

王府井 (600859)

异地扩张奠定持续发展基础

——王府井 2008 年报点评

徐晓芳 许娟娟
 010-59312829 021-38676545
 xuxiaofang@gtjas.com xujuanjuan@gtjas.com

本报告导读:

- 09 年受行业增速下滑和开店费用增加拖累, 公司盈利增速将有所放缓。但伴随着异地扩张步伐加快, 公司业绩将会有持续稳定的增长。

投资要点:

- 公司 08 全年实现营业收入 101.7 亿元, 同比增长 13.9%; 营业利润 5.5 亿元, 同比增长 5.1%; 归属于母公司所有者的净利润 3.4 亿元, 同比增长 29.2%; 扣除非经常性损益后归属母公司净利润 3.8 亿元, 同比增长 32.5%; 全面摊薄后每股收益 0.88 元。另外, 公司提出每 10 股派发现金红利 2 元 (含税) 的分配预案。
- **业绩增长源于实际税率的下降:** 08 年公司实际税率比上年同期下降 14 个百分点, 主要原因是 08 年国家实施新税法 (08 年所得税率为 25%, 原 33%)。08 年公司经营利润同比增长 10.5%, 远远低于往年水平, 主要原因是 06、07 年公司的主力盈利门店均开始进入盈利周期, 净利润大幅提升 (如成都店、广州店、北京双安店盈利能力翻倍), 而 08 年开始该部分门店盈利增速放缓。
- **异地扩张能力是公司的核心竞争力:** 目前, 公司共有 12 家异地百货门店, 北京、成都、包头、长沙、广州、洛阳地区门店盈利能力较强, 其中北京地区、成都地区、包头地区是公司主要的盈利来源, 08 年净利润分别占公司净利润的 62%、25%、14%, 公司的风险点也在于此。
- 受行业增速下降影响, 09 年公司原有的成都店、北京地区门店盈利增速将减缓, 但武汉店、西宁店、洛阳店、包头店将成为新的盈利增长点。另由于公司将控股 100%、一直亏损的三家门店出售给成都王府井 (控股 70%), 09 年该部分并表亏损将减少。公司预计 09 年新开门店 4-6 家, 受开店费用增加因素影响, 09 年公司营业费用将有较大幅度增加。
- 长期我们看好公司异地连锁扩张能力, 尽管市场认为主力门店成都店盈利放缓将影响公司成长性, 但我们认为随着异地扩张步伐加快, 公司将有新的盈利增长点。短期受行业增速下滑影响, 预计 09、10 年归属于母公司的净利润增速为 13.7%、17.7%, EPS 为 1、1.17 元, 按百货行业平均估值给予 09 年 25 倍 PE, 目标价 25 元, 给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,936	10,174	11,648	14,505	17,468
(+/-)%	38%	14%	14%	25%	20%
经营利润 (EBIT)	540	597	715	931	1,170
(+/-)%	140%	10%	20%	30%	26%
净利润	266.24	344.04	391.05	460.20	603.25
(+/-)%	37%	29%	14%	18%	31%
每股净收益 (元)	0.68	0.88	1.00	1.17	1.54
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.23	0.27	0.35

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	6.0%	5.9%	6.1%	6.4%	6.7%
净资产收益率 (%)	8.7%	16.8%	16.6%	17.0%	19.0%
投入资本回报率 (%)	-39.4%	33.6%	18.6%	21.9%	24.5%
EV/EBITDA	14.0	14.9	12.0	9.7	7.9
市盈率	30.1	23.3	20.5	17.4	13.3
股息率 (%)	1.0%	1.0%	1.1%	1.3%	1.7%

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥ 25.00

上次预测: ¥ 25.00

当前价格:

¥ 20.31

2009.04.07

交易数据

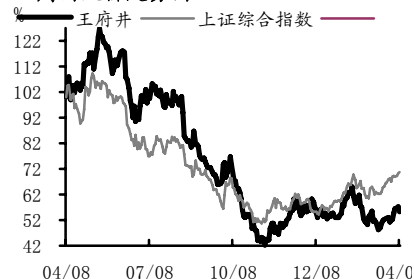
52 周内股价区间 (元)	14.79 ~ 48.09
总市值 (百万元)	8,032
总股本/流通 A 股 (百万股)	393/198
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.50
日均成交量 (百万股)	1.9
日均成交值 (百万元)	48.4

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	2,139.78
每股净资产	5.22
市净率	3.1
净负债 (百万元)	-322.22

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.27	0.31
Q2	0.23	0.27
Q3	0.15	0.17
Q4	0.22	0.25
全年	0.88	1.00

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-0.3	-0.6	-46.9
相对指数	-10.7	-26.4	-14.2

相关报告

收购导致费用增加较多, 利润仍稳健增长

(08.11.05)

模型更新时间: 2009.04.07

股票研究

批零贸易业

批发零售业

王府井(600859)

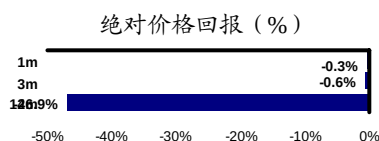
评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥25.00

上次预测: ¥25.00

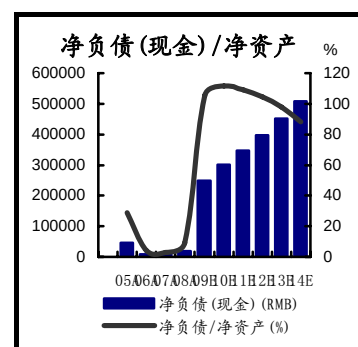
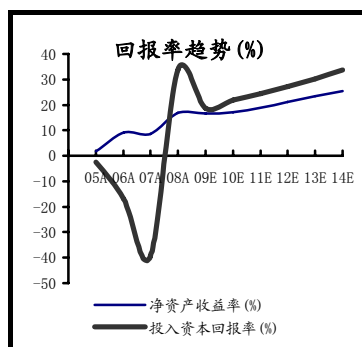
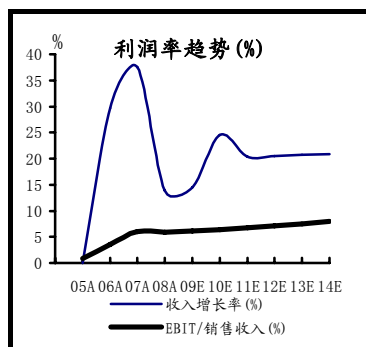
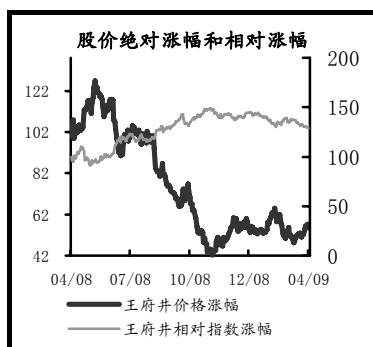
当前价格: ¥20.31



52 周价格范围 14.79~48.09
市值 (百万) 8,032

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	8,936	10,174	11,648	14,505	17,468
主营业务成本	7,270	8,248	9,504	11,797	14,159
税金及附加	73	93	107	133	160
主营业务利润	1,594	1,833	2,038	2,576	3,149
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	756	831	963	1,199	1,443
管理费用	300	403	358	444	533
EBIT	540	597	715	931	1,170
财务费用	24	40	41	199	232
营业利润	524	550	670	727	935
所得税	166	138	155	181	234
少数股东损益	11	28	28	28	28
净利润	266	344	391	460	603
资产负债表					
货币资金、短期投资	1,607	1,112	2,094	2,608	3,141
其他流动资产	2,239	1,754	3,014	3,742	4,493
长期投资	474	87	87	87	87
固定资产合计	867	2,350	1,192	1,572	1,965
无形及其他资产	472	1,279	1,178	1,100	1,036
资产合计	6,502	6,187	6,198	7,232	8,317
流动负债	2,836	3,962	3,643	4,294	4,886
长期负债	77	68	68	68	68
股东权益	3,077	2,053	2,354	2,709	3,175
投入资本(IC)	-949	1,368	3,009	3,415	3,821
现金流量表					
NOPLAT	374	459	560	750	936
折旧与摊销	147	60	101	79	64
流动资金增量	422	(25)	(2,901)	(104)	(77)
资本支出	(202)	(2,351)	1,158	(380)	(393)
自由现金流	742	(1,858)	(1,082)	344	530
经营现金流	859	456	(2,332)	669	857
投资现金流	1,001	(3,678)	1,152	(387)	(400)
融资现金流	(26)	573	2,163	231	76
现金流净增加额	1,834	(2,649)	982	514	533
财务指标					
成长性					
收入增长率	37.6%	13.9%	14.5%	24.5%	20.4%
EBIT 增长率	140.2%	10.5%	19.8%	30.1%	25.8%
净利润增长率	37.1%	29.2%	13.7%	17.7%	31.1%
利润率					
毛利率	18.6%	18.9%	18.4%	18.7%	18.9%
EBIT 率	6.0%	5.9%	6.1%	6.4%	6.7%
净利润率	3.0%	3.4%	3.4%	3.2%	3.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.7%	16.8%	16.6%	17.0%	19.0%
总资产收益率(ROA)	4.1%	5.6%	6.3%	6.4%	7.3%
投入资本回报率	-39.4%	33.6%	18.6%	21.9%	24.5%
运营能力					
存货周转天数	15.05	12.83	12.89	13.25	13.24
应收账款周转天数	2.82	2.80	2.61	2.54	2.58
总资产周转率	234.21	227.60	194.04	168.96	162.45
净利润现金含量	322.79	132.48	(596.45)	145.38	142.00
资本支出/收入	-226%	-2311%	994%	-262%	-225%
偿债能力					
资产负债率	51.7%	65.4%	60.2%	60.6%	59.8%
净负债率	2.9%	9.3%	105.5%	111.5%	109.1%
估值比率					
PE	23.8	18.4	16.2	13.7	10.5
PB	2.1	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.5	12.3	9.9	8.0	6.5
P/S	0.71	0.62	0.54	0.44	0.36
股息率	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%	2.2%



公司 08 全年实现营业收入 101.7 亿元，同比增长 13.9%；营业利润 5.5 亿元，同比增长 5.1%；归属于母公司所有者的净利润 3.4 亿元，同比增长 29.2%；扣除非经常性损益后归属母公司净利润 3.8 亿元，同比增长 32.5%；全面摊薄后每股收益 0.88 元。另外，公司提出每 10 股派发现金红利 2 元（含税）的分配预案。

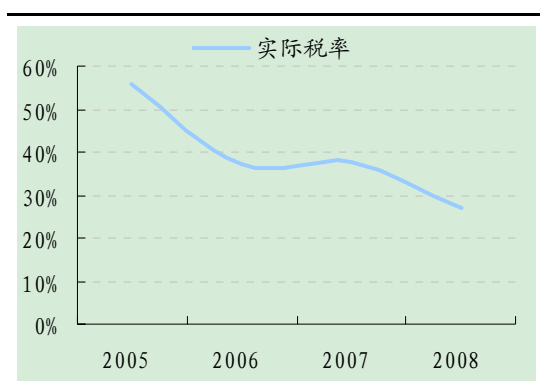
公司主要经营百货连锁业务，08 年其营业收入占公司营业总收入的 97.5%。截止 08 年底，公司共有 16 家百货连锁店，主要分布于北京、重庆及 8 个省会城市，其中北京地区、成都地区以及内蒙地区是公司主要利润来源。

