009年，公司实现营业收入110.99亿元，同比增长9.09%；其中主营业务收入实现108.02亿元，同比增长8.69%；利润总额5.23亿元，同比增长2.62%。公司收入增长主要来源于两方面：一方面，原有门店收入稳定增长；另一方面，公司在2009年新开王府井百货大楼北馆、太原、兰州、昆明四家店，实现了外延式增长。

从单店的内生性增长来看，2009年成都、西宁、包头、长沙各门店收入增长明显。其中，成都店2009年实现营业收入22.09亿元，较去年同期增长25.15%，主要是营业门店规模增大所致；西宁店实现营业收入5.62亿元，较去年同期增长31.59%；包头店实现营业收入9.33亿元，较去年同期增长8.07%；长沙店实现营业收入8.65亿元，较去年同期增长19.55%。受奥运特许经营店撤销影响，北京地区的4家百货门店营业收入增幅低于其他地区。其中，王府井百货大楼北馆由于招商期和部分品牌商装修周期较长，2009年内百货大楼北馆并未完全对外营业，预计2010年下半年，百货大楼北馆将实现全面对外营业。根据百货大楼整体经营调整计划，其南馆目前正在进行加固装修工程，部分南馆品牌挪至北馆暂时经营。受此影响，2009年百货大楼店在新增北馆2.5万平方米营业面积的情况下，营业收入仍出现了小幅下滑。但考虑到百货大楼店卓越的地理位置和北京地区消费者的消费能力，我们认为，未来一段时间内百货大楼店将为公司主营业务收入增长带来较大贡献。除此之外，原处于培育期的重庆和新疆门店，营业收入略有增长，但仍无法摆脱单店亏损的局面。

从公司的外延式增长看，2009年公司全年新增门店四家，新增经营建筑面积超过20万平米。2009年全年，新开的3家门店（扣除王府井百货大楼北馆）贡献营业收入36,066万元。并且从公司未来3年左右的异地扩张战略可以看出，外延式增长将是未来公司收入增长的一个主要来源。

2009年公司销售毛利率18.67%，较去年同期下降0.26个百分点，百货各门店销售毛利率19.02%，较去年同期下降0.38个百分点。从季节影响因素看，2009年一二季度百货行业销售受到经济危机影响明显，三四季度为了促进销售收入增长，促销活动增加，拉低了销售毛利率。从各门店及区域情况看，受经济危机和促销增加影响，各门店销售毛利率均较2008年小幅下滑。西北及西南地区门店收入增速较快，但毛利率远低于北京，新开店如太原、兰州、昆明都处于培育期，

毛利率也低于成熟门店。

表1 2008-2009年公司各分店主要营业情况（单位：万元）

门店名称	建筑面积 (平方米)	2009 年			2008 年		
		营业收入	主营业务利润	毛利率	营业收入	主营业务利润	毛利率
百货大楼	139,702	120,031	27,665	23.05%	120,120	27,518	22.91%
长安	32,041	69,031	14,568	21.10%	69,391	14,251	20.54%
双安	35,624	125,491	27,919	22.25%	126,923	28,252	22.26%
成都店	63,333	220,948	42,819	19.38%	176,540	36,448	20.65%
东安	12,407	28,406	5,755	20.26%	34,372	6,783	19.74%
广州店	33,470	61,355	13,233	21.57%	61,920	12,744	20.58%
包头店	29,095/30,282	93,260	16,014	17.17%	86,296	14,391	16.68%
长沙店	71,893	86,494	14,269	16.50%	72,350	13,131	18.15%
洛阳店	38,358	54,435	8,720	16.02%	48,262	7,571	15.69%
西宁店	25,905	56,206	8,671	15.43%	42,713	6,112	14.31%
武汉店	35,030	32,617	5,443	16.69%	32,554	5,517	16.95%
重庆店	49,362/38,528	58,227	9,844	16.91%	56,378	10,428	18.50%
呼市店	37,115	30,365	4,628	15.24%	28,205	4,221	14.97%
新疆店	30,000	23,766	3,164	13.31%	18,928	2,287	12.08%
南宁店					3,635	236	6.49%
兰州店	51,379	6,370	762	11.96%			
昆明店	34,299	5,595	975	17.43%			
太原店	83,945	24,101	4,135	17.16%			
合计	871,768	1,096,698	208,584	19.02%	978,588	189,888	19.40%

注：重庆店包括重庆一店和重庆二店、包头店包括包头一店和包头二店；南宁店于2008年开始停业整顿。2009年新开太原、兰州、昆明店和百货大楼北馆。

资料来源：公司提供

加快外延式增长模式、加快异地扩张步伐

2009年公司继续加快外延扩张步伐，全年新增门店四家，新增经营建筑面积超过20万平米。

具体来看，2009年1月17日，百货大楼北馆开始试营业；5月28日，太原王府井开始试营业；8月29日，兰州王府井开始试营业；9月29日，昆明王府井对外营业。公司2010年将在北京、株洲和鄂尔多斯等地新开4家分店，分别是北京大兴店、北京大钟寺店、株洲王府井店和鄂尔多斯王府井店。并且在未来的3-5年内，公司将保持适度的新开店速度，布局全国、加快异地扩张步伐。

表2 2009-2010年王府井新开店及开店计划

	店名	概况
2009 年新开店	北京王府井大厦 (即百货大楼北馆)	2009 年 1 月开始部分试营业, 位于北京百货大楼的北面, 包含百货大楼在内总建筑面积达 13 万平方米, 其中可用于经营部分的建筑面积为 9 万平方米。待百货大楼整体调整到位后, 将打造一个具有购物中心元素的精品时尚百货店。
	太原王府井	2009 年 5 月 28 日开业, 位于太原市亲贤北街, 建筑面积约 84,000 平方米, 集购物、休闲、餐饮、娱乐于一体, 定位于精品时尚店。
	兰州王府井	2009 年 8 月 29 日开始试营业, 建筑面积 5 万平方米, 定位于流行时尚店。
	昆明王府井	2009 年 9 月 29 日开业, 位于昆明传统核心商业区, 也是市政府规划的 CBD 核心区, 面积达 3.4 万平方米。
2010 年计划新开店	北京大兴店	2009 年 11 月 19 日, 王府井百货正式签约落户北京大兴火神庙国际购物中心, 位于北京大兴区的核心商业地段, 随着地铁开通以及新城市居民入住, 消费前景较好, 预计将在 2010 年下半年正式营业。
	北京大钟寺店	公司计划进入海淀区的大钟寺国际广场, 地铁 13 号线的贯通大钟寺的商业前景乐观, 但大钟寺地区现有的商业项目均较为低端。王府井百货大钟寺店与双安商场、当代商城、华宇时尚购物中心等几家临近商场将进行错位经营。王府井百货大钟寺店更加偏重年轻消费者。
	株洲店	株洲中央商业广场位于湖南株洲商业核心区, 项目物业较好, 且株洲作为公司湖南城市群的重点城市, 公司进驻时机较好。
	鄂尔多斯店	王府井百货入驻内蒙古鄂尔多斯市东胜区的太古国际广场, 该项目是国际化城市综合体项目, 涵盖高端百货、名品商业街、甲级写字楼、酒店式公寓及高档住宅。

资料来源: 公司提供

我们认为, 随着区域经济的持续发展和国家扩大内需政策的推进, 我国大部分地区的二三线城市存在巨大的消费潜力, 公司未来的外延式增长值得期待。短期而言, 新开门店所产生的折旧摊销和人员费用将会给公司经营带来一定压力; 不过考虑到前几年开设的门店陆续进入盈利期, 我们认为公司的开店节奏仍属合理范畴。

四、财务状况

财务分析基础说明

本报告关于公司财务实力的分析主要依据经信永中和会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2007-2009 年的审计报告以及未审计的 2010 年一季度报表。

2009 年公司新增公司两家, 分别为昆明王府井百货有限公司(公司间接持股 70%)和柒和伊饮食(北京)有限公司(公司持股 15%); 处置公司 4 家, 分别为江苏王府井投资发展有限公司、

匈牙利埃利克公司、北京兴安广告公司和北京恒和投资发展有限公司，这几家新增和处置的公司对公司 2009 年业绩影响较小，可忽略不计。

资产结构与质量

公司资产的增长来源于货币资金的增加和可供出售金融资产公允价值的变动，公司资产质量较高

跟踪期内，公司资产规模得到了快速增长，截至 2010 年 3 月 31 日，公司总资产 75.17 亿元，较 2008 年底增长 21.50%。从公司资产构成上来看，公司资产的增加主要来源于货币资金的增加和可供出售金融资产公允价值的变动。截至 2010 年 3 月 31 日，公司货币资金为 20.26 亿元，较 2008 年底增长 82.13%；可供出售金融资产 7.39 亿元，较 2008 年底增加 76.35%，主要是公司持有的北京北辰实业股份有限公司的股权价格变化所致。

截至 2010 年 3 月 31 日，公司总资产中货币资金、可供出售金融资产、固定资产和无形资产合计 60.78 亿元，占公司总资产的 80.85%。其中，货币资金和可供出售金融资产均具有较强的流动性和可变现能力；公司的固定资产基本用于主业经营，且物业均位于所属区域核心商业地段；无形资产主要为公司所拥有的土地使用权，且该部分土地也同样位于所属区域核心商业地段。因此，我们认为公司资产质量较好，具有较强的流动性和升值潜力。

表 3 2007-2010 年 3 月公司主要资产构成

(单位：万元)

项目	2010 年 3 月 31 日		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
流动资产	276,312.14	36.76%	254,236.76	34.29%	176,511.10	28.53%	225,508.59	34.69%
货币资金	202,567.66	26.95%	185,954.88	25.08%	111,221.73	17.98%	160,661.04	24.71%
应收账款	7,210.80	0.96%	6,784.35	0.92%	7,657.56	1.24%	7,934.15	1.22%
预付款项	24,981.86	3.32%	21,267.16	2.87%	21,732.04	3.51%	8,494.99	1.31%
存货	29,452.12	3.92%	30,499.85	4.11%	28,551.49	4.61%	29,445.69	4.53%
非流动资产	475,386.47	63.24%	487,093.81	65.71%	442,163.03	71.47%	424,648.43	65.31%
可供出售金融资产	73,917.72	9.83%	81,462.71	10.99%	41,915.80	6.78%	214,452.60	32.98%
长期股权投资	11,405.48	1.52%	11,650.63	1.57%	8,749.87	1.41%	47,437.94	7.30%
投资性房地产	21,899.97	2.91%	22,102.45	2.98%	22,931.05	3.71%	22,781.05	3.50%
固定资产	221,460.82	29.46%	224,552.69	30.29%	224,718.95	36.32%	76,985.10	11.84%
无形资产	109,856.29	14.61%	110,732.95	14.94%	110,627.49	17.88%	31,986.04	4.92%
总资产	751,698.61	100.00%	741,330.57	100.00%	618,674.13	100.00%	650,157.02	100.00%

资料来源：公司年报、季报

盈利能力

主营业务收入略有增长、毛利率出现小幅下滑，净利润的增长关键为投资收益的增加

2009年公司实现营业收入110.99亿元，同比增长9.1%；销售毛利率18.67%，较去年同期下降0.26个百分点；归属于母公司净利润3.84亿元，同比增长11.71%，扣除非经常性损益的净利润3.54亿元，下降7.8%，净利润增长的关键是公司出售交易性金融资产（北辰实业股份）实现投资收益3,446万元。

