

王府井(600859)

储备优质资源，等待市场回暖

— 08 年报点评

评级:

买入

上次评级:

目标价格:

¥25

上次预测:

当前价格:

¥20.91

2009.4.7

陈慧

86-22-2845 1135

cdong2002@sohu.com

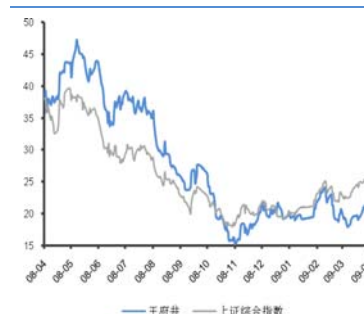
本报告导读:

- 中国第一百货品牌，全国性百货连锁。
- 门店梯队有助于后劲爆发

投资要点:

- 08年公司实现营业收入1,017,404 万元，同比增长13.85%；营业利润 55,041 万元，同比增长5.10%；归属于上市公司股东的净利润34,404万元，同比增长29.22%。基本每股收益0.875。
- 公司全年收入实现101.7亿元，同比增长13.85%，远低于去年37.58%的增速。主要原因是北京奥运限行、自然灾害、以及金融危机深化对公司各地门店销售的影响。其中第四季度单季营业收入大幅下降，同比减少700万元，降幅为0.26%。其中，公司一线城市的百货门店如北京、广州、武汉等地区的门店销售开始出现负增长。
- 08年毛利率18.93%，比去年高0.28个百分点，表明公司在采购权集中到总部后与供应商谈判能力的增强，以及奥运特许商品毛利率较高的贡献。但第四季度毛利率16.94%，显著低于前三季度19.64%和全年18.93%的水平。
- 费用方面，由于收购王府井大厦55%股权在三季度合并报表，从而计提了物业装修折旧和固定资产折旧，以及人员工资的增加，因此销售+管理费率由去年11.82%上升至12.13%。08 年财务费率微幅上升，由0.27%提升至0.4%，主要原因是由于收购北京王府井资产而增加短期借款4个亿，造成财务费用增加1600万元。
- 目前，王府井旗下运营的百货门店共有16 家，分别位于北京（4 家门店）、广州、武汉、成都、包头（2 家门店）、重庆（2 家门店）、呼和浩特、洛阳、长沙、西宁以及乌鲁木齐。08 年公司仅在第二季度新开包头王府井2 号店。预计北京市百货大楼新馆、太原王府井、兰州王府井、昆明王府井将在2009 年年内开业；未来两年保持每年开店3-4 家的速度。
- 公司已经形成布局全国的百货门店梯队，以北京、广州、成都为代表的门店已经处于成熟期、未来将保持业绩的稳定性，也是公司内生增长的来源。以洛阳、包头、武汉、长沙等地的门店处于高成长阶段，是公司未来的增长动力；重庆、呼市、乌市门店尚处于培育期。我们认为随着亏损最大的西宁门店的关闭，以及成长期和培育期门店的快速盈利，公司将很快迎来盈利高峰。
- 随着公司总部对品牌控制力的增强和异地管理经验的增长，公司的毛利率和净利率都将稳步提升，而费用率会下降。预计09-01年每股收益1.06、1.34元。给予“买入”评级。

52 周股价走势图



公司简介

公司是专注于百货业态的全国性连锁零售企业。在华北、华南、西南地区开设了十余家百货门店。依靠布局全国的外延扩张和老门店内生增长，公司业绩稳定。目前公司是国家商务部重点扶持的大型流通企业，综合实力稳步提升。

