

分析师：张丽华
执业证书编号：S0050510120019
Tel：010-59355982
Email：zhanglh@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

王府井 (600859. SH)

短期业绩承压 长期看好

投资要点

●公司主营传统百货业，2011年年底共有百货门店25家，分布在4大区域17个城市，面积达100万平方米左右，自有物业近30万平方米，2011年实现营业收入167.61亿元，净利润6.21亿元。公司拥有多家销售规模超10亿的门店，其中成都王府井店销售规模超30亿。

●**短期业绩承压：**宏观经济增速放缓，居民消费意愿降低，网购分流客源，传统百货行业景气度下滑，多重因素导致公司上半年业绩受到冲击，上半年营业收入同比增长预期在8%左右，要实现年初提出的全年实现营业收入增长10%目标面临一定压力。

●**加速扩张，未来看点多：**公司开店成功率较高，处于行业领先水平，近年来加速对外扩张，2012年计划开店3-5家，目前储备项目近10家，公司门店数和营业面积正处于加快增长阶段。为增加经营稳定性，在对外扩张过程中，公司通过提高自营比例及合作开发方式新建部分门店。

●**盈利预测与评级：**我们预测公司2012年、2013年、2014年每股收益分别为1.42元、1.69元、2.00元，我们看好公司突出的管理能力、合理的店龄结构，出色的扩张能力，看好公司的长期发展，暂给予公司“增持”评级。

●**风险提示：**新开门店培育期过长，租金上涨过快。

商业贸易

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	32

市场数据

市价(元)	27.50
上市的流通A股(亿股)	4.18
总股本(亿股)	4.63
52周股价最高最低(元)	25.67-46.88
上证指数/深证成指	2161.19/9560.03
2011年股息率	0.68%

52周相对市场表现



相关研究

《百货毛利率提升 扩区域经营优势突出》
2012-03-26

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	16761.09	18437.20	21202.78	25019.28
增长率(%)	20.18	10.00	15.00	18.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	582.63	657.84	782.00	927.73
增长率(%)	54.94	12.91	18.87	18.63
毛利率(%)	18.65	18.50	18.70	18.85
净资产收益率(%)	10.86	10.93	11.50	12.00
EPS(元)	1.37	1.42	1.69	2.00
P/E(倍)	21.84	19	16	14
P/B(倍)	2.00	2	2	2

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司基本情况	4
1: 传统百货龙头	4
2: 股权结构优化	4
二、主营业务分析	5
1: 门店基本情况	5
2: 重点门店情况	8
3: 上半年经营业绩承压	9
3: 未来资金需求加大	10
4: 具备一定的行业优势	11
三、道路曲折但前景可期	11
1: 转换思路 适应变化	12
2: 储备项目多 空间大	13
四、公司盈利预测与评级	15
1) 盈利预测与评级	15
2、风险提示	15

图表目录

图 1: 2000-2011 年营业收入及增长率	4
图 2: 2000 年-2011 年净利润及增长率	4
图 3: 王府井股东结构图	5
图 4: 门店分布图	5
图 5: 2011 年各地区门店收入比例图.....	7
图 6: 店龄结构图	7
图 7: 门店数量	8
图 8: 2010 1Q-2012 1Q 公司经营指标同比数据	10
图 9: 2010 1Q-2012 1Q 公司经营指标环比数据	10
图 10: 2010 1Q-2012 1Q 毛利率与净利率水平	10
图 11: 2010 1Q-2012 1Q 费用率水平	10
图 12: 百货行业波特五力分析图	12
表 1: 公司主要门店物业情况	6
表 2: 公司主要门店物业情况	10
表 3: 公司资产状况	11
表 4: A 股市场百货类公司经营数据对比.....	11
表 5: 2011 年百强百货行业排名	11
<u>附录: 财务预测表</u>	<u>16</u>

一、公司基本情况

1: 传统百货龙头

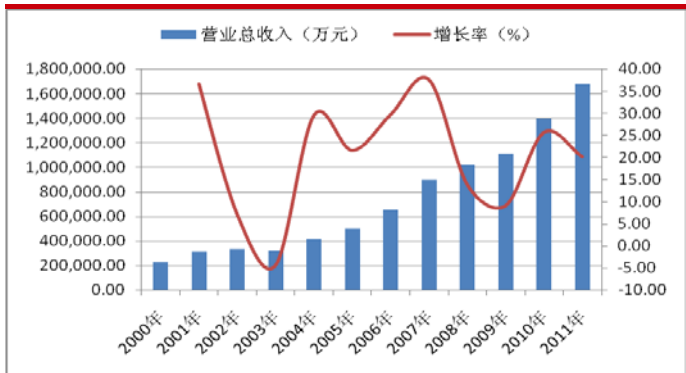
公司从事综合百货业的经营和管理，1991 年组建集团，1993 年改组股份制，1994 年完成社会公募后在上海证券交易所上市，1997 年加盟北京控股有限公司。2000 年 9 月与东安集团实现战略性资产重组，成为北京最大的零售集团。2004 年，公司入选国家商务部重点扶植的全国 20 家大型流通企业行列。

自 1996 年起，公司就开始在全国范围内推进百货连锁规模发展，实现由地方性企业向全国性企业，由单体型企业向连锁化、规模化、多元化企业集团的转变。至 2011 年末，王府井在中国 4 大区域 17 个城市运营 25 家百货门店，分别位于北京（6 家门店）、广州、武汉、成都（2 家门店）、包头（2 家门店）、重庆（2 家门店）、南宁、呼和浩特、洛阳、长沙、西宁、乌鲁木齐、太原、兰州、昆明、株洲以及鄂尔多斯，面积达 100 万平方米左右，其中自有物业 30 万平方米左右。

2011 年公司实现营业收入 167.61 亿元，同比增长 20.18%；净利润 6.21 亿元，同比增长 41.74%；归属于上市公司股东的净利润 5.83 亿元，同比增长 54.94%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 5.74 亿元，同比增长 40.69%；百货主业毛利率为 16.61%，同比提升 0.35 个百分点。2012 年一季度公司实现营业收入 50.71 亿元，同比增长 5.24%；归属于上市公司股东的净利润 2.14 亿元，同比增长 6.83%。