1. 经营情况

1.1. 业绩增长源于实际税率的下降

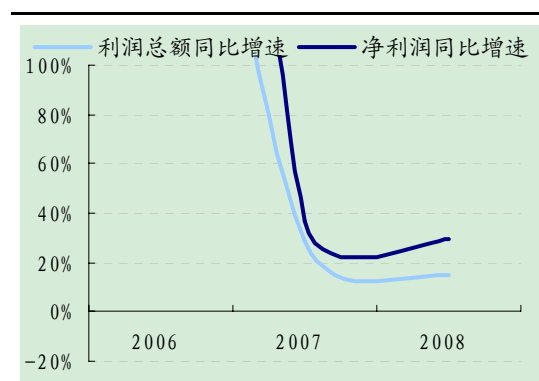
08 年公司实际税率为 27%，比上年同期下降 14 个百分点，主要原因是 08 年国家实施新税法，公司 08 年大部分子公司实行 25% 的所得税率，低于上年 33% 的所得税率。受益于实际税率的下降，08 年公司净利润同比增长 29.2%，高于利润总额 14.9% 的同比增速。

图 1：公司实际税率（05-08 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

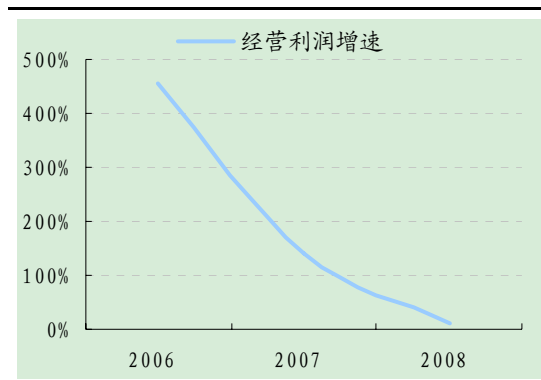
图 2：公司利润总额与净利润增速（06-08 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

08 年公司营业收入同比增长 13.85%，增速低于往年，主要源于可比门店增速降低，07 年新开乌鲁木齐王府井经营情况较差（08 年公司将股权出售给成都王府井子公司），从而新增营业收入较少。08 年公司综合毛利率为 18.93%，比上年同期上升 0.3 个百分点，主要源于百货业务毛利率的提升（08 年 17.8%、07 年 17.4%）。08 年公司经营利润同比增长 10.5%，远远低于往年水平，主要原因是 06、07 年公司的主力盈利门店均开始进入盈利周期，净利润大幅提升（如成都店、广州店、北京双安店盈利能力翻倍），而 08 年开始该部分门店盈利增速放缓。

图 3：公司实际税率（05-08 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

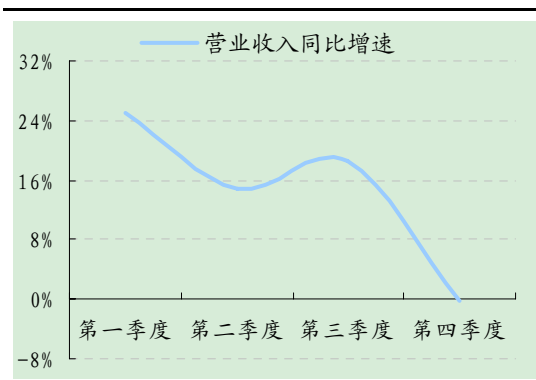
08 年，公司财务费用为 4026 万元，同比增加 68%，主要源于银行借款利息增加。公司营业外支出为 4848 万元，同比下降 45%，主要源于计提南宁王府井预计负债。

