

2009-06-15

百货商店

王府井 600859.SH

首次评级

增持

当前价格	27.10 元
目标价格	32.40 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

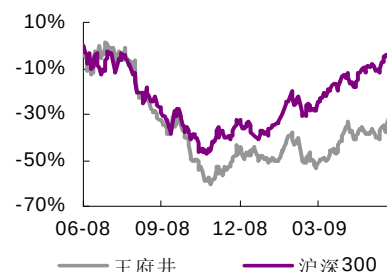
021-22169127

huangzg@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	393
总市值(百万元)	10,649
流通比例(%)	50.48%
12 个月最高/最低(元)	41.00/14.79
近 3 月日均成交量(百万股)	5.25
主要股东	北京王府井 国际商业发 展有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.00	18.58	-24.90
绝对收益	16.22	53.08	-25.34

相关报告:

受益百货行业回暖的龙头

◇ 报告起因: 动态跟踪

◇ 潜在催化因素: 经营数据超预期, 转债转股

◆ 连锁百货将面临更有利的发展环境:

1. 从过去 10 年来看, 连锁百货有更快的增速和更大的发展空间。在具备了连锁扩张管理经验和品牌资源的核心优势后, 连锁百货将能够持续扩张提升市场份额。

2. 区域分割的代理商体系在逐步被百货商和品牌商的直营体系所取代。这将为百货店异地连锁扩张创造很大的便利。

◆ 公司零售网点全国布局, 次新店业绩增速快:

目前公司拥有零售网点 17 家, 和百盛的 44 家和香港新世界 33 家门店的规模相比仍有差距, 但是从销售规模和单店产出来看, 08 年 100 亿的销售额在行业内领先。

公司次新门店都保持了较快的盈利增长, 未来在新门店持续盈利增长和成熟门店逐步受益于行业回暖的背景下, 公司业绩有望步入另一个快速成长期。

◆ 毛利率回升, 销售增速回暖趋势明显:

在一季度毛利回暖的基础上, 二季度王府井的销售增速也将回暖, 从而推动业绩的明显好转。从公司 4-5 月的销售情况来看, 销售增速确实明显回暖, 并在 5 月份达到两位数, 明显好于一季度的零增长。

◆ 09 年后非经常性亏损有望大幅减少, 助推公司业绩:

08 年收购的王府井大厦因承担较大债务利息和折旧, 加上拆除装修导致营业外支出增加 3700 万元, 亏损 6600 万元。公司控股 66.67% 的股票投资公司北京恒和 08 年亏损了 2400 万。这部分非经常性亏损将大幅减少, 对业绩产生积极影响。

◆ 可转债的发行将降低财务成本并提升公司业绩动力:

公司计划发行 8.2 亿的可转债, 来置换之前收购北厦所支付的资金, 这将降低公司的财务成本。而可转债发行六个月后进入转股期, 参照其他可转债的历史情况, 我们预计公司会有业绩动力来使得可转债尽快转股。

◆ 盈利预测和投资评级:

我们主要看好公司较好的全国性门店网络, 连锁经营管理能力, 比较均衡的销售布局以及几大核心门店较强的盈利能力。在未来行业向好的趋势下, 业绩有望快速增长。预计 09-11 年公司的每股收益可以达到 1.07 元、1.42 元和 1.69 元, 考虑到公司连锁规模和管理上的溢价能力, 给予 09 年 30 倍 PE, 目标价格 32 元, 增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8,936	10,174	11,101	13,034	14,527
营业收入增长率	37.58%	13.85%	9.11%	17.41%	11.46%
净利润(百万元)	266	344	422	559	663
净利润增长率	37.11%	29.22%	22.67%	32.45%	18.60%
EPS(元)	0.68	0.88	1.07	1.42	1.69
ROE	8.84%	17.39%	17.69%	18.87%	18.25%
P/E	40	31	25	19	16
P/B	3	5	4	3	3

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

连锁百货将面临更有利的发展环境

虽然我们目前仍然可以看到很多独立和区域性的百货店保持了良好的发展态势，但是从未来成长空间来看，连锁百货无疑是市场的赢家，他们将随着百货业整合的趋势获得更大的发展。

1. 从过去 10 年的历史来看，连锁百货有更快的增速和更大的发展空间

中国最大的百货企业百盛集团是连锁化扩张的典范，1994 年进入中国后，经过 14 年的发展，百盛目前拥有连锁门店超过 40 家。营业额超过了 100 亿。王府井也达到 17 家的连锁规模和 100 亿的销售额，比其他单体或者是区域性小百货的规模要大得多。

在具备了连锁扩张的管理经验和品牌资源的核心优势后，连锁百货将能够持续扩张提升市场份额。

2. 区域分割的代理商体系在逐步被百货商和品牌商的直营体系所取代。

此前受到品牌代理商地区分割的影响，百货异地扩张在招商上面临着困难。百货商在一个地方的规模优势无法转化为新入区域的谈判优势。

随着折扣和促销力度加大，流通环节的利润压力加大，代理商盈利空间减少。另外代理商经营品牌在货品款式保障和供货及时性上都打折扣。百货商更倾向于转向品牌商供货。

随着百货商和品牌商直营占比的上升，区域分割代理的问题有望得到缓解。我们从一些门店了解到，代理商模式的占比已经从 50% 以上，下降到 40%。趋势来看，品牌商的直接供货模式的占比将进一步扩大。这将为百货店异地连锁扩张创造很大的便利。

公司零售网点全国布局，次新店业绩增速快

目前公司拥有零售网点 17 家，和百盛的 44 家和新世界 33 家门店的规模相比仍有差距，这与过去几年公司发展相对谨慎有关，但是从销售规模和单店产出来看，公司 08 年 100 亿的销售额在行业内领先。

公司在 07 年并没有主力店开出，只新增了乌鲁木齐店和北京百货大楼 2 万平米面积。在 08 年公司也只开出了包头二店和扩建成都店 9000 平米。收购的北厦资产并未在 08 年投入运营，整体扩张速度较慢。

09 年公司将开出四家大型门店，其中包括太原，昆明，北京和兰州，将增加建筑面积二十多万平方米。目前北厦和太原店已经投入运营，意味着公司在行业景气下降时期加快了扩张步伐，将更加受益于未来行业转暖。

表 1：子公司经营业绩比较

子公司名称	控股比例		净利润（元）	
	直接	间接	2008 年	2007 年
北京双安商场有限责任公司	80	20	91,642,332	91,765,647
成都王府井百货有限公司	40	30	123,932,240	129,849,270
广州王府井百货大楼有限责任公司	90	10	22,810,899	34,407,128
武汉王府井百货有限责任公司	80	20	2,964,705	1,204,644
包头王府井百货有限责任公司	80	20	46,767,411	23,204,194
长沙王府井百货有限责任公司	80	20	21,801,890	14,534,449
呼和浩特王府井百货有限责任公司	80	20	2,325,796	(284,799)
洛阳王府井百货有限责任公司	80	20	19,104,247	12,237,206
江苏王府井投资有限责任公司	90	10	(382,602)	1,294,912
西宁王府井百货有限责任公司	100		16,408,653	54,785
北京长安商场有限责任公司	100		25,034,591	28,883,939
北京新商广告发展有限责任公司	80	20	123	42,828
匈牙利埃利克公司	100		(346,909)	0
深圳市王府井进出口贸易有限公司	90	10	(8,538,033)	(6,838,682)
北京宏业房地产开发有限责任公司	80	20	4,558,963	7,132,569
北京海文王府井百货有限责任公司	60		3,656,246	(1,099,203)
北京恒和投资发展有限公司	66.76		(24,175,519)	6,286,771
北京王府井百货商业物业管理有限公司	100		(1,300,963)	
北京王府井大厦有限公司	100		(66,332,678)	
北京王府井洋华堂商业有限公司	40		(20,997,301)	(9,620,140)
柒-拾壹（北京）有限公司	25		1,305,577	(7,952,101)

子公司来看，公司百货经营业务保持了良好的增长，而一些非百货业务则出现了较大的亏损。其中恒和公司的股票投资损失和洋华堂的经营亏损都对业绩产生负面影响。

表 2 各门店经营数据

门店名	开业时间	经营面积	2008 年销售额估算(万元)
北京百货大楼	1955 年 9 月	18,000	130,000
长安商场	1990 年 5 月	20,490	60,000
成都	1992 年 11 月	30,000	170,000
武汉	1992 年 11 月	27,000	50,000
双安商场	1994 年 8 月	21,000	123,931
广州	1996 年 7 月	18,000	70,000
东安市场	1998 年	12,800	33,000
包头 1 店	2002 年 12 月	27,000	70,000
重庆 1 店	2003 年	27,000	30,000
呼和浩特	2004 年 12 月	30,000	25,000
长沙	2004 年 12 月	50,000	80,000

洛阳	2004 年 12 月	29,000	50,000
西宁店	2006 年 11 月	28,000	37,972
重庆 2 店	2006 年 1 月	30,000	30,000
乌鲁木齐店	2007 年 3 月	30,000	23,082
包头 2 店	2008 年 4 月	30,000	15,000
太原	2009 年 4 月	84,000	
兰州	2009 年 9 月	40,000	
昆明	2009 年年底	40,000	

从公司门店扩张的历史来看，在 1998 年到 2004 年这段零售百货业低谷期，公司并没有进行有力的扩张，只收购了一家门店，新开 2 家门店，错失了一些良机。到了 2004 年公司加快了扩展的步伐。

从主要门店和其它业务单元盈利能力对比来看，公司次新门店都保持了较快的盈利增长，而成熟店除了广州王府井下降比较明显外，成都王府井（扣除 07 年亏损的乌鲁木齐，南宁和重庆门店）实现了正增长，双安商城和长安商场业绩也只是略有下滑。在 07 年一次性计提南宁门店预计负债后，公司门店结构和盈利状况都显著改善。

未来在新门店持续盈利增长和成熟门店逐步受益于行业回暖的背景下，公司业绩有望步入另一个快速成长期。

毛利率回升，销售增速回暖趋势明显

从 08 年四季度公司经营数据可以看出，销售增速下滑和毛利率下降是导致公司业绩下滑的主要原因。四季度销售收入同比持平，毛利率环比和同比分别下降 3.3 和 1.2 个百分点。体现了大力度折扣促销的较大影响。与整个行业趋势相符。

一季度公司的主营收入增长仍然比较乏力，略降 0.6%，毛利率环比上升 2.2 个百分点，同比上升 0.53 个百分点。

我们认为在一定程度上毛利率下降先于销售增速下降，主要原因是供应商和百货零售商在感觉到销售和现金流压力的时候，会及时进行打折促销来应对。这会促进销售，但直接降低毛利率。

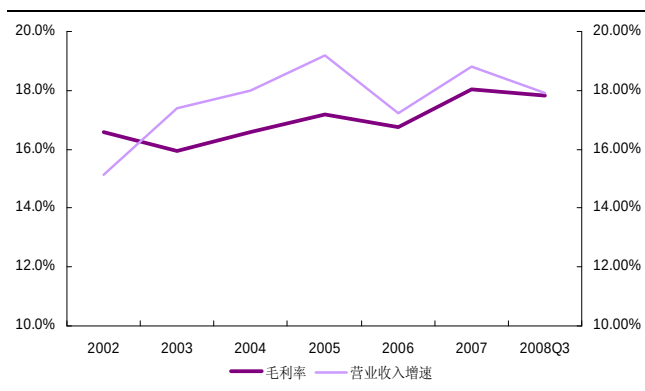
在经济和消费回暖的过程中，这样的趋势刚好相反，供应商和百货商感觉消费回暖的时候首先会减少打折促销来弥补之前增收不增利的状况。而消费者在行业回暖过程中也会逐步接受更高的价格，同时消费量也逐步回升。