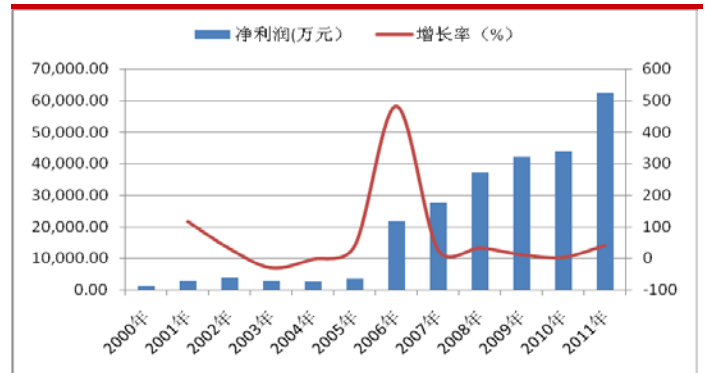
针对消费市场的变化，公司已经开始多元化业态发展之路，2011 年年底开出第一家购物中心，目前公司还有几个购物中心的项目储备，。

图 1：2000-2011 年营业收入及增长率



资料来源：公司公告，民族证券

图 2：2000 年-2011 年净利润及增长率



资料来源：公司公告，民族证券

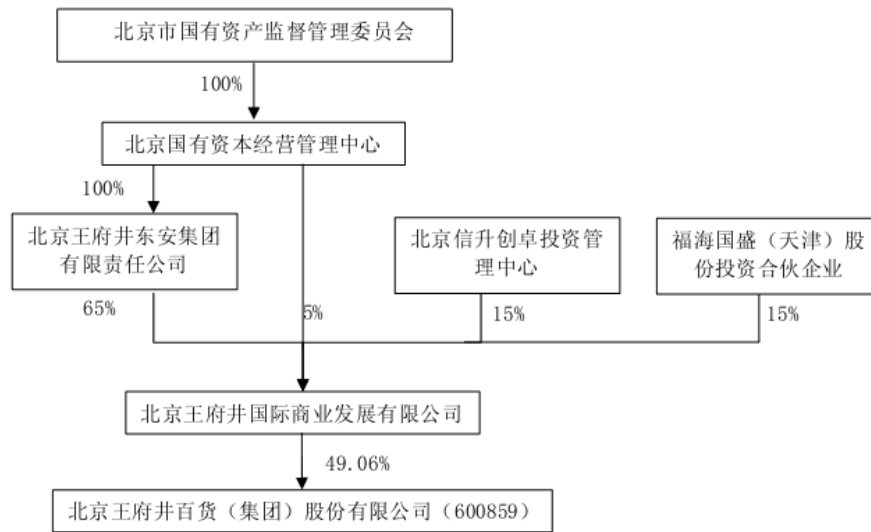
2: 股权结构优化

公司 1994 年上市至今，经历了多次股权转换，目前公司控股股东为王府井国际，实际控制人为王府井东安，最终控制人为北京市国资委。公司最近一次股权变化是，控股股东于 2010 年年底引入战略投资者，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%。

战略投资者的加入对王府井而言，具有积极意义，一方面说明王府井作为一家优质百货公司对产业资本具备较大的吸引力，另外一方王府井融资渠道有所拓宽，对外扩张方面或可获得

更多的资源支持。

图 3：王府井股东结构图



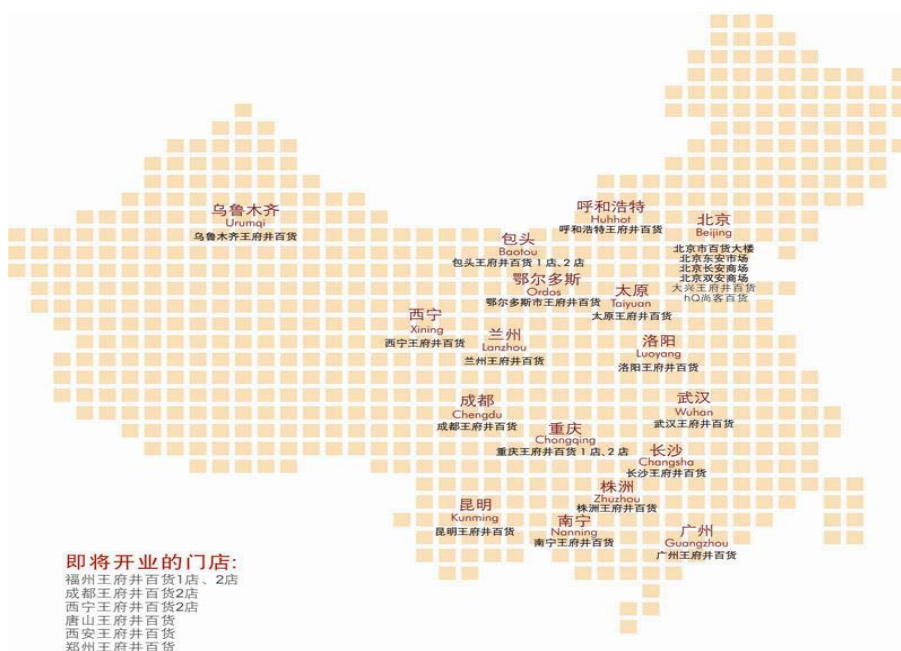
数据来源：民族证券

二、主营业务分析

1：门店基本情况

公司是一家致力于跨区域扩张的百货公司，公司现有门店分为范围广，涉及到华北、西南、西北、中南等区域。截至 2011 年年底，华北地区共 11 家门店，西南地区 5 家门店、西北地区 3 家门店、中南地区 6 家门店。

图 4：门店分布图



数据来源：王府井官网 注：成都王府井 2 店已于 2011 年年底开业

截至 2011 年年底，公司营业面积共计 100 万平方米，自有物业共 6 处，公司未来将加大自有物业比例，近期公司对外扩张，多采用合作共建或自购物业方式，“十二五”期间公司自有物业比例将从 30% 上升到 40%。

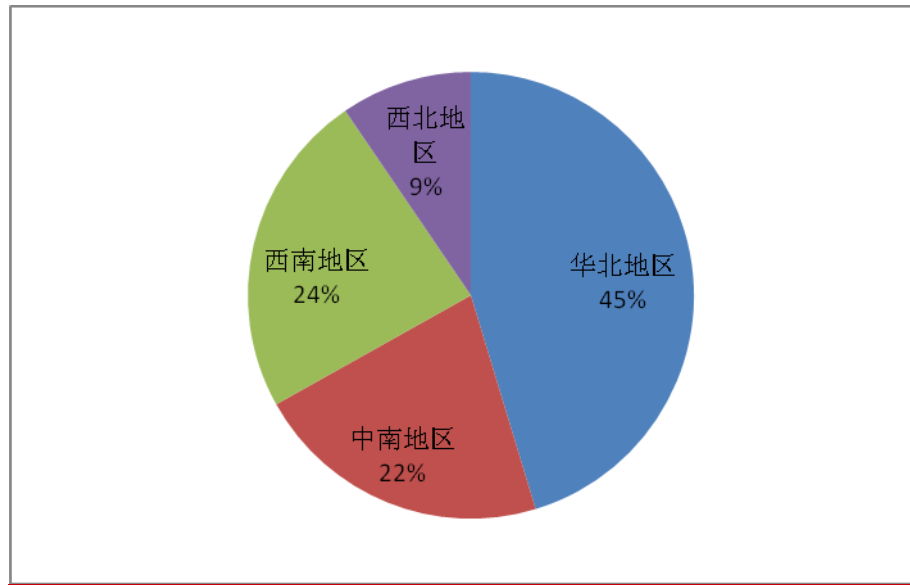
表 1：公司主要门店物业情况

门店	面积	开业时间	物业性质
北京百货大楼	18000	1955.9.25	自有
王府井大厦(北京百货大楼北大楼)	95600	2009.1.17	自有
北京东安市场	8500	1903	租赁
北京双安商场	30000	1994	自有
北京长安商场	20000	1990	自有
北京大钟市店	43000	2010.9.16	租赁
北京大兴店	4000	2010.12.11	租赁
太原店	84000	2009.5.28	租赁
包头王府井	23000	2002.12.28	租赁
包头青山店	23000	2008.4.18	租赁
呼和浩特王府井	40000	2004.12.30	租赁
鄂尔多斯店	40000	2011.9.2	租赁
广西南宁店	52000	2011 年重开店	租赁
广州王府井	30000	1996.7.5	租赁
武汉王府井	35000	1998.1.18	自有
长沙王府井	51402	2004.12.2	自有
株洲店	30000	2010.11.30	租赁
洛阳王府井	40000	2004.12.5	租赁
重庆解放碑店	45000	2003.12.26	租赁
重庆沙坪坝店	50000	2006.1.19	租赁
成都王府井	40000	1999.12.30	自有
成都王府井购物中心	9.81 万	2011.12.30	租赁
昆明店	35000	2009.9.29	租赁
乌鲁木齐王府井	30000	2007.3.22	租赁
兰州店	51000	2009.8.29	租赁
西宁王府井	26000	2006.11.25	租赁

数据来源：公司公告，民族证券

从各个区域收入水平看，以华北地区占比最大，该区域有王府井百货大楼、双安商场、包头一店这样的强势门店，收入占比次之的是西南（主力门店为成都王府井大楼）、中南（主力门店为长沙王府井百货、广州王府井百货）、西北（主力门店为西宁一店）。

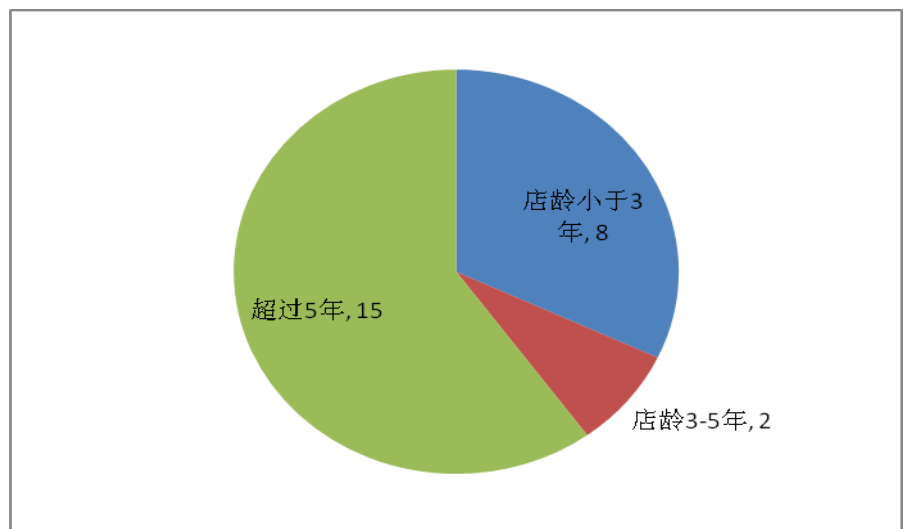
图 5：2011 年各地区门店收入比例图



数据来源：公司公告，民族证券

从开店速度上看，公司最近三年加快了扩张步伐。目前处于培育期的门店占公司门店总数的 30%以上，从经营情况看，门店均处于健康通道。

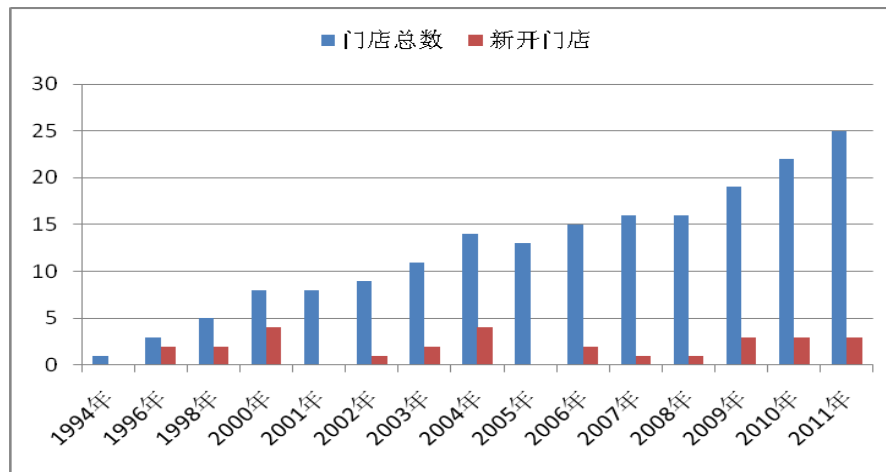
图 6：店龄结构图



数据来源：公司公告，民族证券

从开店成功率看，公司的开店成功率处于同行前列，截至 2011 年年末，公司共计开出 27 家门店，关闭 2 家，分别为南通店和石家庄店，其中南通店于 2008 年开店，2000 年改为物业管理，石家庄店于 2003 年开店，2005 年闭店。2005 年后，所开新老门店均经营正常。