公司收入增长主要来源于两方面：一方面，原有门店收入稳定增长；另一方面，公司在2009年新开王府井百货大楼北馆、太原、兰州、昆明四家店，实现了外延式增长。销售毛利率的下滑主要是因为2009年一二季度受到经济危机影响以及促销活动的增加，拉低了销售毛利率。此外，由于新门店的毛利率较低，也影响了公司的销售毛利率。

我们认为，未来随着新开门店的增加和原有培育期门店的成熟，公司收入和利润将保持持续增长趋势。

表4 2007-2010年3月公司盈利情况

项目	2010年1-3月	2009年	2008年	2007
营业收入（万元）	381,271.91	1,109,882.27	1,017,404.31	893,601.04
利润总额（万元）	22,050.37	52,349.41	51,014.32	44,398.48
投资收益（万元）	-245.15	3,230.06	-217.23	857.24
净利润（万元）	17,229.26	41,982.49	37,218.30	27,763.72
综合毛利率	18.30%	18.67%	18.93%	18.65%
总资产报酬率	-	8.70%	8.68%	7.20%

资料来源：公司年报

现金流

公司经营获现能力较强，良好的经营活动现金流能够满足公司正常的投资需求和扩张需要

2009年公司经营活动产生的现金流量净额为11.68亿元，较2008年增长41.04%，为当年公司净利润的2.78倍，说明公司拥有较强的经营获现能力。公司经营活动产生的现金流量净额增长幅度远高于当期FFO增长的幅度，这主要是公司经营性应付项目增加所致，主要来源于公司预收客户款的增加，我们认为，随着公司营业收入的增长和新开店的增加，公司预收账款存在进一步增长趋势。此外，公司以联营为主的经营模式对资金占用较少、资金周转快，这种经营模式保证了公司具有较强的经营活动现金生成能力。

公司投资活动产生的现金流量净额由2008年的-13.69亿元提升为2009年的-3.19亿元，这主

要是公司在去年同期收购王府井大厦和北京王府井商业物业管理有限公司股权所致。公司经营活动产生的现金净额足以满足公司日常投资需求。

表 5 2007-2009 年公司现金流量调整表

(单位: 万元)

	2009 年	2008 年	2007 年
FFO	69,645.31	63,284.27	42,891.36
存货的减少	-2,131.18	85.54	-367.95
经营性应收项目的减少	-1,812.68	-17,655.86	-2,349.13
经营性应付项目的增加	51,083.20	37,206.36	38,002.64
经营活动产生的现金流量净额	116,784.65	82,800.33	78,176.92
投资活动产生的现金流量净额	-31,946.18	-136,858.35	-22,572.29
筹资活动产生的现金流量净额	-10,118.63	4,641.06	-20,177.15
现金及现金等价物净增加额	74,733.15	-49,439.31	35,394.88

注: FFO=净利润+资产减值准备+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用+处置固定资产、无形和其他长期资产的损失+预提费用增加+待摊费用减少+固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税债务增加

资料来源: 公司年报

财务安全性

公司偿债能力指标明显提升, 稳定持续的经营活动现金流净流入能够有效保障公司债务的偿还

跟踪期内, 随着公司所有者权益的增加, 公司负债比率明显下降。截至 2010 年 3 月 31 日, 公司资产负债率为 59.29%, 较 2008 年底下降 6.12 个百分点。公司流动比率和速动比率均较 2008 年底有大幅提升, 这主要是公司通过发行可转换公司债券替换募投项目原短期借款投入, 这使得公司债务结构得到明显好转, 短期债务压力大幅下降。

从公司长期偿债能力来看, 公司偿债资金主要来源于百货业务经营所形成的利润和现金流, 从公司近年的经营表现来看, 公司每年均能获得持续稳定的盈利和经营活动现金净流入, 能够有效保障公司的偿债资金来源。