所以我们推断在一季度毛利回暖的基础上，二季度王府井的销售增速将回暖，从而推动业绩的明显好转。

从公司 4-5 月的销售情况来看，销售收入增速确实明显回暖，并在 5 月份额达到两位数。

图 1：毛利率和营收变动趋势一致

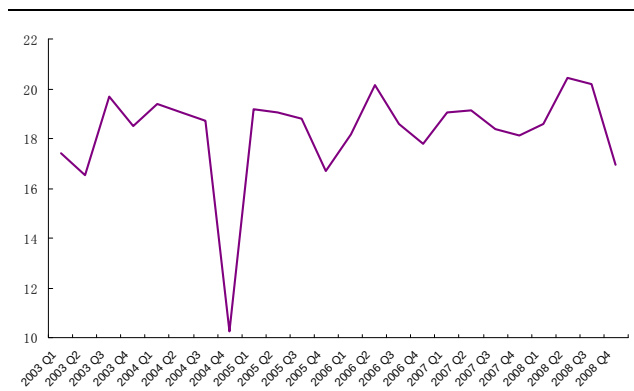
25 家百货企业毛利率和营业收入增速趋势



资料来源：光大证券研究所

图 2：08 年四季度毛利率显著下滑

王府井分季度毛利率变化



资料来源：光大证券研究所

09 年后非经常性亏损有望大幅减少，助推公司业绩

07 年公司因为计提南宁店的预计负债，导致费用增加了 7600 万。08 年收购的王府井大厦尚未投入运营并承担较大债务利息和折旧，加上拆除装修导致营业外支出增加 3700 万元，亏损 6600 万元。

公司控股 66.67% 的股票投资公司北京恒和在 08 年亏损了 2400 万。而王府井洋华堂的亏损在 08 年进一步扩大。这些都是导致公司净利润率显著低于百盛，金鹰等行业内优秀公司的原因。

预计 09 年后非经常性亏损将大幅减少，对业绩产生积极影响。

可转债的发行将降低财务成本并提升公司业绩动力

公司计划发行 8.2 亿的可转债，来置换之前收购北厦所支付的资金，这将降低公司的财务成本。

而可转债发行六个月后进入转股期，参照其他可转债的历史情况，我们预计公司会有业绩动力来使得可转债尽快转股。

10 年增长迅速，给予增持评级

公司现有门店在 09 年业绩会有较好的增长，主要考虑到 08 年地震和奥运对北京和成都地区的门店有一定的负面影响。

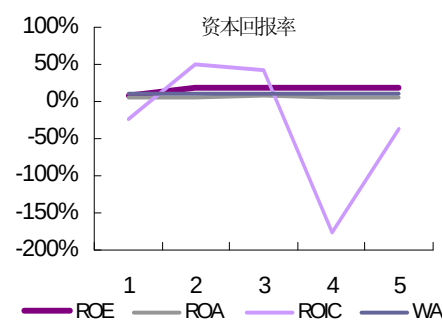
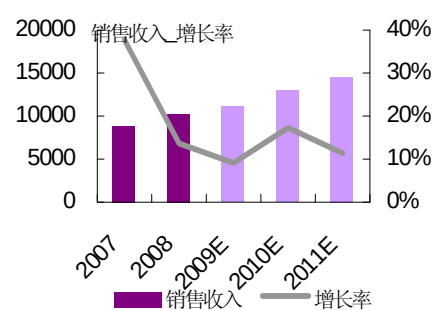
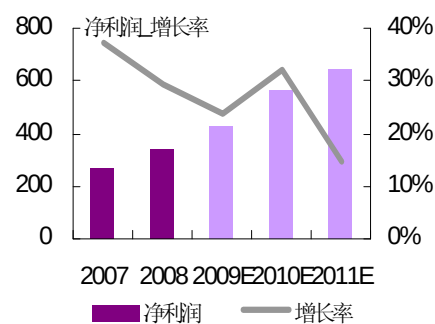
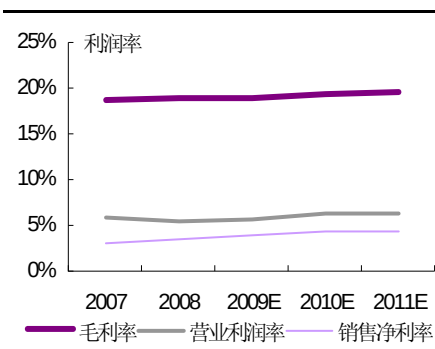
公司新增 3 家门店，目前太原店已经开出，北厦也投入运营，下半年兰州和昆明店有望投入运营。我们预计这些新投入运营的门店将在 09 年产生 5000 万的亏损。