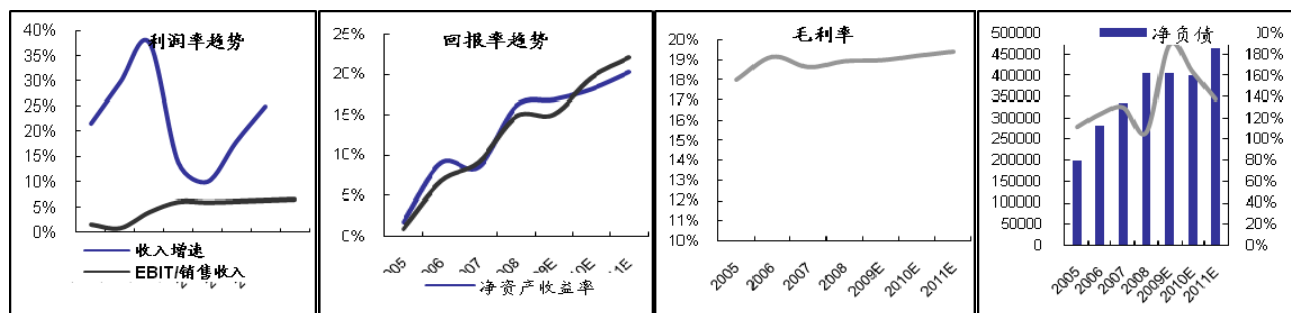
公司更新报告

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	8936	10174	11191	13206	16507
EBITDA(百万元)	685	780	1077	1260	1532
净利润	266	344	418	528	710
摊薄 EPS(元)	0.68	0.88	1.06	1.34	1.81
PE(X)	30.9	23.9	19.7	15.6	30.9
EV/EBITDA(X)	9.8	10.2	7.3	5.6	9.8
PB(X)	2.62	3.84	3.31	2.82	2.62
ROIC	9.13%	14.84%	15.08%	19.63%	9.13%
总资产周转率	30.9	23.9	19.7	15.6	30.9

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 5

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1607	1112	1223	1444	2505	营业收入	8936	10174	11191	13206	16507
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	7270	8248	9067	10670	13305
应收账款	79	77	84	99	124	营业税金及附加	73	93	102	121	151
预付款项	85	217	222	227	234	销售费用	756	831	895	1056	1321
其他应收款	157	62	68	81	101	管理费用	300	403	448	528	660
存货	294	286	403	474	591	财务费用	24	40	56	47	26
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	2	5	6	5
长期股权投资	474	87	87	87	87	投资收益	9	-2	0	0	0
固定资产	770	2247	2112	1993	1852	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	97	103	152	176	163	营业利润	524	550	617	777	1040
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-80	-40	-42	-50	-62
无形资产	320	1106	1219	1319	1405	税前利润	444	510	575	727	978
长期待摊费用	123	143	219	285	340	减：所得税	166	138	156	197	264
资产总计	6502	6187	6536	6931	8151	净利润	278	372	420	530	713
短期借款	90	490	786	151	0	归属于母公司的净利润	266	344	418	528	710
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	11	28	2	2	3
应付账款	885	917	1177	1359	1620	基本每股收益	0.68	0.88	1.06	1.34	1.81
预收款项	1027	1343	1690	2100	2613	稀释每股收益	0.68	0.88	1.06	1.34	1.81
应付职工薪酬	316	313	313	313	313	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	140	133	0	0	0	成长性					
其他应付款	370	416	0	0	0	营收增长率	37.6%	13.9%	10.0%	18.0%	25.0%
其他流动负债	0	0	1	2	3	EBIT 增长率	107.0%	11.6%	13.2%	22.3%	29.0%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	37.1%	29.2%	21.5%	26.3%	34.5%
负债合计	3359	4047	4055	4015	4643	盈利性					
股东权益合计	3142	2140	2481	2916	3508	销售毛利率	18.6%	18.9%	19.0%	19.2%	19.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	3.0%	3.4%	3.7%	4.0%	4.3%
净利润	278	372	420	530	713	ROE	8.5%	16.1%	16.8%	18.1%	20.2%
折旧与摊销	147	181	398	430	462	ROIC	9.13%	14.84%	15.08%	19.63%	22.16%
经营活动现金流	782	828	750	1498	1809	估值倍数					
投资活动现金流	-226	-1369	-500	-500	-450	PE	30.9	23.9	19.7	15.6	11.6
融资活动现金流	-202	46	-139	-777	-298	P/S	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
现金净变动	354	-494	111	220	1061	P/B	2.62	3.84	3.31	2.82	2.34
期初现金余额	1253	1607	1112	1223	1444	股息收益率	1.9%	1.9%	1.0%	1.2%	1.5%
期末现金余额	1607	1112	1223	1444	2505	EV/EBITDA	9.8	10.2	7.3	5.6	3.8



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 3、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 5、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn