

百货零售

兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

王府井

600859

推荐

扩张稳健、管理优秀

4 月 4 日公布 2008 年报：实现营业收入 101.74 亿元，同比增长 13.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 34404 万元，同比增长 29.22%。

投资要点：

6-12 个月目标价： 27.00 元

当前股价： 20.44 元

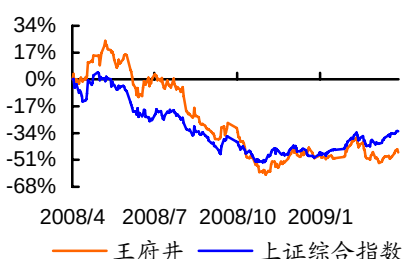
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2419.78
总股本(百万)	393
流通股本(百万)	198
流通市值(亿)	41
EPS (TTM)	0.91
每股净资产(元)	5.45
资产负债率	65.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
王府井	9.89	7.58	-25.62
上证综合指数	16.82	32.90	5.49



相关报告

(20080802)王府井--费用率下降是利润提升关键

(20081030)公司研究--王府井--收入增速趋缓、费用占比上升

- **收入的同比增速呈逐季下滑：**公司 2008 年全年收入增长 13.85%，在预期之内。公司成熟门店的内生增长速度由 2008 年上半年的约 13%下降到第 4 季度的约 5%，与此相对应，公司销售收入的同比增速呈逐季下滑趋势：上半年同比增速 19.81%，第 3 季度 18%，第 4 季度-0.22%。公司百货门店位于全国各省一、二线城市，基本代表了全国百货行业的经营趋势。根据了解，公司 2009 年前 3 月份的销售同比增速约为 0%。
- **门店扩张稳健。**2008 年公司新增的门店及物业有：4 月 18 日包头青山 2 号店开业（建筑面积 23000 平米，实现当年开业、当年赢利）；7 月成都店通过收购扩大建筑面积 9000 平方米；9 月收购王府井大厦股权，新增北京百货大楼建筑面积 5 万平方米。2009 年预计公司新开 4-6 家门店：百货大楼新馆（目前已开业）；太原店（建筑面积 5 万平方米）；兰州店（建筑面积 8 万平方米）；昆明店（建筑面积约 10 万平方米，购物中心业态）。
- **第 4 季度财务指标分析：**2008 年第 4 季度公司为应对销售形势急剧变化而加大促销力度，导致综合毛利率由第 3 季度的 20.20%急速下滑到第 4 季度的 16.94%，也创下了近年来单季度的最低毛利率；由于处置交易性金融资产，第 4 季度出现-2613 万元投资净收益；07 年的第 4 季度由于计提“南宁店预计负债”导致营业外支出 8678.36 万元，08 年第 4 季度不存在此项计提，但由于固定资产处置损失（王府井大厦以前年度装修拆除），产生 4036.736 万营业外支出。
- **发达地区门店影响大：**如下附表 2，公司广州店、双安商场、母公司门店（包括北京百货大楼、东安商场）08 年净利润增速分别为-33.71%、-0.14%、0.1%；而西北地区的西宁店、呼和浩特店、包头店（净利增 101.46%，含新开青山店）、洛阳店（净利增 56%）业绩表现出色；另外，长沙店净利润增 50%，成都店由于地震及合并亏损的重庆店、乌鲁木齐店而净利下滑 4.6%。
- **盈利预测及投资建议：**预计 2009-2011 年 EPS 为 1.0、1.26、1.71 元，公司作为全国连锁的国内百货业代表公司，管理优秀、扩张稳健、品牌影响力及招商能力强，推荐评级。公司理应获一定行业溢价，目标价 27 元，相当于 09 年 27 倍 PE。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	10174	11008	13782	17366
同比(%)	14%	8%	25%	26%
归属母公司净利润(百万元)	344	391	497	672
同比(%)	29%	14%	27%	35%
毛利率(%)	18.9%	18.9%	19.1%	19.4%
ROE(%)	16.8%	16.0%	17.5%	19.6%
每股收益(元)	0.88	1.00	1.26	1.71
P/E	23.35	20.52	16.16	11.96
P/B	3.91	3.29	2.82	2.34
EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源：中投证券研究所

图表 1: 门店概况

门店	开业时间	成长周期	权益	物业性质	经营面积(万平米)	所处商圈	备注
北京百货大楼	1955 年	成熟	母公司	自有	4.00	王府井	受装修、分摊费用影响, 业绩波动大, 07 年开始改造基本结束
东安商场	1998 年	成熟	母公司	自有	0.80		
北京双安商场	1994 年	成熟	100%	自有	2.10	海淀北三环西路	
长安商场	1990 年	成长门店	100%	自有	1.80	复外大街	06 年只并两个月利润
成都王府井	1999 年	成熟	82.53%	自有	3.5 (07 年扩建后)	总府路 15 号	销售额最高门店、盈利能力最强
广州王府井	1995 年	成长	100%	租赁	不到 3.00	东山区	第一家异地门店
武汉王府井	2001 年	成长	100%	自有	3.00	江汉区佳丽	
包头王府井	2002 年	成长	100%	租赁	2.30	昆区	包头最大、最高档百货
重庆解放碑店	2004 年	培育期	100%	租赁	3.00	渝中区民族路	
重庆 2 号店	2006 年 10 月	培育期	100%	租赁	5.00	(沙坪坝)	
南宁店	2004 年	成长	100%	租赁	5.20	新民路 4 号	07 年关闭
长沙店	2004 年 12 月	快速成长	100%	租赁	3.00	黄兴中路	
呼和浩特	2004 年 12 月	培育期	100%	租赁	4.00	回民区中山路	当地消费能力较低; 呼市最繁华商圈(中山路)
洛阳店	2004 年 10 月	成长	100%	租赁	4.00	西工业区中州	洛阳最繁华地段
西宁店	2006 年 11 月	成长	100%	租赁	3.00	城中区西大街	
乌鲁木齐店	2007 年 3 月	培育期	100%	租赁	3.00	解放北路	位置有些不好、位于商圈末端, 经营不太好
包头 2 店	2008 年 4 月	培育期	100%	租赁	2.3		

