



批零贸易业/可选消费品

王府井 (600859)

第三季度收入利润稳定增长

——王府井 (600859) 2010 年三季报点评

	刘冰	汪睿
	021-38676703	021-38674657
	liubing6168@gtjas.com	wangrui008182@gtjas.com
	S0880209110637	S0880110024644

本报告导读:

公司 2010 年第三季度收入 24%，净利润增 22%；预期 2010 年、2011 年扣除非经常性损益后净利润增速 30%，27%，每股收益 1.18 元、1.50 元，增持。

投资要点:

- 2010 年前三季度收入 99.3 亿元，同比增长 26.7%；归属上市公司股东净利润 3.24 亿元，同比增长 18.5%；对应 EPS0.82 元。
- 2010 年第三季度收入 31.9 亿元，同比增长 24.3%；归属上市公司股东净利润 8014 万元，同比增长 22.4%；对应 EPS0.20 元。公司第三季度收入增速略慢于前 2 季度 30%、25% 的水平，主要是由于 2009 年一、二季度基数相对较低所造成的。2010 年第三季度净利润增速 22%，低于上半年扣除非经常性损益后的净利润增速 37%，主要由于三季度开店较集中，影响了利润增速。2010 年下半年预计将新开门店 4 家：北京大兴王府井百货、北京大钟寺店第三季度开始试营业，株洲王府井百货、鄂尔多斯王府井百货在筹备期。
- 毛利率持平，销售费用率控制较好，管理费用率下降：公司第三季度毛利率 18.4%，基本与前两季度持平，但较去年 19.1% 的水平略有降低；公司第三季度销售费用 3.1 亿元，同比增长 24.9%，销售费用率 9.69%；管理费用 1 亿元，管理费用率 3.26%，下降 0.53 个百分点；财务费用 2241 万元，同比增长 9.5%。
- 预期每股收益 1.18 元、1.50 元。王府井作为连锁百货的成功经营者应该给予一定溢价。按照 2011 年 35 倍市盈率，给予一年目标价 49.70 元，“增持”评级。
- 值得注意的是，公司股价由于已触发公司可转债提前赎回的条件，2010 年 10 月 27 日是赎回登记日，28 日以后可转债将停止交易和转股。按公司三季报显示的当期剩余的 8.08 亿转债测算，假设全部转股，10 月份将新增 2424 万流通股，将会略微摊薄每股收益，按照新股本计算的 2010 年、2011 年预期每股收益为 1.10 元、1.41 元；另外以目前股价计算，公司市值增加超过 10 亿元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,174	11,099	13,347	15,407	17,198
(+/-)%	14%	9%	20%	15%	12%
经营利润 (EBIT)	597	548	659	838	987
(+/-)%	10%	-8%	20%	27%	18%
净利润	344	384	463	588	694
(+/-)%	29%	11.7%	20.4%	27%	18%
每股净收益 (元)	0.88	0.98	1.18	1.50	1.77
每股股利 (元)	0.20	0.30	0.35	0.45	0.53

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	5.9%	4.9%	4.9%	5.4%	5.7%
净资产收益率 (%)	16.8%	13.6%	14.7%	16.5%	17.1%
投入资本回报率 (%)	33.6%	47.4%	49.2%	53.7%	53.2%
EV/EBITDA	26.7	25.2	21.8	18.4	16.3
市盈率	45.5	40.7	33.8	26.6	22.5
股息率 (%)	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 49.70

上次预测: 49.70

当前价格: 43.55

2010.10.28

交易数据

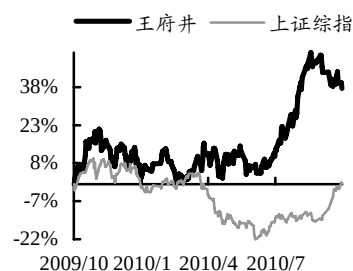
52 周内股价区间 (元)	31.01-50.00
总市值 (百万元)	17,114
总股本/流通 A 股 (百万股)	393/393
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,834
每股净资产	7.21
市净率	6.0
净负债率	23%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.26	0.36
Q2	0.27	0.26
Q3	0.17	0.20
Q4	0.28	0.36
全年	0.98	1.18

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	23%	40%
相对指数	-24%	5%	39%

相关报告

- 《上半年收入利润增长保持较好增长势...》
2010.08.20
- 《全国扩张型百货企业，未来稳健增长可...》
2010.07.13
- 《王府井公司 2010-06-25 调研提纲》
2010.06.18
- 《扩张步伐有序进行，奠定长期增长基础》
2010.04.06
- 《三季度淡季增长平淡，看好公司长期发...》
2009.10.30

