

王府井 (600859. sh)

全国性连锁百货龙头位置稳固

欧亚菲 零售业 首席研究员

电话: 020-87555888 - 641

eMail: oyf@gf.com.cn

2008 年经营回顾

公司实现营业收入101.74亿元, 同比增长13.85%; 营业利润55926.5 万元, 同比增长8.90%; 扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润38451.22 万元, 同比增长32.52%。公司净利润保持快速增长主要得益于收入增长、毛利率提升和营业外支出减少。受益于奥运会, 公司奥运商品含税总零售额超过3 亿元人民币, 为公司贡献利润超过1000万元。公司08年新增建筑面积约8.2万平米, 其中包头二店实现当年盈利。

2009 年经营展望

2009 年, 公司将积极创新, 主动把握市场, 确保公司经营效益的稳定和提升; 继续推进业务体制的转型和完善; 强化企业管理, 加强管理的精细化, 加强成本控制和风险控制; 探索企业发展新模式, 适时调整发展策略, 积极慎重推进规模发展。公司力争本年度营业收入同比增长5%以上。2009 年度公司预计新开业门店4-6 家, 新增建筑面积23万平方米左右, 受开店费用增加因素影响, 预计费用将有所增加。

投资建议: 由于公司 09 年新开门店较多, 我们调整了 2009 年盈利预测, 调减 10%, 但随着经济形势逐步好转, 我们预计 2010 年公司将重新进入快速增长中, 预计 2009-2011 年 EPS 为 1.00、1.41 和 1.77 元。公司为全国性百货龙头, 在消费恢复过程中, 具有较大的弹性, 我们看好公司的长期表现, 维持买入评级, 目标价 25 元, 对应 25 倍 PE。

风险提示: 消费持续萎缩, 公司新开门店培育期显著拉长

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	8,936.0	10,174	11,114.9	12,635.7	14,278.3
EBITDA(百万元)	532.75	619.25	953.7	1250.7	1363.8
净利润(百万元)	266.24	344.04	392.2	536.6	695.1
净利润增长率	38.23%	29.22%	2.00%	36.80%	29.55%
每股收益 (元)	0.678	0.875	1.00	1.37	1.77
市盈率	74.47	21.71	20.48	14.97	0.00
市净率	6.45	3.64	3.72	3.24	2.84
EV/EBITDA	40.82	17.00	21.84	16.43	0.00
每股红利(元)	0.20	0.00	0.30	0.41	0.53
股息率(%)	0.40	0.00	1.46%	2.00%	2.60%

来源: 北京王府井百货(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	20.44
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势

王府井(600859)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.34%	2.05%	-43.46%
上证综指	10.34%	24.91%	-29.79%

股票数据

总股本(万股)	39,297.30
流通 A 股 (万股)	19,837.86
主要股东:	
北京王府井国际商业发展有限公司	
主要股东持股比例	50.13%
流通 A 股比例	50.48%

财务比率

ROE	16.76%
ROA	5.56%
资产负债率	65.41%
每股净资产(元)	5.22

2008 年报数据

2008年经营回顾

公司实现营业收入101.74亿元，同比增长13.85%；营业利润55926.5 万元，同比增长8.90%；扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润38451.22 万元，同比增长32.52%。公司净利润保持快速增长主要得益于收入增长、毛利率提升和营业外支出减少。

华北地区收入增长最快、西北地区大幅扭亏

公司08年新增建筑面积约8.2万平米，华北地区新增建筑面积73000平米，西南地区新增9000平米。其中包头二店实现当年盈利。从营业收入增长来看，西北地区增长最快，同比增长了59.93%，主要得益于乌鲁木齐和西宁店进入快速发展期。其次为华北地区，同比增长了18.46%，主要得益于新增面积和奥运商品销售，受益于奥运会，公司奥运商品含税总零售额超过3 亿元人民币，为公司贡献利润超过1000万元。

表 1: 分地区营业收入和毛利率情况

	2008			2007		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
华北地区	455960.8	366564	19.61%	384895.2	309417.2	19.61%
中南地区	247583.3	211690	14.50%	239751.2	206433.5	13.90%
西南地区	229172.1	186030	18.83%	212204.9	173278.7	18.34%
西北地区	61054.01	53243.2	12.79%	38175.41	33283.2	12.82%
合计	993770.3	817527	17.73%	875026.7	722412.5	17.44%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从分部利润来看，西南地区营业利润增长了27%、中南地区增长了11.2%，西北地区扭亏幅度最大，减亏1500万，华北地区受收购物业影响，导致净利润略有下滑。

表 2: 地区分部财务分拆简表

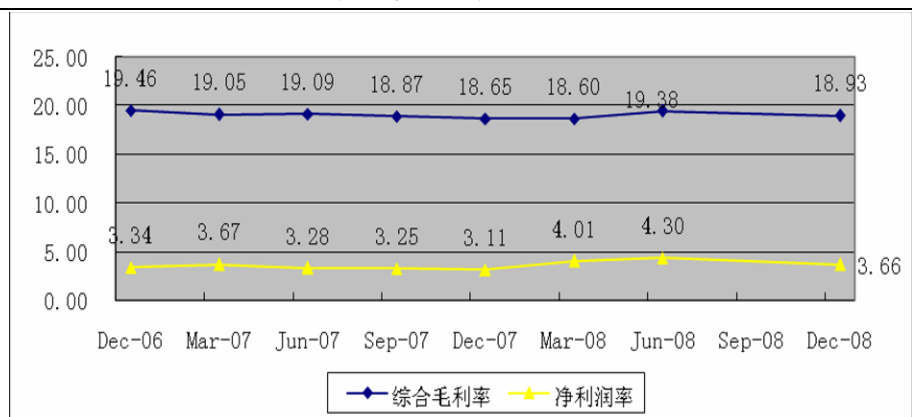
地区分部情况	华北地区	中南地区	西南地区	西北地区	其他	抵消	合计
营业收入	479691	251915	233875	61642	0		1017404
其中：对外交易收入	470133	251755	233875	61642	0	0	1017404
分部间交易收入	9559	160	0	0	0		0
营业费用	449395	245541	214809	61855	73		955155
营业利润/亏损	30297	6374	19066	(213.00)			55041
营业利润增长	-3.01%	11.27%	26.71%	87.67%			5.10%
资产总额	901914	78998	143911	20444	3211		618674
负债总额	480816	76584	103740	18998	1553		404696
补充信息							
其中：折旧和摊销费用	8170	2386	3421	1008	10	0	14995
资本性支出	124404	1776	13600	586	0	0	140366

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

净利润率环比下滑，主要是费用率略有上升及流动资产处置

公司净利润率在2008年环比下滑，主要是由于费用率上升和流动资产处置所致。

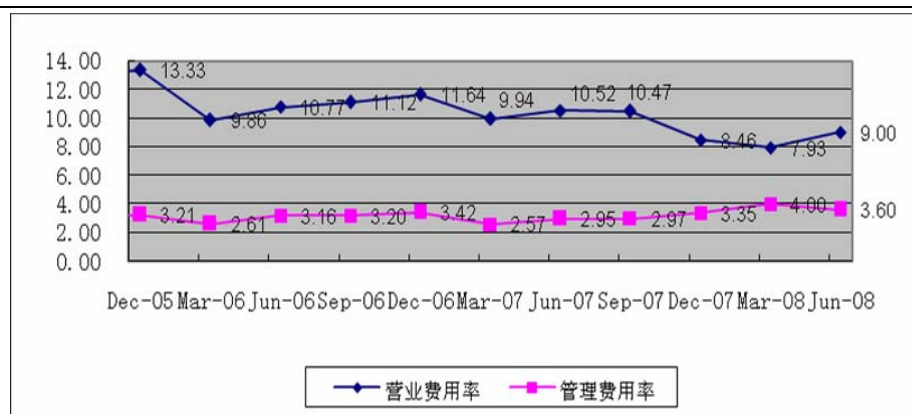
图1：2006-2008综合毛利率和净利润率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司费用上升，主要是收购北京王府井大厦导致折旧和财务费用大幅增加所致，08年度亏损6632万元。

图2：2005-2008管理费用率和营业费用率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司本期非流动资产处置损失主要是王府井大厦西部装修拆除所致，根据王府井大厦原合营协议，本公司将获得王府井大厦东部40%部分物业，而王府井大厦西部60%的物业归动力集团所有，本公司与动力集团按各自需求分别装修王府井大厦东、西部物业，本期本公司完成对王府井大厦的收购，为使王府井大厦装修风格统一，本公司将原西部装修全部拆除，重新进行了装修，并将拆除部分装修相应的资产价值3682万元一次性计入了营业外支出。

2009年经营展望

2009年，公司将积极创新，主动把握市场，确保公司经营效益的稳定和提升；继续推进业务体制的转型和完善；强化企业管理，加强管理的精细化，加强成本控制和风险控制；探索企业发展新模式，适时调整发展策略，积极慎重推进规模发展。公司力争本年度营业收入同比增长5%以上。2009年度公司预计新开业门店4-6家，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 年内开业，新增建筑面积23万平方米左右，受开店费用增加因素影响，预计费用将有所增加。