1.2. 08 年第四季度营业收入增速趋缓，但毛利率有所提升

08 年第四季度，公司营业总收入为 26.5 亿元，同比下降 0.26%，公司综合毛利率为 16.9%，比第三季度下降 3.3 个百分点。

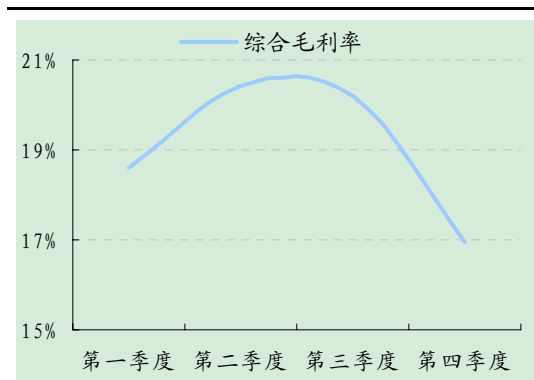
公司 05、06、07 年第四季度营业总收入增速均高于前三个季度，综合毛利率均低于前三个季度，表明公司历年第四季度均依靠打折促销提高销售收入。与前三季度的增速相比，公司 08 年第四季度的销售增速和毛利率均大幅下降，表明公司 08 年第四季度依靠打折促销未能提高销售收入，这与行业内大部分零售公司 08 年第四季度表现相一致，其表现未能高于行业平均表现的原因是公司门店均位于一线城市，百货销售受到经济危机影响程度高于二三线城市。

图 4：公司单季度营业总收入同比增速（2008 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

图 5：公司单季度综合毛利率（2008 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

2. 公司的核心竞争力

2.1. 北京、成都、包头是公司的主要盈利地区

08 年公司新开 1 家百货门店（包头王府井 2 号店），关闭 1 家百货门店（贵阳王府井）。截止 08 年底，公司共有 16 家连锁百货店，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。

图 6：公司历年门店累计数量（96-08 年）

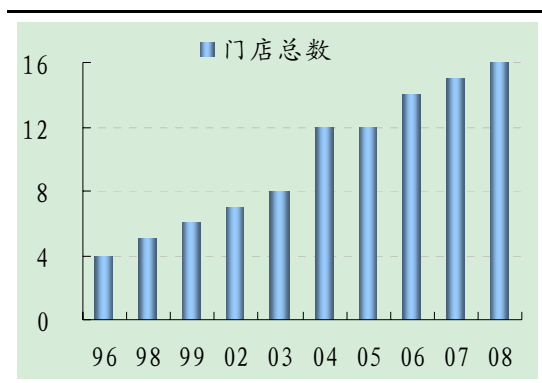
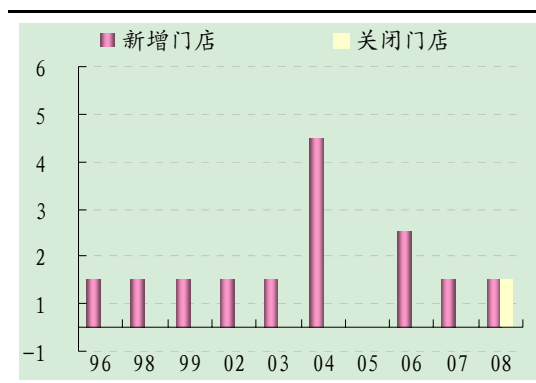


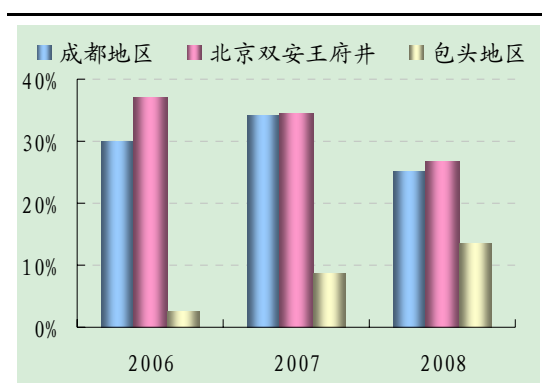
图 7：公司历年新开门店数量（96-08 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