模型更新时间: 2010.10.28

股票研究

可选消费品
批零贸易业

王府井 (600859)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 49.70

上次预测: 49.70

当前价格: 43.55

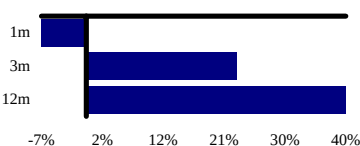
公司网址

www.wfj.com.cn

公司简介

公司是一家专注于百货业态的全国性连锁零售企业。前身是享誉中外的新中国第一店---北京市百货大楼, 创立于1955年。公司紧紧围绕“提升、发展”两大主题, 在全国积极推进百货连锁发展, 在华北、华南、西南等区域已开设了16家百货门店, 初步完成了主业连锁的战略布局, 在竞争中取得了相对的优势地位。公司目前已是国家商务部重点扶持的大型流通企业, 市场影响力日益扩大, 综合实力稳步提升。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

31.01-50.00

市值 (百万)

17,114

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	8,936	10,174	11,099	13,347	15,407	17,198
主营业务成本	7,270	8,248	9,026	10,867	12,512	13,915
税金及附加	73	93	122	146	169	189
主营业务利润	1,594	1,833	1,951	2,334	2,726	3,095
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	756	831	989	1,189	1,370	1,529
管理费用	300	403	407	489	518	579
EBIT	540	597	548	659	838	987
财务费用	24	40	68	30	41	47
营业利润	524	550	519	626	796	940
所得税	166	138	104	126	161	190
少数股东损益	11	28	35	43	54	64
净利润	266	344	384	463	588	694
资产负债表						
货币资金、短期投资	1,607	1,112	1,860	2,236	2,581	2,881
其他流动资产	2,239	1,754	2,524	3,029	3,459	3,859
长期投资	474	87	117	113	113	113
固定资产合计	867	2,350	2,276	2,895	3,608	4,249
无形及其他资产	472	1,279	1,382	1,243	1,140	1,061
资产合计	6,502	6,187	7,413	8,398	9,442	10,408
流动负债	2,836	3,962	3,631	4,249	4,827	5,242
长期负债	77	68	715	715	715	715
股东权益	3,077	2,053	2,831	3,155	3,566	4,052
投入资本(IC)	-949	1,368	939	1,082	1,262	1,499
现金流量表						
NOPLAT	374	459	445	533	677	797
折旧与摊销	147	60	101	139	103	79
流动资金增量	422	(25)	449	336	432	325
资本支出	(202)	(2,351)	(121)	(619)	(713)	(641)
自由现金流	742	(1,858)	874	390	498	560
经营现金流	859	456	1,007	1,010	1,218	1,209
投资现金流	1,001	(3,678)	288	(615)	(713)	(641)
融资现金流	(26)	583	(910)	(19)	(160)	(268)
现金流净增加额	1,834	(2,639)	385	377	345	300
财务指标						
成长性						
收入增长率	37.6%	13.9%	9.1%	20.3%	15.4%	11.6%
EBIT 增长率	140.2%	10.5%	-8.2%	20.3%	27.0%	17.8%
净利润增长率	37.1%	29.2%	11.7%	20.4%	27.1%	18.0%
利润率						
毛利率	18.6%	18.9%	18.7%	18.6%	18.8%	19.1%
EBIT 率	6.0%	5.9%	4.9%	4.9%	5.4%	5.7%
净利润率	3.0%	3.4%	3.5%	3.5%	3.8%	4.0%
收益率						
净资产收益率(ROE)	8.7%	16.8%	13.6%	14.7%	16.5%	17.1%
总资产收益率(ROA)	4.1%	5.6%	5.2%	5.5%	6.2%	6.7%
投入资本回报率(ROIC)	-39.4%	33.6%	47.4%	49.2%	53.7%	53.2%
运营能力						
存货周转天数	15.05	12.83	11.94	11.09	10.62	10.32
应收账款周转天数	2.82	2.80	2.37	2.12	2.22	2.25
总资产周转天数	234.21	227.60	223.63	216.20	211.32	210.64
净利润现金含量	322.79	132.48	261.91	218.33	207.10	174.20
资本支出/收入	-226%	-2311%	-109%	-464%	-463%	-373%
偿债能力						
资产负债率	51.7%	65.4%	60.3%	60.6%	60.0%	58.4%
净负债率	2.9%	9.3%	2.5%	7.0%	7.8%	6.6%
估值比率						
PE	58.8	45.5	40.7	33.8	26.6	22.5
PB	5.1	7.6	5.5	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	24.9	26.7	25.2	21.8	18.4	16.3
P/S	1.75	1.54	1.41	1.17	1.02	0.91
股息率	0.5%	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%

