

百货零售



向涛

证书号: S0190209080152

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

王府井 (600859)

风景长宜放眼量

强烈推荐 (上调)

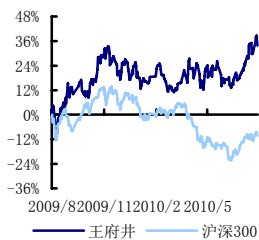
市场数据

报告日期	2010-8-22
收盘价(元)	38.85
52周最高/最低(元)	40.28/26.34
总股本(百万股)	392.97
流通股本(百万股)	392.97
总市值(百万元)	15267.02
流通市值(百万元)	15267.02
每股净资产(元)	7.23

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11099	13292	15691	18428
同比增长(%)	9.1%	19.8%	18.0%	17.4%
净利润(百万元)	384	485	642	787
同比增长(%)	11.7%	26.1%	32.5%	22.6%
毛利率(%)	18.7%	18.7%	18.9%	18.9%
净利率(%)	3.5%	3.6%	4.1%	4.3%
每股收益(元)	0.98	1.23	1.63	2.00
每股经营现金流(元)	2.97	2.80	3.77	4.33

股价走势



投资要点

事件:

公司发布 2010 年中报, 2010 年公司实现营业收入 67.40 亿元, 同比增长 27.9%, 实现营业利润 3.73 亿元, 同比增长 24.84%, 实现归属母公司净利润 2.44 亿元, 同比增长 17.23%, 扣除非经常性损益后归属母公司净利润 2.43 亿元, 同比增长 37.39%。基本每股收益 0.62 元。

相关报告

《09 年密集开店将影响短期业绩》2009-4-8

点评:

公司业绩符合预期, 我们上调公司投资评级至“强烈推荐”

- **上半年休养生息, 下半年重新开店。**截止 2010 年上半年公司共拥有门店 19 家, 建筑面积近 90 万平米。上半年公司没有新店开出, 今年下半年计划开出北京大钟寺店、大兴店以及湖南株洲店, 此外鄂尔多斯及西宁二店也已签约, 有望后续在年底或明年开出; 预计到年底公司门店总建筑面积将超过 100 万平米。
- **收入增长多点开花。**公司上半年收入同比大幅增长 27.9%。分季度看, 一季度增长 29.91%, 二季度 25.38%。分区域看, 西北、华北、西南、中南四地区收入增幅分别为 50%、32%、28%、15%, 增量来源于去年新开兰州、太原、王府井北馆以及昆明四店 (合计增加建筑面积近 20 万平米), 此外成熟门店中成都店、长沙店有显著增长; 我们自己的模型预测公司上半年同店收入增幅在 10% 左右。

- **毛利率分析。**上半年公司综合毛利率为 18.55%，同比下滑 1.13 个百分点，其中，零售主业综合毛利率为 16.62%，同比下降 0.97 个百分点；分季度看，一季度综合毛利率下降 0.83 个百分点到 18.30%，二季度下降 1.48 个百分点到 18.89%；我们预计西部地区尚处于培育期的部分新店拉低了平均毛利率水平，此外北京王府井百货南馆 3 月份开始停业装修一定程度上也对毛利率形成负面影响。
- **费用情况分析。**由于上半年没有新店开出，去年同期则有王府井大楼北馆以及太原王府井两个体量合计超过 10 万平米的大店开业，因此公司销售和管理费用率增速要低于收入增速，其中销售费用同比增长 17.01%，销售费率为 8.28%，同比下降 0.77 个百分点，管理费用同比下降 0.44%，管理费率为 3.14%，同比下降 0.89 个百分点；下半年公司拟新开三家门店，预计费用率环比会有所回升。财务费用方面，公司通过发行可转债成功降低财务费用支出，上半年公司财务费率 0.67%，同比下降 0.03 个百分点，合计约 4500 万财务费用中，有 3568 万属于金融手续费支出，同比增长近 40%，主要是刷卡消费引起。
- **成都王府井强势再现。**公司半年报中披露了各子公司门店净利润情况，由于去年同期数据没有公布，因此我们将之与各店去年全年净利润进行比较。其中，成都王府井上半年实现净利润 1.25 亿元（去年全年为 1.11 亿元），这意味着成都王府井仅用半年时间便实现了去年全年的净利润。目前公司持有成都王府井 70% 股份，重庆、乌鲁木齐、太原、兰州、昆明 5 家 6 个门店并表在成都王府井旗下核算，因此去年净利润较低有新开三家门店（太原、兰州、昆明）的负面因素。从我们目前了解情况看，成都王府井今年上半年取得净利润大幅增长，主要还是得益于成都店自身经营，5 家异地公司门店均处于亏损培育状态，我们预计其中重庆、乌鲁木齐店有一定程度减亏。
- **双安、长沙店利润同比有较大增长。**其余门店中，利润增幅较大的有双安商场（半年 5046 万元，去年全年 8527 万元）、长沙王府井（半年 2275 万元，去年全年 2704 万元）、武汉王府井（半年 501 万，去年全年 210 万）。下半年北京两家新店将作为双安商场子公司开业，故预计全年该店净利润同比不会有大的增长；我们预计长沙店今年营收有望达到 10-11 亿（去年同期为 8.4 亿元），净利润高速增长态势有望持续；此外，西宁、包头等店利润贡献度也在增加。
- **未来利润增长点众多且有序。**公司是目前 A 股市场网络布局最为完善的百货零售公司，且从门店布局和开业时间来看，未来利润增长点有序且众多。此前公司利润主要来自于北京王府井大楼、双安、长安商场、成都王府井等店；公司早期在东部广州、武汉等地布店由于受到位置和体量限制，未来预计利润提升空间有限；我们预计未来 2-3 年内，长沙、西宁、包头、重庆等次新区域门店为利润核心增长点，随后太原、兰州、昆明等新生代店有望依靠其大体量、购物中心模式接过利润增长的接力棒。值得一提的是，公司众多潜在利润点都在我国西北及西南重镇，有望分享未来国家中西部经济发展成果。