表 6 公司 2007-2010 年 3 月偿债能力指标

项目	2010 年 3 月	2009 年	2008 年	2007 年
资产负债率	59.29%	60.28%	65.41%	51.67%
流动比率	0.76	0.70	0.45	0.80
速动比率	0.68	0.62	0.37	0.69
EBITDA (万元)	-	83,328.52	71,871.93	59,826.19
EBITDA 利息保障倍数	-	19.93	25.91	87.26

资料来源: 公司年报及季报

综上，跟踪期内公司总资产明显增加，主营业务收入略有增长、毛利率出现小幅下滑，偿债能力指标明显提升，持续稳定的盈利能力和经营活动现金流净流入能够有效保障公司债务的偿还。

五、特殊分析

本期债券为可转换债券。根据《上市公司发行可转换公司债券实施办法》、《上海证券交易所可转换公司债券上市规则》等有关规定及公司《可转换公司债券募集说明书》的约定，公司2009年发行的“王府转债”自2010年4月26日起至2015年10月19日可转换为公司A股股份。并且在本可转债转股期内，如果公司股票任意连续30个交易日中至少有20个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照债券面值的103%（含当期计息年度利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。截至2010年6月8日，王府井A股收盘价为35.47元，高于初始转股价33.56元，但低于转股价格的130%的赎回触发价。

我们认为，本期债券存在较大转股可能，公司实际偿付压力不大。

附录一 资产负债表（单位：万元）

	2010 年 3 月	2009 年	2008 年	2007 年
流动资产：				
货币资金	202,567.66	185,954.88	111,221.73	160,661.04
交易性金融资产			1,145.11	3,227.84
应收账款	7,210.80	6,784.35	7,657.56	7,934.15
预付款项	24,981.86	21,267.16	21,732.04	8,494.99
其他应收款	12,099.70	9,730.52	6,203.17	15,744.88
存货	29,452.12	30,499.85	28,551.49	29,445.69
流动资产合计	276,312.14	254,236.76	176,511.10	225,508.59
非流动资产：				
可供出售金融资产	73,917.72	81,462.71	41,915.80	214,452.60
长期股权投资	11,405.48	11,650.63	8,749.87	47,437.94
投资性房地产	21,899.97	22,102.45	22,931.05	22,781.05
固定资产	221,460.82	224,552.69	224,718.95	76,985.10
在建工程	5,384.93	3,040.71	10,325.65	9,734.56
无形资产	109,856.29	110,732.95	110,627.49	31,986.04
商誉	2,973.00	2,973.00	2,973.00	2,973.00
长期待摊费用	22,878.26	24,538.37	14,322.66	12,276.42
递延所得税资产	5,610.00	6,040.30	5,598.56	6,021.72
非流动资产合计	475,386.47	487,093.81	442,163.03	424,648.43
资产总计	751,698.61	741,330.57	618,674.13	650,157.02
流动负债：				
短期借款	2,000.00	7,000.00	49,000.00	9,000.00
应付账款	102,704.25	113,289.14	91,717.30	88,532.22
预收款项	181,689.10	156,838.43	134,287.67	102,698.66
应付职工薪酬	30,601.07	31,712.76	31,335.93	31,556.94
应交税费	5,515.85	13,861.75	13,316.05	13,961.78
应付利息	166.63	90.61	167.69	0.00
应付股利	26.38	26.38	4,756.69	826.38
其他应付款	40,748.06	40,282.88	41,600.10	36,998.81
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	30,000.00	0.00
流动负债合计	363,451.35	363,101.95	396,181.43	283,574.80
非流动负债：				
应付债券	65,963.85	65,343.14		
预计负债	5,819.60	6,105.53	6,662.58	7,600.00
递延所得税负债	10,374.57	12,260.82	1,672.11	44,709.79
其他非流动负债	91.33	91.71	180.09	51.76

非流动负债合计	82,249.34	83,801.20	8,514.78	52,361.54
负债合计	445,700.69	446,903.15	404,696.20	335,936.34
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	39,297.30	39,297.30	39,297.30	39,297.30
资本公积金	143,671.07	149,329.82	102,097.20	231,152.84
盈余公积金	23,360.38	23,360.38	19,666.36	18,011.80
未分配利润	85,398.59	71,074.78	44,195.01	19,304.82
外币报表折算差额				-34.69
少数股东权益	14,270.59	11,365.14	8,722.05	6,488.62
归属于母公司所有者权益合计	291,727.34	283,062.27	205,255.87	307,732.06
所有者权益合计	305,997.92	294,427.41	213,977.92	314,220.68
负债和所有者权益总计	751,698.61	741,330.57	618,674.13	650,157.02

附录二 利润表（单位：万元）

	2010 年 1-3 月	2009 年	2008 年	2007 年
一、营业总收入	381,271.91	1,109,882.27	1,017,404.31	893,601.04
营业收入	381,271.91	1,109,882.27	1,017,404.31	893,601.04
二、营业总成本	359,143.45	1,061,857.03	961,719.76	841,945.54
营业成本	311,510.42	902,618.68	824,763.98	726,987.88
营业税金及附加	3,623.40	12,168.66	9,312.64	7,261.74
销售费用	27,903.56	98,913.91	83,055.68	75,629.47
管理费用	13,630.88	40,664.62	40,319.02	29,978.27
财务费用	2,475.20	6,812.41	4,026.47	2,391.59
资产减值损失		678.75	241.97	-303.41
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	603.96	-426.54	-145.09
投资净收益	-245.15	3,230.06	-217.23	857.24
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-218.41	-378.5	-807.37	-1,496.02
四、营业利润	21,883.31	51,859.27	55,040.79	52,367.66
加：营业外收入	188.1	998.88	821.23	820.22
减：营业外支出	21.04	508.74	4,847.70	8,789.40
其中：非流动资产处置净损失	7.92	283.7	3,824.33	71.26
五、利润总额	22,050.37	52,349.41	51,014.32	44,398.48
减：所得税	4,821.11	10,366.91	13,796.02	16,634.76
六、净利润	17,229.26	41,982.49	37,218.30	27,763.72
减：少数股东损益	2,905.45	3,549.25	2,814.08	1,139.73
归属于母公司所有者的净利润	14,323.81	38,433.24	34,404.22	26,623.99

附录三 现金流量表（单位：万元）

	2010 年 1-3 月	2009 年	2008 年	2007 年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	461,473.20	1,293,730.55	1,177,834.59	1,027,222.77
收到的税费返还	1,456.20	2,872.15	3,316.97	4,332.58
收到其他与经营活动有关的现金	1,592.81	5,144.95	6,415.05	9,745.85
经营活动现金流入小计	464,522.21	1,301,747.66	1,187,566.60	1,041,301.20
购买商品、接受劳务支付的现金	359,041.79	997,360.01	918,403.69	803,842.73
支付给职工以及为职工支付的现金	18,223.93	52,049.76	47,075.81	41,600.03
支付的各项税费	27,434.26	60,895.22	57,744.15	53,158.09
支付其他与经营活动有关的现金	34,784.96	74,658.01	81,542.63	64,523.43
经营活动现金流出小计	439,484.94	1,184,963.01	1,104,766.27	963,124.28
经营活动产生的现金流量净额	25,037.26	116,784.65	82,800.33	78,176.92
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0	8,316.77	6,567.21	11,760.63
取得投资收益收到的现金	0	460.46	540.41	641.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.62	102.68	56.73	381.92
收到其他与投资活动有关的现金		150.00		
投资活动现金流入小计	2.62	9,029.91	7,164.36	12,784.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,750.36	30,230.27	33,238.32	18,030.41
投资支付的现金	0	10,745.82	3,556.54	17,326.31
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		0	107,127.84	
支付其他与投资活动有关的现金			100.00	
投资活动现金流出小计	4,750.36	40,976.09	144,022.71	35,356.71
投资活动产生的现金流量净额	-4,747.74	-31,946.18	-136,858.35	-22,572.29
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	0	74,000.00	49,000.00	9,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,900.00			
发行债券收到的现金		80,153.40		
筹资活动现金流入小计	1,900.00	154,153.40	49,000.00	9,000.00
偿还债务支付的现金	5,000.00	146,000.00	11,000.00	9,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	73.1	15,872.03	6,408.07	16,157.15
支付其他与筹资活动有关的现金	500.68	2,400.00	26,950.86	4,020.00
筹资活动现金流出小计	5,573.78	164,272.03	44,358.94	29,177.15
筹资活动产生的现金流量净额	-3,673.78	-10,118.63	4,641.06	-20,177.15

