

王府井 (600859)

买入/维持评级

股价: RMB46.37

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000210070018

(0755)8208 0081

联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.hthsc.com.cn

相关研究

《扩张有序, 业绩稳健》

2010/10/27

《低谷扩张, 高峰受益》

2010/08/20

《业绩强势反弹》

2010/04/29

《高瞻远瞩为人先》

2010/04/02

《盈利状况好转, 转债发行获批》

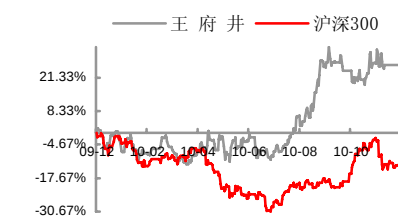
2009/10/29

《莫以一时论英雄》

基础数据

总股本 (百万股)	418
流通 A 股 (百万股)	418
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	19,366

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

百尺竿头, 更进一步

- 公司今日公告, 拟以 41.51 元/股向王府井国际及成都工投增发募集资金 18.59 亿元: 其中大股东王府井国际以现金 12.37 亿元认购 2980 万股, 成都工投以其持有的成都王府井 13.51% 股权作价认购 1500 万股。现金部分用于新开门店、门店装修改造、电子商务、信息系统升级及补充流动资金。
- 此次定增的方案不乏亮点: 1、获得 12.3 亿现金后王府井未来扩张更有保障、资金压力得到缓解; 2、姑且不论资金并不充裕的大股东 12.3 亿资金的来源, 但如此大手笔的支持充分说明其对王府井良好发展前景的认同。
- 公司通过增资扩股 (10 月 28 日完成, 当时未公告) 及此次定增后收得成都店 30% 少数股东权益, 由于并入成都店的培育期门店扭亏或增盈情况良好, 我们预计成都店全年净利润为 2.69 亿元, 则少数股东权益收回增加净利润约 8100 万元; 大股东增资的 12.3 亿元现金, 在最保守假设下也能产生约 3000 万元的财务收入。
- 根据静态模拟, 此次定增及前次并未公告的对王府井成都店增资两项事件一并增加公司净利润 1.11 亿元, 按债转股及定增增加后的新股本 4.62 亿股测算, 公司 10 年摊薄后 EPS=1.29 元。(假设定增年内完成且全年并表)
- 公司对行业周期的把握以及在门店扩张战略上的脚踏实地一直为资本市场称道, 公司在 09 年经济危机后市场低迷期新开的 4 家门店将成为利润贡献主力, 10 年新开的 4 家门店及明后两年募集资金计划项目使得公司店龄结构合理, 将短期业绩和长期发展更好的结合。
- 公司全国布点的模式摆脱了对单个区域的依赖, 但对门店经营能力提出更高要求, 公司历史上开店成功率极高, 目前 16 家成熟门店基本实现盈利; 在 A 股百货公司中公司周转率指标及非刚性费用占比均位居前列, 经营效率高、费用控制好。
- 根据债转股及定增完成后的新股本, 我们预计 10-12 年公司 EPS 分别为 1.29、1.70 和 2.20, 未来两年业绩复合增长率为 30.6%。买入评级!
- 风险提示: 培育期门店经营状况低于预期和门店提租压力。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11098.8	13678.8	16569.7	19805.7
(+/-%)	9.1	23.2	21.1	19.5
归属母公司净利润(百万元)	384.3	594.5	786.2	1017.9
(+/-%)	11.7	54.7	32.2	29.5
EPS(元)	0.92	1.29	1.70	2.20
P/E(倍)	50.4	36.1	27.3	21.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

百尺竿头，更进一步

公司今日公告，拟以 41.51 元/股向王府井国际及成都工投增发募集资金 18.59 亿元：其中大股东王府井国际以现金 12.37 亿元认购 2980 万股，成都工投以其持有的成都王府井 13.51% 股权作价认购 1500 万股。现金部分用于新开门店、门店装修改造、电子商务、信息系统升级及补充流动资金。

1、大股东现金参与彰显对公司前景的认同

姑且不论资金并不充裕的大股东王府井国际 12.3 亿资金的来源，但大手笔以现金参与定向增发，充分说明其对王府井良好发展前景的认同。

根据募投计划，12.3 亿元资金将主要用于新开 4 家门店、对 7 家老门店的装修改造、电子商务、信息系统升级及补充流动资金等。

我们预计王府井的资金状况将大为改善。保守测算，12.3 亿元现金带来的财务收入（以目前银行拆借利率 2.45% 测算）就达到 3000 万元；考虑到公司目前财务费用达 6762 万元（截止 3Q2010），此项资金带来的财务费用节省超过 6800 万元。

2、低价收购成都王府井店少数股东权益增厚业绩

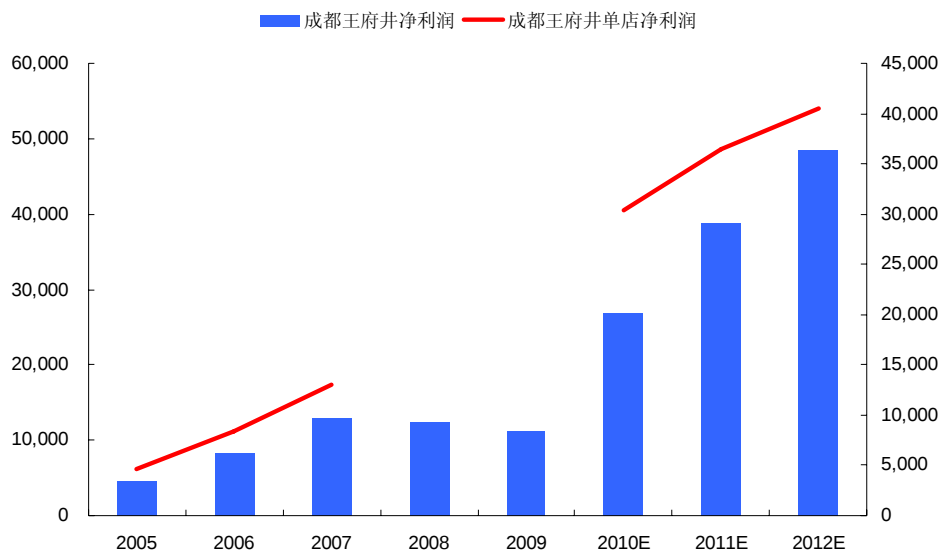
成都王府井子公司下辖公司在西南及部分西部地区新开门店。截止 2009 年底，成都王府井单店收入约 22 亿元，我们预计该店净利率超过 10%，贡献净利润在 2.2 亿元左右；并入重庆王府井一、二店，乌鲁木齐店、太原店、兰州店和昆明店等 6 家培育期门店后子公司总收入为 32.9 亿元，合并净利润约 1.1 亿元。公司持有成都王府井店 70% 权益。

2010 年 10 月 28 日，公司和成都工投共同对成都王府井子公司增资扩股，其中公司增资 2.88 亿元，成都工投增资 3540 万元，增资完成后公司持有成都王府井股权比例升至 86.49%；此次公司向成都工投定增 1500 万股收购剩余的 13.51% 股权，如此次收购完成后，成都王府井将成为公司全资子公司。

我们预计成都王府井 10-12 年净利润分别为 2.69、3.88 和 4.85 亿元，其中成都王府井单店净利润分别为 3.04、3.65 和 4.05 亿元；利润增长来自于新开培育期门店扭亏或增盈、以及成都王府井去年面积增加带来的业绩增长。则 2010 年公司收购少数股东权益后净利润增加 8070 万元。

我们模拟了定增年内完成且收购少数股东权益业绩全年并表情况下公司 2010 年业绩，此次定增及前次对王府井成都店增资两项事件一并增加公司净利润 1.11 亿元（8070 万元+3000 万元），按债转股及定增增加后的新股本 4.62 亿股测算，公司 10 年摊薄后 EPS=1.29 元。

图 1： 成都王府井净利润



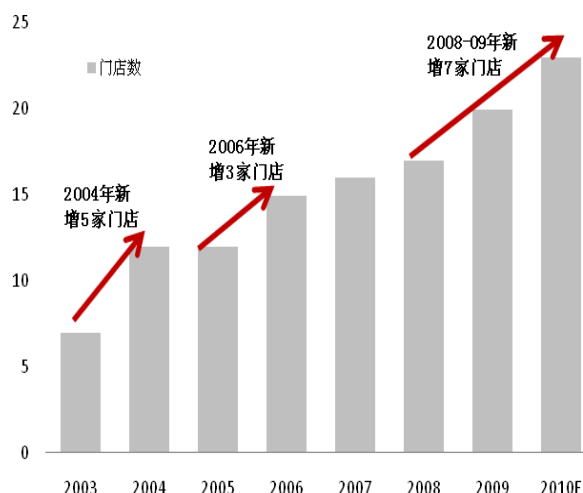
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