08 年较大的非经常性损失在 09 年可能不会再有，这会对净利润产生较大影响。大致估计这部分税前金额在 4000-5000 万。考虑到公司拟发行

总额不超过 8.21 亿元的公司债券，估计可以降低财务费用 2000 万元。这两部分大致可以使公司净利润增加 3500 万左右，相当于 08 年的 10%。

我们主要看好公司较好的全国性门店网络，连锁经营管理能力，比较均衡的销售布局以及几大核心门店较强的盈利能力。在未来行业向好的趋势下，业绩有望快速增长。预计 09-11 年公司的每股收益可以达到 1.07 元、1.42 元和 1.69 元，考虑到公司连锁规模和管理上的溢价能力，给予 09 年 30 倍 PE，目标价格 32 元，增持评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,936	10,174	11,101	13,034	14,527
营业成本	7,270	8,248	8,999	10,518	11,694
EBITDA	468	550	787	994	1,153
折旧和摊销	137	157	178	198	218
销售费用	756	831	921	1,069	1,191
管理费用	300	403	433	495	538
财务费用	24	40	32	25	46
公允价值变动损益	-1	-4	0	0	0
投资收益	9	-2	5	5	5
营业利润	524	550	618	811	930
利润总额	266	344	618	811	930
少数股东损益	11	28	38	46	52
归属母公司净利润	266.24	344.04	425.79	562.72	644.90

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	6,502	6,187	6,875	9,261	11,701
流动资产	2,255	1,765	2,737	4,828	6,994
货币资金	1,607	1,112	1,860	3,920	5,993
交易型金融资产	32	11	11	11	11
应收帐款	79	77	83	98	109
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	157	62	62	62	62
存货	294	286	360	421	468
可供出售投资	2,145	419	1	1	1
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	474	87	89	91	93
固定资产	770	2,247	2,591	2,887	3,171
无形资产	320	1,106	1,051	996	940
总负债	3,359	4,047	4,864	6,641	8,384
无息负债	3,269	3,257	4,264	5,741	7,284
有息负债	90	790	600	900	1,100
股东权益	3,142	2,140	2,604	3,212	3,909
股本	393	393	393	393	393
公积金	2,508	1,287	1,378	1,483	1,597
未分配利润	193	442	798	1,270	1,810
少数股东权益	65	87	125	171	223

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	782	828	1,474	2,246	2,376
净利润	266	344	426	563	645
折旧摊销	137	157	178	198	218
净营运资金增加	253	-1,616	432	601	1,214
其他	126	1,943	438	884	298
投资活动产生现金流	-226	-1,369	-498	-448	-448
净资本支出	1,876	621	739	642	643
长期投资变化	0	87	0	0	0
其他资产变化	-2,102	-2,077	-1,237	-1,090	-1,091
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	700	-190	300	200
其它长期负债变化	2,836	-12	1,007	1,477	1,543
净现金流	354	-494	748	2,060	2,072