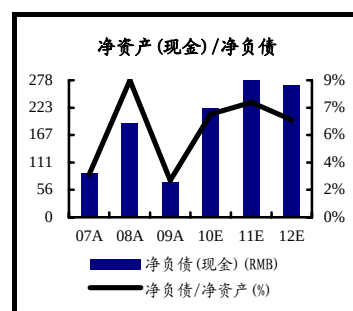
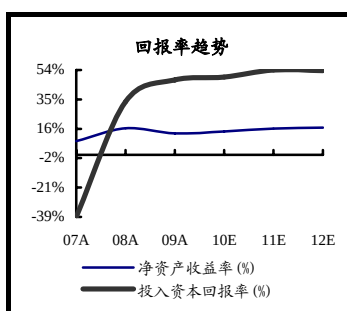
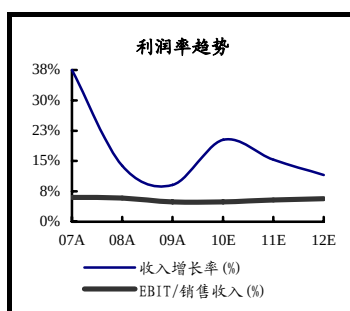
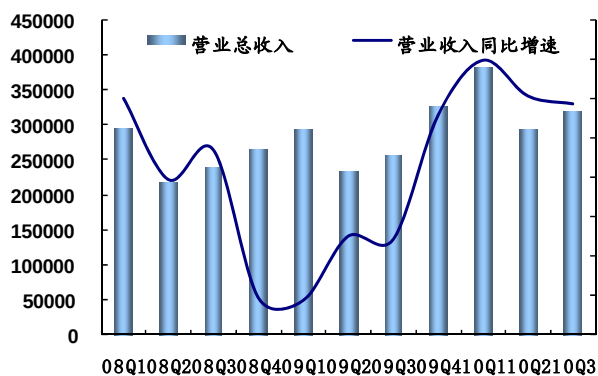
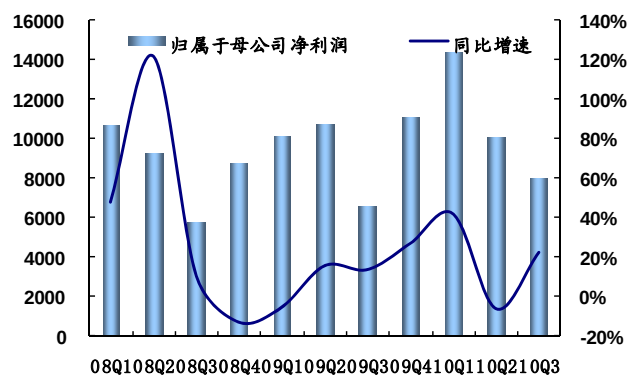


图 1: 公司第三季度收入同比增长 24.3%



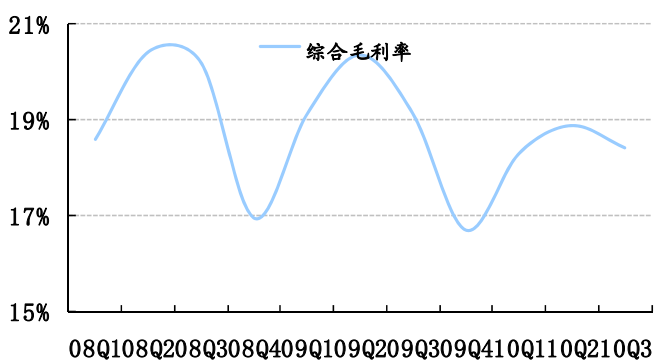
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司第三季度净利润同比增长 22.4%



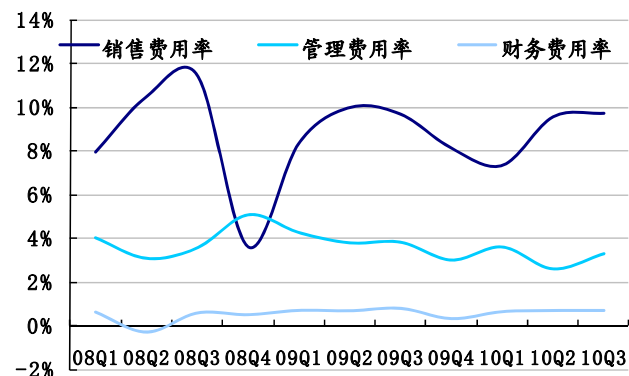
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 公司第三季度毛利率 18.4%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 第三季度三费率 13.7%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		