公司在北京、成都、包头、长沙、广州、洛阳地区门店盈利能力较强，其中北京地区、成都地区、包头地区是公司主要的盈利来源，08 年净利润分别占公司净利润的 62%、25%、14%。近年来，随着武汉、洛阳、长沙、包头地区门店盈利的提升，包头地区净利润贡献有所上升，而成都地区、北京双安王府井的净利润贡献有所下降。由于重庆、南宁、乌鲁木齐地区门店连续亏损，公司将股权转让给了盈利良好的成都王府井子公司。

图 8：各地区净利润 / 公司净利润（06-08 年）



数据来源：上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

2.2. 异地扩张能力是公司的核心竞争力

目前，公司共有 12 家异地百货门店，异地门店的平均培育期为 4 年，略高于行业内同地区连锁百货的平均培育期（2-3 年），回顾公司异地扩张历程，我们认为公司的异地扩张能力是国内任何一家百货公司无法与之媲美的：包头地区门店 02 年开业 03 年开始实现盈利；呼和浩特、武汉均于 4 年后开始盈利；广州、成都地区（成都除 03、04 年亏损外）开始营业至今均盈利较高；长沙、洛阳、西宁地区盈利能力均有较大幅度提升。

公司的风险点也在于异地扩张门店的培育期较长、当地消费者认可度可能导致门店经营成功的概率低于本地扩张：如公司在重庆、西宁、乌鲁木齐门店 4 年后依然无法盈利，贵州、石家庄门店曾关闭。

表 1: 公司 16 家百货门店盈利情况 (01-08 年)

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
北京海文	(153)	(178)	(187)	(164)	(206)	(188)	(110)	366
北京双安商场	912	2,552	3,468	5,044	5,285	7,206	9,177	9,164
北京长安商场						550	2,888	2,503
包头 (2 家)			11	508	945	529	2,320	4,677
呼和浩特				(393)	(170)	(49)	(28)	233
成都	333	427	(984)	(2,355)	4,628	8,343	12,985	12,393
重庆 (2 家)			(240)	(686)	(922)	(886)	(950)	出售
广州	946	1,098	1,231	1,916	1,717	2,188	3,441	2,281
武汉		209	(214)	(404)	(1,372)	(438)	120	296
南宁				(285)	(1,568)	(2,211)	(11,388)	出售
长沙				(391)	(661)	943	1,453	2,180
洛阳				(468)	350	505	1,224	1,910
西宁店						-690.43	5	1,641
乌鲁木齐店						-719	(1,731)	出售

数据来源: 上市公司公开信息、国泰君安证券销售交易总部

3. 未来经营展望

受行业增速下滑影响, 09 年公司原有的成都店、北京百货大楼、北京双安商场盈利增速可能减缓, 公司新增盈利点主要来自武汉店、西宁店、洛阳店、包头店。由于公司 100%控股的南宁店、乌鲁木齐店、重庆店一直亏损, 08 年公司将这三家门店的股权出售给成都王府井, 由于公司仅控股成都王府井 70%股权, 因此 09 年该部分并表亏损将减少。

09 年, 公司预计新开业门店 4-6 家, 目前已确定的待开门店包括: 北京市百货大楼新馆、兰州、太原、昆明店, 受开店费用增加因素影响, 09 年公司营业费用将有较大幅度增加。

4. 盈利预测和投资建议

我们看好公司的异地扩张能力, 尽管市场认为主力门店成都店盈利增速放缓将影响公司短期成长性, 但我们相信随着异地扩张步伐的加快, 公司将不断有新的盈利增长点。但短期受到行业增速下滑影响, 公司增速也有所下降, 预计 09、10 年归属于母公司的净利润增速为 13.7%、17.7%, EPS 为 1、1.17 元, 按百货行业平均估值给予 09 年 25 倍 PE, 目标价 25 元, 给予“增持”评级。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com