公司将进一步做好门店的分类管理，明晰不同类型门店的市场策略；通过在业态、品类组合和服务方面创新经营，寻求有效突破；还将通过进一步强化会员及团购的营销有效提升经营业绩，并有针对性地加强集团统一营销；另外，公司还将进一步完善北京地区业务体制转型工作，加快商品资源突破。在确保健康的前提下，公司将坚持从精从重的原则，积极慎重地推进公司规模扩张。在项目选择方面，公司将本着成本低、质量优的原则力争在市场低谷时期多储备项目，并重点加快在公司已取得优势地位地区的网点布局。另外为确保门店的经营稳定性，公司将考虑加大持有自有物业的比例。

从公司一季度经营情况来看，元旦和春节销售增长分别为18%和5%，预计一季度销售将略有增长，展望二三季度，我们认为随着宏观经济形势的稳定，公司的销售增长将逐步回升，预计全年同店增长仍然可以超过5%。

投资建议

由于公司 09 年新开门店较多，我们调整了 2009 年盈利预测，调减 10%，但随着经济形势逐步好转，我们预计 2010 年公司将重新进入快速增长中，预计 2009-2011 年 EPS 为 1.00、1.41 和 1.77 元。公司为全国性百货龙头，在消费恢复过程中，具有较大的弹性，我们看好公司的长期表现，维持买入评级，目标价 25 元，对应 25 倍 PE。

表 3: 2009-2011 年盈利预测表

	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	11114.94	12635.68	14278.32
总营业成本	(10586.20)	(11914.96)	(13344.53)
主营业务成本	(9069.79)	(10285.44)	(11565.44)
主营业务税金及附加	(105.59)	(126.36)	(142.78)
主营业务利润	1939.56	2223.88	2570.10
营业费用	(925.82)	(1008.82)	(1177.96)
管理费用	(460.00)	(464.34)	(428.35)
财务费用	(25.00)	(30.00)	(30.00)
营业利润	528.74	720.72	933.79
投资收益	5.00	5.00	5.00
营业外收入	5.00	5.00	5.00
营业外支出	(5.11)	(4.64)	(6.28)
税前利润	533.63	726.09	937.51
所得税	(133.41)	(181.52)	(234.38)
净利润	400.22	544.56	703.13
少数股东权益	8.00	8.00	8.00
归属母公司净利润	392.22	536.56	695.13

数据来源：广发证券发展研究中心

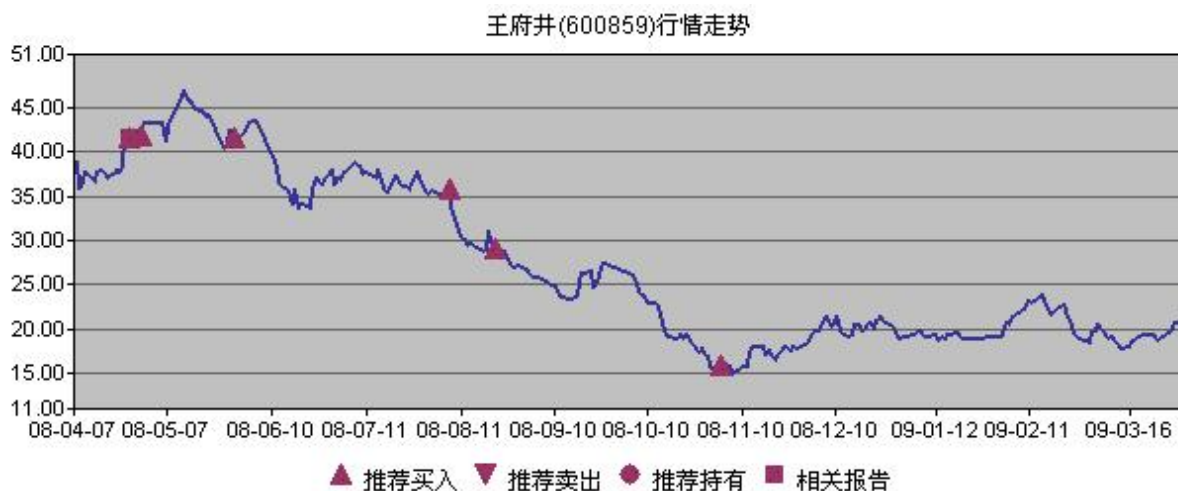
风险提示

市场容量相对萎缩，竞争进一步加剧。

门店培育期拉长

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

王府井 (600859.sh)	欧亚菲	2008-04-25
王府井年报点评	欧亚菲	2007-04-23

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。