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	37.58%	13.85%	9.11%	17.41%	11.46%
净利润增长率	37.11%	29.22%	23.76%	32.16%	14.60%
EBITDA 增长率	24.84%	17.63%	42.96%	26.33%	15.99%
EBIT 增长率	25.10%	17.63%	18.09%	28.71%	16.60%
EPS 增长率	37.11%	29.22%	23.76%	32.16%	14.60%
估值指标					
PE	40	31	25	19	17
PB	3	5	4	3	3
EV/EBITDA	20	18	12	7	5
EV/EBIT	20	18	14	9	6
EV/NAPLAT	20	19	19	12	7
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	-7	13	10	-27	-4
盈利能力 (%)					
毛利率	18.65%	18.93%	18.93%	19.30%	19.50%
EBITDA 率	5.24%	5.41%	7.09%	7.63%	7.94%
EBIT 率	5.24%	5.41%	5.86%	6.42%	6.71%
税前净利润率	4.97%	5.01%	5.57%	6.22%	6.40%
税后净利润率	2.98%	3.38%	3.84%	4.32%	4.44%
ROA	4.27%	6.02%	6.75%	6.57%	5.96%
ROE	8.84%	17.39%	17.81%	18.94%	17.84%
ROIC	-36.23%	69.05%	55.00%	-234.60%	-50.65%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.48	-0.29	-0.60	-1.03	-1.33
资产负债率	51.67%	65.41%	65.14%	67.40%	68.20%
流动比率	0.80	0.45	0.61	0.81	0.93
速动比率	0.69	0.37	0.53	0.74	0.87
每股指标					
EPS	0.68	0.88	1.08	1.43	1.64
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	2.11	3.75	5.72	6.05
每股净资产	8.00	5.45	6.63	8.17	9.95
每股销售收入	22.74	25.89	28.25	33.17	36.97
每股 EBITDA	1.19	1.40	2.00	2.53	2.93

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

黄志刚，北京大学经济学硕士、对外经济贸易大学经济学学士；2004 年 7 月加入宝洁公司客户生意发展部负责重点零售客户管理，2007 年 6 月加盟光大证券研究所负责商业零售行业研究。

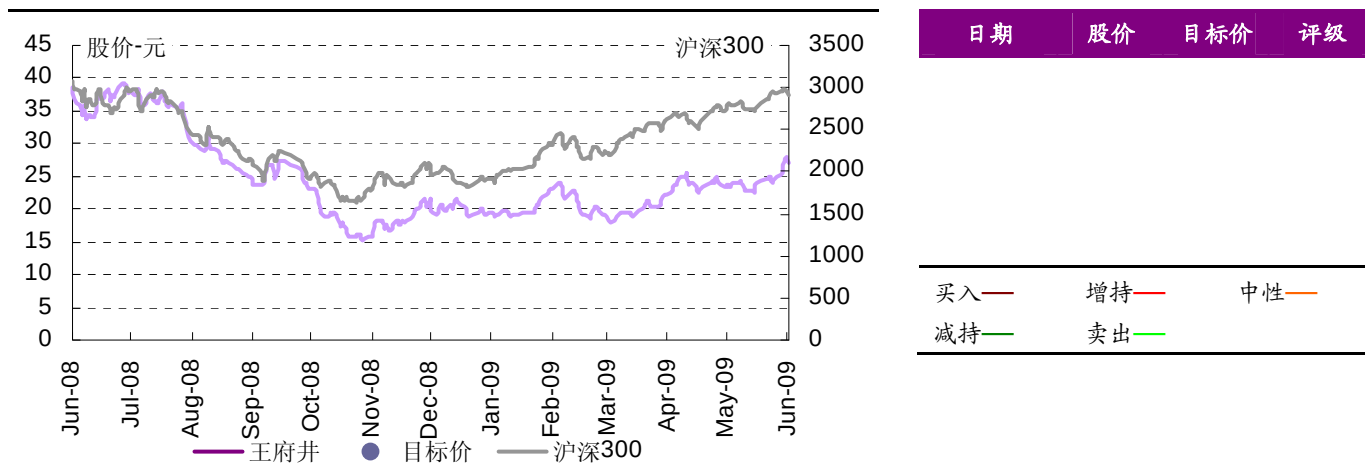
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

王府井（600859）

分析师：黄志刚



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。