图 7：门店数量



数据来源：公司公告，民族证券

2：重点门店情况

公司门店多分布在城市主力商圈，地理位置优越，门店主要定位在中高端。

1) 开店策略

在开店布店方面，公司一直采取同城多店和区域密集发展的扩张力度，秉承优先发展未进入的中心和省座城市，加速已进入地区、二三线城市的布局的战略。

从现有门店的分布情况看，目前实现同城多店的区域主要有北京、成都、包头、重庆、西宁（筹备中），上述区域均为公司强势区域（重庆地区竞争力较弱），门店在当地具有很强的竞争力，开设多家门店有利于发挥协同作用，抢占市场份额。这其中北京百货大楼、双安商场销售规模过 10 亿元、成都百货大楼（销售规模超 30 亿）、西宁一店和包头一店销售规模超 10 亿元。近期公司同城开店速度加快，北京地区的大钟寺店和大兴店属于新开门店，其中大兴店是公司首家京郊店，成都 2 店即成都王府井购物中心与 2011 年年底开业，是公司首家购物中心；而西宁 2 店正在筹备过程中，2012 年开业。

2) 主力门店情况

成都王府井百货店：

成都王府井百货店成立于 1999 年底，坐落于春熙路，营业面积 4 万平方米。在商业市场发达，竞争对手众多的成都，公司多年来一直保持突出的业绩，从 2006 年以来持续保持成都百货单店销售第一的位置，2009 年的销售规模超过 21 亿元，2010 年 12 月 25 日，成都王府井单店年含税销售总额突破 30 亿元，创造公司单店销售新纪录，成为西南地区首家年销售额达到 30 亿元的单体百货店。

成都王府井购物中心

2011 年 12 月底，成都王府井购物中心试营业，标志着公司在购物中心业态进入实际运营阶段，该店试营业当天销售创下了公司内部新门店开业当日销售最高纪录，市场反应良好。该购物中心体量约 9.81 万平方米，位于成都城南的交通主干道，四周交通路网密集，且毗邻成都正在建的地铁 1 号线和成都双流国际机场，交通便利，位于武侯区中央商务区，随着购物中心的入驻该区域有望成为成都南城新的商业中心。

近年来成都地区商业竞争日益激烈，开设购物中心发挥同城多店的协同作用，无疑将增加公

司在成都地区的整体竞争力和市场份额，不过短期内会对王府井成都百货店会有一些的分流影响。

王府井百货大楼：

北京市百货大楼坐落北京王府井商业步行街中心地段，1955年9月开业，是新中国历史上第一座由国家投资兴建的大型百货零售店，被誉为“新中国第一店”。2008年9月，公司收购了北京王府井大厦公司的55%股权，收购完成后，公司将王府井大厦作为北京市百货大楼北馆，与原北京市百货大楼进行总体布局规划，并相继对百货大楼北馆、南馆进行了装修调整。2010年6月，百货大楼整体经营调整完成。通过调整，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。目前公司正在对西配楼改造翻新，与百货大楼主楼进行统一布局。

百货大楼在未来发展中将着力打造具有购物中心元素的大型综合性百货商场。

双安商场：

双安商场开业于1994年，是王府井全资子公司，位于北京市海淀区西北三环路畔。在北京地区具有一定的知名度和影响力。双安商场经营效益良好，是公司的旗舰门店之一。经历了2004年、2011年两次大的装修改造，门店加快类别结构调整的步伐，提高国际一线奢侈品牌比重，全面提升商品经营档次，使品类空间布局更趋于合理，品类结构有效优化，增强了商场的品牌价值，显著提升双安商场在北京的市场竞争力。

长沙王府井店：

长沙店2004年12月开业，位于长沙五一广场，开业第一年销售额达到3.85亿元，2006年销售规模达到5.5亿，成功实现赢利。2007年，王府井长沙店整体体量达到7.2万平米。同年，以全新形象再现的王府井，开创了湖南首家outlets品牌折扣店，年销售额达到7亿元。2008年，王府井长沙店年销售额8.5亿元。2009年，王府井长沙店的年销售额10.2亿元。2010年5月-11月长沙店对2-6层实施了装修改造。2011年，公司出资购买长沙王府井商业广场下2层至地上10层部分商业用房面积总计51,402.96平方米，购买总价人民币2.20亿元。自购物业有利于保持公司发展的稳定性和持续性，是公司战略发展需要。长沙王府井做为公司华中地区的旗舰店，拥有良好的经营业绩，购买其经营使用的商业用房符合公司的战略选择。

3：上半年经营业绩承压

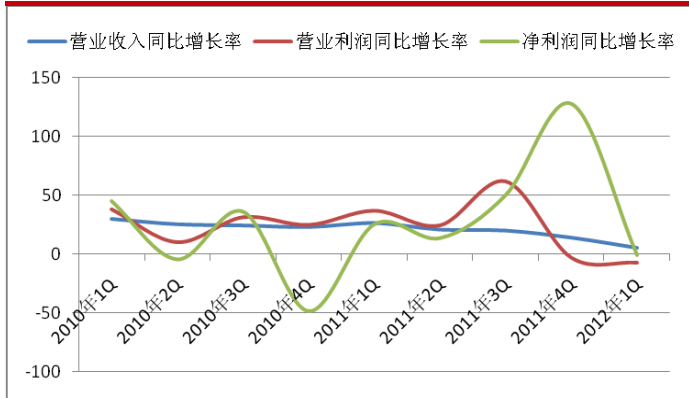
受宏观经济增速下降影响，近两年来公司收入逐季下降，尤其进入2011年下半年收入下降幅度增大，凭借优秀的管理能力及资源控制力，公司毛利率保持相对稳定的水平，费用率控制有力，尤其是管理费用率和销售费用率在加速开店，加大促销力度的情况下仍实有一定程度的下降，使得公司在收入下降的不利条件下，利润率有所提高。