四、汇率变动对现金的影响	-2.96	13.31	-22.35	-32.6
五、现金及现金等价物净增加额	16,612.78	74,733.15	-49,439.31	35,394.88
期初现金及现金等价物余额	185,954.88	111,221.73	160,661.04	125,266.16
期末现金及现金等价物余额	202,567.66	185,954.88	111,221.73	160,661.04

附录三 现金流量表附表（单位：万元）

	2009 年	2008 年	2007 年
补充资料：			
净利润	41,982.49	37,218.30	27,763.72
加：资产减值准备	678.75	241.97	-303.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,931.87	11,198.55	8,257.58
无形资产摊销	3,403.76	2,024.76	1,265.59
长期待摊费用摊销	7,462.93	4,859.90	5,218.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	272.92	3,772.77	-63.24
固定资产报废损失	0	13.36	9.32
公允价值变动损失	-603.96	426.54	145.09
财务费用	4,165.75	2,906.86	947.31
投资损失	-3,230.06	217.23	-858.61
递延所得税资产减少	-441.75	423.16	438.89
递延所得税负债增加	22.61	-19.13	70.14
存货的减少	-2,131.18	85.54	-367.95
经营性应收项目的减少	-1,812.68	-17,655.86	-2,349.13
经营性应付项目的增加	51,083.20	37,206.36	38,002.64
经营活动产生的现金流量净额	116,784.65	82,800.33	78,176.92
现金的期末余额	185,954.88	111,221.73	160,661.04
减：现金的期初余额	111,221.73	160,661.04	125,266.16
现金及现金等价物净增加额	74,733.15	-49,439.31	35,394.88

附录四 有关指标和计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	全面摊薄净资产收益率	$\text{归属于公司普通股股东的净利润} / \text{归属于公司普通股股东的期末净资产} \times 100\%$
	总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益})$
	长期资产适合率	$(\text{所有者权益} + \text{长期负债}) / \text{非流动负债}$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益})$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
营运效率	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
现金流	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{本年计入财务费用的利息支出} + \text{本年资本化利息})$
	现金流债务保障倍数	$(\text{经营活动现金流净额}) / (\text{上年短期借款} + \text{上年一年内到期的长期负债} + \text{长期借款} + \text{长期经营租赁租金支出})$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	现金流动负债比	$\text{经营现金净现金流} / \text{流动负债}$
	FF0	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入净额}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / \text{财务费用}$

附录五 信用等级符号及定义

（一）中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（二）债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（三）展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据中国证券监督管理委员会《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的要求以及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，北京王府井（集团）股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，北京王府井（集团）股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与北京王府井（集团）股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如北京王府井（集团）股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京王府井（集团）股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成

立跟踪评级项目组、对北京王府井（集团）股份有限公司进行电话访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送北京王府井（集团）股份有限公司及相关部门。

鹏元资信评估有限公司

2010年7月22日