图表 2: 门店盈利情况 (单位: 万元)

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
北京百货大楼					
东安商场	1338	2695	19761	8636	8721
北京双安商场	5044	5284	7206	9177	9164
长安商场			550	2888	2504
成都王府井	(2355)	4628	8343	12985	12393
广州王府井	1916	1717	2188	3441	2281
武汉王府井	(404)	(1372)	(438)	120	296
包头王府井 (1、2 店)	508	945	529	2321	4676
重庆解放碑店	(686)	(922)	(886)		
重庆 2 号店			(800)	(950)	合并至成都店
南宁店	(285)	(1568)	(2211)	(11388)	--
长沙店	(391)	(660)	943	1453	2180
呼和浩特	(393)	(169)	(49)	(28)	233
洛阳店	(468)	350	505	1224	1910
西宁店			(690)	5	1641
乌鲁木齐店			(719)	(1731)	合并至成都店
合计:	3824	10928	34232	28153	

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1765	2125	2293	2456	营业收入	10174	11008	13782	17366
现金	1112	1324	1348	1261	营业成本	8248	8928	11157	14006
应收账款	77	91	112	140	营业税金及附加	93	93	118	152
其它应收款	62	120	141	169	营业费用	831	914	1144	1454
预付账款	217	183	234	304	管理费用	403	440	544	684
存货	286	408	459	582	财务费用	40	70	116	112
其他	11	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	4422	5618	6785	7334	公允价值变动收益	-4	-2	-3	-3
长期投资	87	354	283	274	投资净收益	-2	0	5	5
固定资产	2247	2530	2685	2819	营业利润	550	561	706	961
无形资产	1106	1518	1981	2477	营业外收入	8	8	8	8
其他	981	1217	1836	1764	营业外支出	48	10	10	10
资产总计	6187	7744	9079	9790	利润总额	510	559	704	959
流动负债	3962	4968	5864	5942	所得税	138	140	176	240
短期借款	490	1501	1769	1034	净利润	372	419	528	719
应付账款	917	1085	1318	1654	少数股东损益	28	28	31	48
其他	2555	2382	2777	3255	归属母公司净利润	344	391	497	672
非流动负债	85	219	224	223	EBITDA	772	888	1114	1396
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	1.00	1.26	1.71
其他	85	219	224	223	主要财务比率				
负债合计	4047	5186	6088	6165	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	87	115	146	193	成长能力				
股本	393	393	393	393	营业收入	13.9%	8.2%	25.2%	26.0%
资本公积	1021	1021	1021	1021	营业利润	5.1%	2.0%	25.7%	36.2%
留存收益	639	1030	1436	2025	归属于母公司净利润	29.2%	13.8%	27.0%	35.1%
归属母公司股东权益	2053	2442	2845	3431	获利能力				
负债和股东权益	6187	7744	9079	9790	毛利率	18.9%	18.9%	19.1%	19.4%
现金流量表					净利率	3.4%	3.6%	3.6%	3.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	16.8%	16.0%	17.5%	19.6%
经营活动现金流	828	900	1388	1705	ROIC	48.4%	34.1%	41.5%	52.9%
净利润	372	419	528	719	偿债能力				
折旧摊销	181	256	293	323	资产负债率	65.4%	67.0%	67.1%	63.0%
财务费用	40	70	116	112	净负债比率				
投资损失	2	0	-5	-5	流动比率	0.45	0.43	0.39	0.41
营运资金变动	196	-5	450	541	速动比率	0.37	0.34	0.31	0.31
其它	36	160	7	15	营运能力				
投资活动现金流	-1369	-1460	-1454	-876	总资产周转率	1.60	1.58	1.64	1.84
资本支出	332	430	360	380	应收账款周转率	110	109	114	115
长期投资	30	572	569	-60	应付账款周转率	9.15	8.92	9.29	9.43
其他	-1006	-457	-525	-555	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	46	771	89	-916	每股收益(最新摊薄)	0.88	1.00	1.26	1.71
短期借款	400	1011	268	-735	每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	2.29	3.53	4.34
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.22	6.21	7.24	8.73
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1291	0	0	0	P/E	23.35	20.52	16.16	11.96
其他	937	-240	-179	-180	P/B	3.91	3.29	2.82	2.34
现金净增加额	-494	212	24	-86	EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434