年初公司制定的2012年的经营目标为同比增长10%，但是从上半年的情况看，上半年行业景气度跌至谷底，公司的经营情况也受到影响，上半年收入增速在8%左右，存在一定的压力。各门店的情况：双安店重装之后，预期将会有较大的增幅；成都百货店受成都地区商业竞争加剧及2店分流的影响，业绩增速或有所放缓；大兴店，2012年趋势很好，预期会有30-40%的增长；株洲店2012年减亏20-30%；鄂尔多斯店2011年开业，2012年预期会盈利；重庆一号店的情况2011年亏损100-200万，预期2012年亏200-300万，2012年将会进行重装改造，改造后有望实现盈利。

经济走弱、市场竞争加剧，不仅会造成门店短期内业绩不振，也会使新开门店培育期延长，

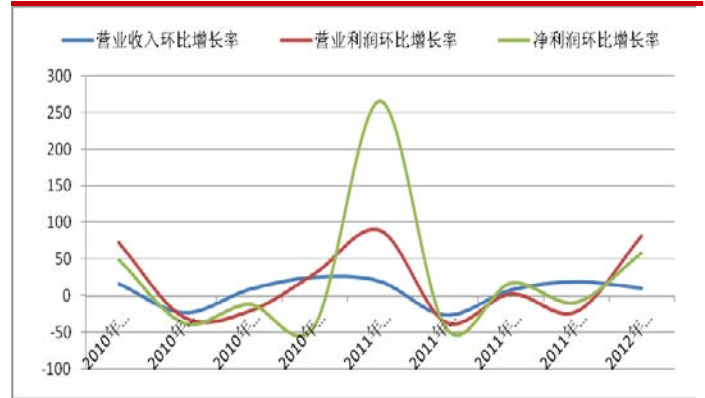
我们预期目前部分新开门店将经历更长的培育期，但是这并不会改变公司加速开店的策略。

图 8：2010 1Q-2012 1Q 公司经营指标同比数据



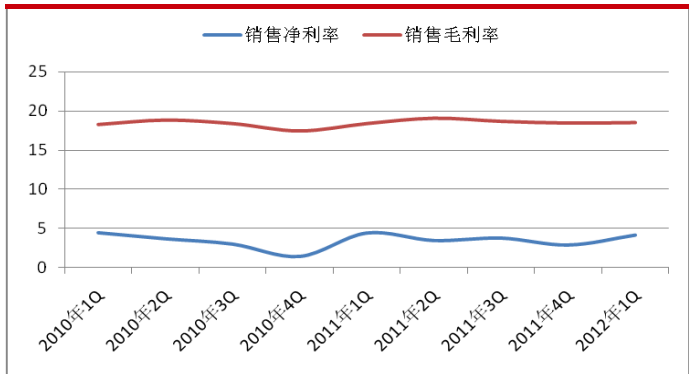
资料来源：公司公告，民族证券

图 9：2010 1Q-2012 1Q 公司经营指标环比数据



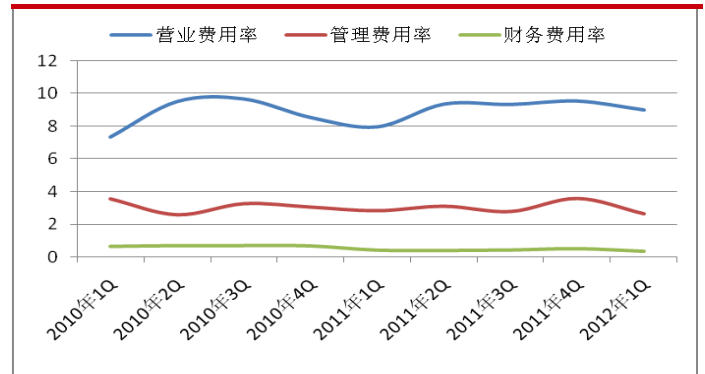
资料来源：公司公告，民族证券

图 10：2010 1Q-2012 1Q 毛利率与净利率水平



资料来源：公司公告，民族证券

图 11：2010 1Q-2012 1Q 费用率水平



资料来源：公司公告，民族证券

3：未来资金需求加大

近年来公司加快扩张步伐，新开门店、增加了自营物业比例，导致资金需求比较强烈，2009年、2011年公司先后进行了2次融资，融资总金额在20亿元以上，主要用于自购物业、门店装修、补充流动资金等。2012年，公司再次启动融资，计划发行公司债，票面总额不超过22亿元人民币（含22亿元），用以补充流动资金需求。

表 2：公司主要门店物业情况

时间	2011-10-28	2009-10-28
资金来源	2011 年增发原有 A 股增发 A 股	发行可转债
实际募资金额(万元)	183,546.68	80,153.40
募资费用(万元)	2,418.31	1,946.60
货币募集金额(万元)	123,700.00	82,100.00
非货币募集金额(万元)	62,265.00	

数据来源：公司公告，民族证券

从目前的经营指标分析，公司财务状况比较健康，但是公司的发展规划、项目储备看，未来仍将保持比较大的资金需求，来满足各项业务发展需要。

表 3: 公司资产状况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
资产负债率 (%)	51.67	65.41	60.28	55.15	50.58
流动比率	0.8	0.45	0.7	0.82	1.13
速动比率	0.69	0.37	0.62	0.76	1.06
已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	17.97	77.85	18.21	39.22	11.19