- **盈利预测和评级。**我们假设公司未来每年新开 3 家门店，新增营业面积 10 万平方米，暂不考虑可转债转股情况，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.23 元、1.63 元、2.00 元，对应动态 PE 分别为 32X、24X、19X，公司是目前国内 A 股市场布局最为完善的百货零售公司，未来利润增长点有序且众多，并有望最大程度分享中西部区域经济提速带来的成果，我们上调公司评级至“强烈推荐”。
- **投资风险。**部分新开门店体量较大，尚处于培育期，影响短期业绩增速。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2542	3735	5135	6735
货币资金	1860	2899	4154	5584
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	68	91	105	123
其他应收款	97	111	135	157
存货	305	368	433	509
非流动资产	4871	4456	4224	3988
可供出售金融资产	815	500	500	500
长期股权投资	117	116	116	116
投资性房地产	221	225	224	224
固定资产	2246	2154	2034	1899
在建工程	30	65	43	31
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1107	1077	1042	1007
资产总计	7413	8191	9358	10724
流动负债	3631	4028	4588	5245
短期借款	70	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1133	1298	1533	1812
其他	2428	2731	3055	3433
非流动负债	838	785	814	834
长期借款	0	0	0	0
其他	838	785	814	834
负债合计	4469	4813	5402	6079
股本	393	393	393	393
资本公积	1493	1493	1493	1493
未分配利润	711	1078	1574	2169
少数股东权益	114	180	262	356
股东权益合计	2944	3377	3956	4645
负债及权益合计	7413	8191	9358	10724

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	384	485	642	787
折旧和摊销	268	292	307	312
资产减值准备	6	4	11	11
无形资产摊销	109	115	125	125
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	68	-6	-18	-31
投资损失	-32	0	0	0
少数股东损益	35	66	82	94
营运资金的变动	-282	-346	-448	-529
经营活动产生现金流量	1118	1101	1482	1701
投资活动产生现金流量	-407	106	-129	-130
融资活动产生现金流量	211	-167	-97	-142
现金净变动	922	1040	1255	1429
现金的期初余额	1112	1860	2899	4154
现金的期末余额	2034	2899	4154	5584

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11099	13292	15691	18428
营业成本	9026	10802	12731	14950
营业税金及附加	122	146	168	200
销售费用	989	1150	1358	1581
管理费用	407	465	486	553
财务费用	68	74	67	59
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动	6	0	0	0
投资收益	32	0	0	0
营业利润	519	734	966	1175
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	523	734	966	1175
所得税	104	184	241	294
净利润	420	551	724	881
少数股东损益	35	66	82	94
归属母公司净利润	384	485	642	787
EPS (元)	0.98	1.23	1.63	2.00

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.1%	19.8%	18.0%	17.4%
营业利润增长率	-5.8%	41.6%	31.5%	21.6%
净利润增长率	11.7%	26.1%	32.5%	22.6%
盈利能力(%)				
毛利率	18.7%	18.7%	18.9%	18.9%
净利率	3.5%	3.6%	4.1%	4.3%
ROE	13.6%	15.2%	17.4%	18.4%

偿债能力(%)

资产负债率	60.3%	58.8%	57.7%	56.7%
流动比率	0.70	0.93	1.12	1.28
速动比率	0.61	0.83	1.02	1.18

营运能力(次)

资产周转率	163.2	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	12213.7	12934.7	12493.7	12617.7

每股资料 (元)

每股收益	0.98	1.23	1.63	2.00
每股经营现金	2.97	2.80	3.77	4.33
每股净资产	7.20	8.14	9.40	10.91

估值比率 (倍)

PE	39.7	31.5	23.8	19.4
PB	5.4	4.8	4.1	3.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。