

百货零售

兰飞燕 S0960200010019

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

王府井

600859

推荐

百货大楼新馆是未来3年重要利润增长点

4月2日公布2009年业绩：实现营业收入110.99亿元，同比增长9.09%；实现归属母公司净利润3.84亿元，同比增长11.71%。

投资要点：

6-12个月目标价：37.00元

当前股价：32.64元

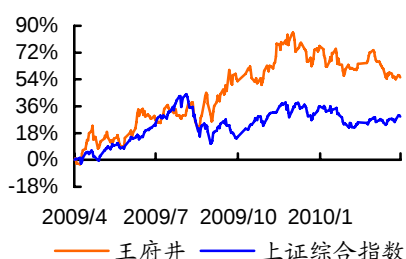
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3147.42
总股本(百万)	393
流通股本(百万)	393
流通市值(亿)	128
EPS (TTM)	0.92
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	-10.11	0.00	0.00
上证综合指数	1.93	0.00	0.00



相关报告

《王府井-可转债发行将缓解公司财务压力》2009-8-27

《王府井-扩张稳健、管理优秀》2009-4-6

- **收入增速逐季好转。**报告期公司收入同比增长了9.09%，基本符合预期。分季度看：第1季度-第4季度的同比增速分别为-0.6%、7.56%、7.13%、22.88%，总体呈现前低后高；第4季度实现收入32.63亿、同比增22.88%，主要由于促销力度较大，受此影响，第4季度的综合毛利率16.69%，环比下降了2.44个百分点。
- **门店扩张有序进行。**2009年公司新开4家门店：百货大楼新馆（1月）、太原王府井（5月）、兰州店（8月）、昆明店（购物中心业态，9月），为公司增加了20万平方米的经营建筑面积，同时在北京、成都、鄂尔多斯等地签署了新项目。预计，公司2010年新开门店4-6家。
- **主力门店盈利表现。**2009年母公司门店（包括百货大楼、东安商场）实现收入15.59亿元、同比下滑了6%；双安商场盈利8527万元、同比下滑6.95%；成都店盈利1.11亿元、下滑10%。总体看，2009年表现较好的门店是处于成长期的西宁店（盈利4106.87万元、同比增长150%）、长沙店（盈利2703.59万元、同比增长23.99%）、包头店（净利5755.52万元，同比增长23%），而表现一般的门店主要是北京、广州、武汉等一线城市的门店。
- **主要财务指标分析。**报告期公司综合毛利率18.68%，较上年同期的18.93%略为下滑了0.25个百分点，三项目费用率为13.19%，同比增加了1.67个百分点。2010年随着消费环境的好转、公司打折促销力度将减小，随着公司可转债筹集约8.21亿资金的到位、公司资金紧张情况将缓解，因此，毛利、费用情况在2010年将有所好转。另外，公司报告期出售北辰实业股权为公司贡献收益约3000万元。
- **未来主要利润增长点。**（1）百货大楼新楼（整体经营调整预计2010年9月完成，预计2-3年内达到目前百货大楼的平销比，为公司新增约12亿元收入）；（2）包头、洛阳、西宁等成长型门店增长；（3）成熟门店的内生增长。
- **盈利预测及投资建议：**预计2010-2012年EPS为1.23、1.58、2.03元。公司是全国连锁的国内百货业代表公司、未来扩张空间大，其管理优秀、扩张稳健、品牌影响力及招商能力强，推荐评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11099	12264	14901	18298
同比(%)	9%	11%	22%	23%
归属母公司净利润(百万元)	384	485	620	799
同比(%)	12%	26%	28%	29%
毛利率(%)	18.7%	18.9%	19.1%	19.4%
ROE(%)	13.6%	14.6%	16.0%	17.3%
每股收益(元)	0.98	1.23	1.58	2.03
P/E	33.37	26.45	20.70	16.06
P/B	4.53	3.87	3.31	2.78
EV/EBITDA	14	11	9	7