数据来源: 公司公告, 民族证券

4: 具备一定的行业优势

从同行业其他公司相比, 从经营规模上公司与友谊股份、大商股份、重庆百货尚存在一定差距, 从毛利率上看, 由于公司门店分布范围较广, 且半数左右位于西北、西南等地导致毛利率在行业中处于中低水平, 但是凭借其较强的费用控制力公司净利润率处于行业中高水平。

表 4: A 股市场百货类公司经营数据对比

证券简称	营业总收入	净利润	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	净利润率
友谊股份	4,701,515.76	194,658.59	22.69%	14.28%	3.89%	-0.37%	17.81%	4.14%
大商股份	3,040,378.76	28,282.18	18.60%	5.98%	9.19%	0.44%	15.61%	0.93%
重庆百货	2,501,151.18	60,875.48	14.55%	8.88%	2.23%	-0.12%	10.99%	2.43%
天虹商场	1,303,563.72	57,301.05	23.09%	14.87%	1.74%	-0.34%	16.28%	4.40%
鄂武商 A	1,273,384.99	44,537.77	20.21%	12.32%	1.78%	0.39%	14.50%	3.50%
首商股份	1,168,802.21	53,549.80	21.21%	5.29%	8.34%	0.26%	13.89%	4.58%
银座股份	1,090,745.71	10,589.98	17.63%	10.84%	3.14%	1.54%	15.53%	0.97%
王府井	1,676,109.00	62,125.99	18.66%	9.01%	3.08%	0.44%	12.53%	3.71%

数据来源: 公司公告, 民族证券

表 5: 2011 年百强百货行业排名

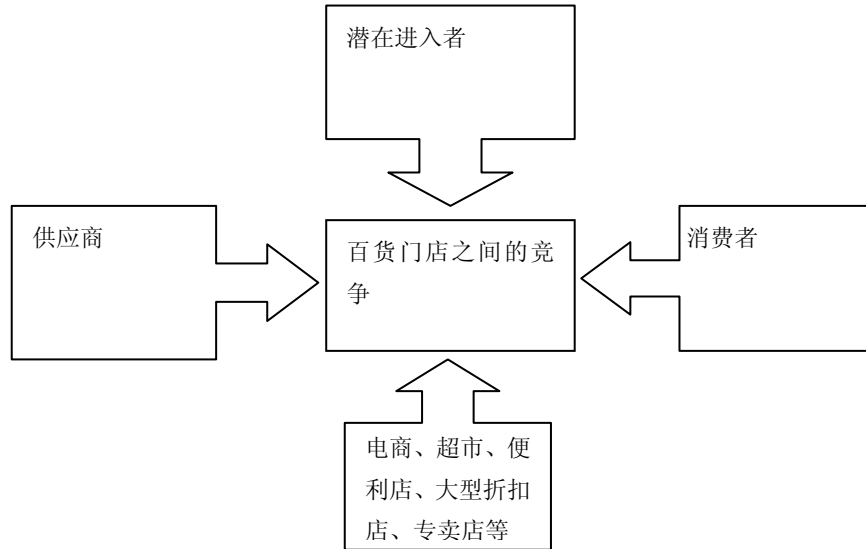
百强序号	企业名称	销售规模	门店总数
1	上海友谊集团股份有限公司	5500000	43
6	重庆商社(集团)有限公司	4780262	325
11	大商股份有限公司	3560000	170
12	山东银座商城股份有限公司	3067037	93
21	北京王府井百货(集团)股份公司	2009393	25
22	长春欧亚集团股份有限公司	1990319	50
23	文峰大世界连锁发展股份有限公司	1945371	990
25	天虹商场股份有限公司	1895938	51
27	烟台市振华百货集团股份有限公司	1788360	106
29	金鹰国际商贸集团(中国)有限公司	1642767	26
30	百盛商业集团有限公司	1642617	52
32	新世界百货中国有限公司	1550000	39

资料来源: 中国连锁经营协会 注: 数据与公司公告数据并不完全一致

三、道路曲折但前景可期

传统百货行业经历了多年的发展后，在需求疲软，市场竞争加剧的背景下，行业面临的诸多调整，对各家公司而言，变革也势在必行。

图 12：百货行业波特五力分析图



数据来源：民族证券

消费者：城镇化步伐加快、80 后和 90 后逐渐成为消费重要力量、中产阶层数量的扩大，需求差异化、多样化。

百货行业内部：百货公司销售主要是服装鞋帽、珠宝、日用品，同质化现象严重；优质物业资源稀缺、物业及人工成本压力增大。

供应商：百货行业主要采取联营形式，目前的代理商体系导致行业对上游渠道控制力较弱。

替代者：大型超市、便利店、电商等均在不同程度上分流百货公司消费群。

新进竞争者：进入壁垒低。

1：转换思路 适应变化

宏观经济环境无明显改善，商业市场环境竞争越加激烈，传统百货、其他细分业态、电商对公司客户的争斗趋于白热化，除此之外传统百货行业还需面对租金上涨、人工成本上涨的多重压力。公司对此有深刻的认识，也在不断地调整经营思路，适应市场变化，增强自身竞争力。

为增加经营的稳定性，对抗租金上涨压力，公司将增大自有物业比例，十二五期间的目标是将自有物业比例从 30%提高到 40%。2011 年，公司购买了长沙王府井物业，至此自有物业门店升至 6 家，自有物业面积达 30 万平方米。储备项目中的部分项目公司采取了自购物业方式或者采取合作共建的方式开发，从项目一开始就全程参与，同样有助于提高公司经营的稳定性。为适应市场变化，改变传统百货业态较为单一的局面，2011 年底公司的第一家购物中心成都王府井购物中心开业，目前西安王府井购物中心、郑州王府井购物中心、佛山王府井购物中心等多个项目处于筹备期。购物中心的出现，将显著提升公司竞争力。

为适应消费者网上购物的需求，王府井计划投资 1 亿元投入线上业务。我们认为不管效果如何，此举动说明作为一传统企业，公司已经意识到网上购物对传统百货行业的冲击，并积极的采取行动，发展自己的线上业务，我们认为意识上的跟进对公司在网络时代的发展壮大非

常重要。

为解决毛利率较低的现状，2012 年公司计划开发自有品牌，提高自营比例，试图探索出一条走出单纯靠联营模式的出路。我们认为联营模式是导致传统百货业同质化严重的主要原因，已经从一定程度上限制了行业的发展，未来中国百货业必定要走出联营模式，开拓出一种新的赢利模式，我们认为公司目前的探索是非常积极的。

上面的种种举动都可以说明公司管理团队对公司未来的发展规划思路清晰，能够准确把握行业发展规律。

2: 储备项目多 空间大

公司在 2011 年年报披露，2012 年，福州王府井、西宁王府井 2 店、郑州王府井 1 店、抚顺王府井进入筹备开业期。除此之外，拟对成都王府井百货春熙路店、重庆王府井解放碑店、西宁王府井 1 店实施经营调整和装修改造，预计装修总投入 1.2 亿元。

从目前的掌握的情况看，公司 2012 年新开门店大概 5 家（福州店、西宁 2 店、郑州店、抚顺店、湛江店）、新增面积近 24 万平方米。

福州店

位于福州 CBD 核心区的地标性高端建筑群内，背靠五四北省体中心，西临东街口繁华商圈，南接五一路直达台江繁华所在，与福州市、福建省人大相邻，属福州市的黄金地段，未来将成为福州市最繁华以及消费水平最高的商业区。福州店项目规划八层，为福州 CBD 的中心品牌大型商业旗舰，该店将汇聚大量国际一线品牌，成为福州高尚消费领地。公司**租赁建筑面积约为 6 万余平方米**，地上七层，地下一层。

西宁 2 店

作为同城多店项目，与西宁 1 店相呼应，分别占据了城市核心商圈、次级商圈两个主要商圈。从战略布局上，可以确保公司中长期对西宁市场的控制力。依靠 1 店的市场领导地位，2 店可以形成互补之势，将有效封闭竞争对手的市场空间，巩固公司在西宁甚至青海省的市场龙头地位。西宁 2 店地处城市西部核心位置，位于城市两条主干道交汇处，紧邻新宁广场，综合集客力强，**建筑面积约 3.7 万平方米**，地上五层，地下一层。

郑州店

位于郑州西部碧沙商圈，总体量 20 余万平方米，是目前郑州西部地区最大的商业综合体，周边新建住宅林立、人口稠密，同时其作为地铁上盖项目，交通条件优势突出。公司**租赁地下一层到地上四层，总建筑面积约 6 万平米**。郑州市是华中地区的核心城市，受惠于中部崛起政策的倾斜，郑州作为中部六省的核心城市发展态势长期向好，对公司未来发展布局有显著的战略意义。锦艺城项目已具备成为未来郑州市西部核心项目的条件，未来可与东部的温哥华购物中心东西呼应，有效保障公司在郑州激烈的商业竞争中站稳脚跟，进一步巩固公司在华中地区的优势地位。

抚顺店

作为国家发展战略之一，以沈阳为中心的中心城市经济圈建设如火如荼，沈抚同城建设更是突飞猛进。作为资源型城市，抚顺市场消费份额较大，目前抚顺没有现代的中高端百货企业，发展现状落后于市场的消费需求，具有较大的消费潜力。抚顺世城财富广场位于抚顺市新抚区，南站中心商业繁华区，地理位置优越，周边道路通畅，是沈抚同城交通大动脉的枢纽，城际快轨即将开通，城际客运通畅频繁，生活便捷优势突出。公司**租赁建筑面积为约 4.8 万平方米**，地上六层，地下一层的建筑格局，物业条件良好。

湛江店

位于霞山区人民大道南核心地段，是整个湛江的市级核心商圈，交通便利，通达性好，辐射范围宽广。霞山区是湛江的行政中心、商业中心，未来是湛江乃至粤西地区的工业中心、商贸中心、交通中心和文化中心。商圈辐射十余个住宅区，周边存在较强购买人群，欠缺有较强的经营管理的高档百货商场。该项目为现成物业，**建筑面积约 3.4 万平方米**，公司**租赁地上一层到地上四层**。公司目前在湛江商业竞争格局尚未稳定时进驻，拓宽发展空间，未来湛江店必将成为湛江市商业龙头。

除此之外，公司在唐山、郑州、佛山、西安等地采用股权合作、购置商业用房等方式在西安和郑州地区签订了新的购物中心项目，为公司持续发展提供大量项目储备。

唐山店：

公司以租赁方式在唐山市路北区新华路与文化路交叉口的新华文化广场开设新店。该项目位于唐山市黄金地段，南侧紧邻规划中的万达广场，西侧与城市中心绿地相邻，是唐山市的核心商业区域。公司进驻唐山，有助于公司进一步完善在华北地区的门店网络。依托公司在华北地区的市场影响力、优质的商业地段和唐山的市场潜力，该项目具备较强的发展潜力。

“新华文化广场”由唐山欣泰房地产开发有限公司开发，规划建筑面积 23.86 万平方米，是集商业、办公、酒店、娱乐、餐饮等功能于一体的城市综合体项目，也是河北省政府督办商贸流通发展的重点工程。公司将**租赁地下一层至地上五层的商业房屋共计 58,000 平方米**，**租赁期限为 20 年**。

郑州温哥华购物广场：

2011 年 10 月，公司与郑州枫华签署增资协议，约定由公司以现金形式向郑州枫华增资人民币 39,088 万元（其中增加注册资本 10,400 万元，增加资本公积 28,688 万元），用以开发郑州温哥华时代广场项目，增资完成后，公司将持有枫华商业 65% 股权。

温哥华时代广场项目建设用地 40,463.04 平方米，总建筑面积为 212,474 平方米，其中地上 117,343 平方米，地下 95,131 平方米，该项目坐落在郑东新区，交通便捷辐射面广，体量规模具备持续竞争力，符合 Shopping Mall 规划建设要求，且未来发展前景良好，是公司拓展河南市场、特别是郑州商业市场的重点项目，有助于增强公司在中原地区的市场份额和市场控制力，符合公司的长远发展战略。

2012 年 7 月 10 日，董事会通过了关于投资设立郑州王府井商业公司并转让郑州枫华商业管理有限公司 65% 股权的议案。同意公司使用人民币现金 2.3 亿元投资新设郑州王府井商业公司。设立完成后，公司将现持有的郑州枫华商业管理有限公司（以下简称“枫华商业”）65% 股权转让给郑州王府井商业。

西安赛高广场：

2011 年 8 月，公司与陕西赛高签订房屋认购协议，约定以总价款 7.90 亿元认购西安赛高城市广场购物中心地下二层至地上六层，认购建筑面积 90,211 平方米。赛高城市广场坐落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，可以打造成为满足消费者多种需求的一站式综合购物中心。项目位置优势明显，物业结构良好，且公司取得成本较低，具有良好的发展前景和物业升值空间。

2012 年 6 月，公司公告称为将西安赛高城市广场项目打造成西安地区乃至西北地区的优质购物中心项目，稳固公司在西北地区的市场地位，公司拟通过转让西安王府井 50% 股权引入一家具有国际购物中心运营管理经验的合作伙伴。该合作伙伴应在购物中心的开发、招商、运

营管理以及投资等方面具有丰富的经验和大量的成功案例。

佛山购物广场：

2012年2月，公司以股东借款方式向联营公司佛山市雄盛王府提供人民币9,900万元，用于建设佛山王府井购物中心项目。项目建成后，将由公司整体经营购物中心。2012年3月公司与广州雄盛宏景拟共同租赁佛山禅城区佛山大道季华路B地块用于建设大型购物中心项目。项目规划总建筑面积约20万平方米，其中商业物业建筑面积约11万平方米。项目建成后，由公司负责购物中心统一经营，购物中心的经营利润由双方按照股权比例进行分配。

公司通过对该地块投资，以较低的投入成本和租赁成本获得了11万平方米的商业物业40年经营权，连同前一个地块整体商业建筑面积可达到近20万平方米，以超大体量购物中心强势进驻佛山市场，从地理位置、物业体量、设计规划、业态配置都处于当地领先地位，市场前景良好，有利于保持公司业绩的稳定性和未来发展的持续性，符合公司长远发展战略。项目预计将于2014年下半年投入运营。

四、公司盈利预测与评级

1) 盈利预测与评级

我们预测公司2012年、2013年、2014年每年开店数量为5家、3家、3家，公司营业收入分别为184亿元、212亿元、250亿元，净利润分别为6.58亿元、7.82亿元、9.27亿元，每股收益分别为1.42元、1.69元、2.00元。我们看好公司突出的管理能力、合理的店龄结构，出色的扩张能力，看好公司的长期发展，暂给予“增持”评级。

2、风险提示

- 1) 新店培养期过长。
- 2) 租金、人工工资上涨较快。
- 3) 管理团队经验丰富，但年龄偏大，在最近几年内，管理层或面临较大调整。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6100.73	6474.54	7855.38	9715.26
现金	5204.46	5406.19	6627.95	8267.91
应收账款	110.20	101.03	116.18	137.09
其它应收款	107.92	151.54	174.27	205.64
预付账款	314.74	404.10	464.72	548.37
存货	363.41	411.68	472.27	556.25
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4741.50	5086.14	5390.02	5669.15
长期投资	112.06	112.06	112.06	112.06
固定资产	3972.84	4292.88	4582.93	4842.98
无形资产	589.01	589.01	589.01	589.01
其他	67.59	92.19	106.01	125.10
资产总计	10842.23	11560.68	13245.40	15384.40
流动负债	5418.52	5037.92	5792.27	6831.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1701.23	1852.56	2125.22	2503.13
其他	3717.29	3185.36	3667.05	4328.72
非流动负债	65.45	464.67	563.13	675.61
长期借款	0.00	46.64	89.79	125.94
其他	65.45	418.03	473.34	549.67
负债合计	5483.97	5502.60	6355.40	7507.45
少数股东权益	-4.71	37.28	87.19	146.41
归属母公司股东权益	5362.97	6020.81	6802.82	7730.54
负债和股东权益	10842.23	11560.68	13245.40	15384.40

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3970.20	268.31	1640.85	2057.02
净利润	2852.94	657.84	782.00	927.73
折旧摊销	289.58	179.95	209.95	239.95
财务费用	73.54	62.51	78.13	97.66
投资损失	1.88	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	752.26	-631.99	570.76	791.67
投资活动现金流	-397.75	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-513.93	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	-1342.86	78.54	-7.73	-29.70
短期借款	-7.07	141.05	70.41	67.96
长期借款	0	46.64	89.79	125.94
现金净增加额	2948.14	5204.46	5406.19	6627.95

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	16761.09	18437.20	21202.78	25019.28
营业成本	13633.54	15026.32	17237.86	20303.14
营业税金及附加	184.05	202.81	254.43	325.25
营业费用	1510.38	1640.91	1865.84	2201.70
管理费用	516.10	571.55	657.29	775.60
财务费用	73.54	62.51	78.13	97.66
资产减值损失	1.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-1.88	0	0	0
营业利润	840.51	933.10	1109.22	1315.92
营业外收支	11.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	851.52	933.10	1109.22	1315.92
所得税	230.26	233.28	277.31	328.98
净利润	621.26	699.83	831.92	986.94
少数股东损益	38.63	41.99	49.92	59.22
归属母公司净利	582.63	657.84	782.00	927.73
EPS（元）	1.37	1.42	1.69	2.00

主要财务比率

成长能力

营业收入	20.18%	10.00%	15.00%	18.00%
营业利润	28.72%	11.02%	18.87%	18.63%
归属母公司净利	54.94%	12.91%	18.87%	18.63%
获利能力				
毛利率	18.66%	18.50%	18.70%	18.85%
净利率	3.71%	3.80%	3.92%	3.94%
ROE	10.86%	10.93%	11.50%	12.00%

偿债能力

资产负债率	50.58%	47.60%	47.98%	48.80%
流动比率	112.59%	128.52%	135.62%	142.21%
速动比率	105.88%	120.34%	127.47%	134.06%

每股指标(元)

每股收益	1.37	1.42	1.69	2.00
每股经营现金	10.10	0.68	4.18	5.23
每股净资产	11.58	13.09	14.89	17.02

估值比率

P/E	20	19	16	14
P/B	2	2	2	2

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易及旅游行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。