资料来源：中投证券研究所

图表：分季度财务指标

	2009. 4Q	2009 . 3Q	2009 . 2Q	2009 . 1Q	2008 . 4Q	2008 . 3Q	2008 . 2Q	2008 . 1Q
营业总收入(万元)	326,353.32	256,545.26	233,492.10	293,491.59	239,476.96	217,090.30	295,270.3	326,353.32
营业成本(万元)	271,871.11	207,466.10	185,939.11	237,342.36	191,103.87	172,733.50	240,356.6	271,871.11
税金附加(万元)	4,039.51	3,309.05	2,218.04	2,602.06	2,237.42	1,586.55	2,311.57	4,039.51
销售费用(万元)	26,452.98	24,766.43	23,246.87	24,447.63	27,378.13	22,678.81	23,409.67	26,452.98
管理费用(万元)	9,698.71	9,734.09	8,790.67	12,441.15	8,457.37	6,620.86	11,810.41	9,698.71
财务费用(万元)	1,083.38	2,047.36	1,606.39	2,075.28	1,410.96	-599.79	1,854.42	1,083.38
加：营业外收入(万元)	540.42	388.93	49.41	20.12	243.3	-0.8	189.84	540.42
减：营业外支出(万元)	225.61	102.69	115.5	64.94	86.48	288.2	436.29	225.61
净利润(万元)	11,481.32	7,163.02	11,472.10	11,866.05	6,689.82	10,193.57	11,850.27	11,481.32
母公司净利润(万元)	11,108.82	6,548.58	10,683.46	10,092.38	5,760.34	9,234.86	10,657.68	11,108.82
综合毛利率	16.69%	19.13%	20.37%	19.13%	20.20%	20.43%	18.60%	16.69%
销售费用率	8.11%	9.65%	9.96%	8.33%	11.43%	10.45%	7.93%	8.11%
管理费用率	2.97%	3.79%	3.76%	4.24%	3.53%	3.05%	4.00%	2.97%
财务费用率	0.33%	0.80%	0.69%	0.71%	0.59%	-0.28%	0.63%	0.33%
净利率	3.40%	2.55%	4.58%	3.44%	2.41%	4.25%	3.61%	3.40%

资料来源：公司报表

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2542	2699	2996	4265
现金	1860	1927	2067	3127
应收账款	68	86	101	123
其它应收款	97	113	127	161
预付账款	213	224	283	342
存货	305	350	418	512
其他	0	0	0	0
非流动资产	4871	5338	6350	6672
长期投资	117	166	136	143
固定资产	2246	2510	2660	2799
无形资产	1107	1358	1606	1810
其他	1402	1305	1948	1920
资产总计	7413	8038	9346	10937
流动负债	3631	4022	4666	5423
短期借款	70	213	212	189
应付账款	1133	1195	1453	1788
其他	2428	2614	3002	3446
非流动负债	838	552	605	632
长期借款	0	0	0	0
其他	838	552	605	632
负债合计	4469	4574	5271	6056
少数股东权益	114	148	200	267
股本	393	393	393	393
资本公积	1493	1493	1493	1493
留存收益	944	1429	1988	2725
归属母公司股东权益	2831	3316	3875	4614
负债和股东权益	7413	8038	9346	10937

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	828	822	1413	1729
净利润	420	520	671	866
折旧摊销	181	209	234	253
财务费用	68	37	51	54
投资损失	-32	0	-5	-5
营运资金变动	196	8	450	542
其它	-5	48	12	18
投资活动现金流	-1369	-652	-1213	-539
资本支出	332	373	295	318
长期投资	30	-34	610	-44
其他	-1006	-313	-308	-264
筹资活动现金流	46	-103	-59	-131
短期借款	-420	143	-2	-23
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	472	0	0	0
其他	-6	-246	-58	-108
现金净增加额	-494	67	141	1059

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11099	12264	14901	18298
营业成本	9026	9946	12062	14758
营业税金及附加	122	115	147	184
营业费用	989	1042	1237	1532
管理费用	407	429	514	622
财务费用	68	37	51	54
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	1	2
投资净收益	32	0	5	5
营业利润	519	694	896	1156
营业外收入	10	9	9	9
营业外支出	5	10	10	10
利润总额	523	693	895	1155
所得税	104	173	224	289
净利润	420	520	671	866
少数股东损益	35	35	52	68
归属母公司净利润	384	485	620	799
EBITDA	768	940	1181	1463
EPS (元)	0.98	1.23	1.58	2.03

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9.1%	10.5%	21.5%	22.8%
营业利润	-5.8%	33.8%	29.1%	29.0%
归属于母公司净利润	11.7%	26.2%	27.8%	28.9%
获利能力				
毛利率	18.7%	18.9%	19.1%	19.4%
净利率	3.5%	4.0%	4.2%	4.4%
ROE	13.6%	14.6%	16.0%	17.3%
ROIC	60.8%	50.3%	68.0%	100.9%
偿债能力				
资产负债率	60.3%	56.9%	56.4%	55.4%
净负债比率				
流动比率	0.70	0.67	0.64	0.79
速动比率	0.61	0.58	0.55	0.69
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.59	1.71	1.80
应收账款周转率	122	125	127	129
应付账款周转率	8.81	8.55	9.11	9.11
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.23	1.58	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	2.09	3.60	4.40
每股净资产(最新摊薄)	7.20	8.44	9.86	11.74
估值比率				
P/E	33.37	26.45	20.70	16.06
P/B	4.53	3.87	3.31	2.78
EV/EBITDA	14	11	9	7

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