高瞻远瞩，稳健扩张

公司在百货发展战略上的高瞻远瞩一直为资本市场津津乐道。公司的伟大不仅在于第一个实现跨区域成功扩张，更在于对行业周期的理解和在拓展节奏上的游刃有余。

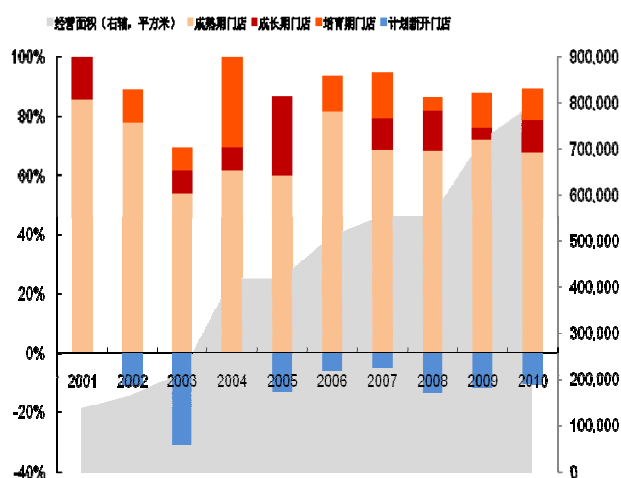
公司在 2005-2007 年商业物业租金和售价非理性大幅上升期降低扩张速度，并主要采取租赁模式；而在 08、09 年经济危机突然来袭、市场低迷的情况下大胆扩张，从而获取了低成本和地段良好的优质物业，这批门店将成为公司未来几年业绩快速增长的主力。

图 2： 公司近年来门店扩张数



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3： 公司门店店龄结构占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

随着今年以来零售竞争的加剧和物业成本的飞速上升，在此时点的扩张是许多具有远见零售企业的共识，公司此次定增计划及募投规划较好的平衡了短期业绩和企业长期发展。

表格 1：公司门店基本情况（截至 2010 年 11 月 30 日）

门店名称	经营面积 (平方米)	开业时间	控股比例	物业性质	09 年平销 (元/ 平方米)	目前状态	明年状态
百货大楼	50,580	1955.9	母公司	自有	53,231.19	成熟期	成熟期
东安商场	12,000	2005.9	分公司	租赁	23,671.67	成熟期	成熟期
东安商场	32,704	1990	100%	自有	21,107.88	成熟期	成熟期
双安商场	33,785	1994.8	80%	自有	37,144.11	成熟期	成熟期
广州店	17,000	1996.7	90%	租赁	36,091.18	成熟期	成熟期
武汉店	35,030	1998.1	80%	自有	9,311.16	成熟期	成熟期
成都店	44,000	1999.12	70%	自有	50,215.45	成熟期	成熟期
包头一店	29,095	2002.12	100%	租赁	32,053.62	成熟期	成熟期
重庆一店	47,691	2003.12	70%	租赁	12,209.22	成熟期	成熟期
南宁店	23,734	2004.5	80%	租赁	关闭		
长沙店	60,000	2004.12	100%	租赁	14,415.67	成熟期	成熟期
呼和浩特店	37,115	2004.12	100%	租赁	8,181.33	成熟期	成熟期
洛阳店	38,358	2004.12	100%	租赁	14,191.30	成熟期	成熟期
重庆二店	35,000	2006.1	70%	租赁	归入重庆一店	成熟期	成熟期
西宁店	25,905	2006.11	100%	租赁	21,696.97	成熟期	成熟期
乌鲁木齐店	30,000	2007.3	70%	租赁	7,922.00	成熟期	成熟期
包头二店	23,000	2008.4	100%	租赁	归入重庆二店	成熟期	成熟期
太原店	70,000	2009.5	70%	租赁	5,902.29	成长期	成熟期
兰州店	30,000	2009.8	70%	租赁	6,370.00	成长期	成长期
昆明店	34,299	2009.9	70%	租赁	6,524.97	成长期	成长期
大兴黄村店	32,000	2010.9 (试营业)	100%	租赁	-	培育期	成长期
大钟寺店	40,000	2010.9	100%	租赁	-	培育期	成长期
株洲店	3,200	2010.11	100%	租赁	-	培育期	培育期
西宁二店	24,000	2010.11 签约	100%	租赁	-	-	培育期
鄂尔多斯店	35,000	预计 2011.9	100%	租赁	-	-	培育期
成都二店	64,000	预计 2011.12	100%	租赁	-	-	培育期
唐山店	37,000	预计 2012.10	100%	租赁	-	-	-
郑州店	17,000	预计 2012.12	100%	租赁	-	-	-

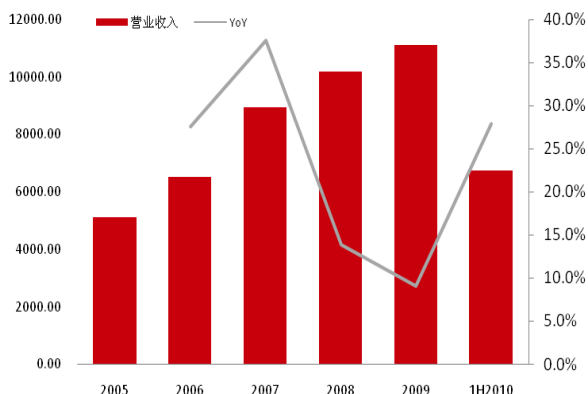
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

优异经营，成功扩张

公司全国布点的模式摆脱了对单个区域的依赖，但这种模式下规模效应并不突出，因此对门店经营能力的要求更高。公司历史上新开门店的表现良好，除南宁店一家店关闭以外，剩余的 16 家成熟门店基本实现盈利。

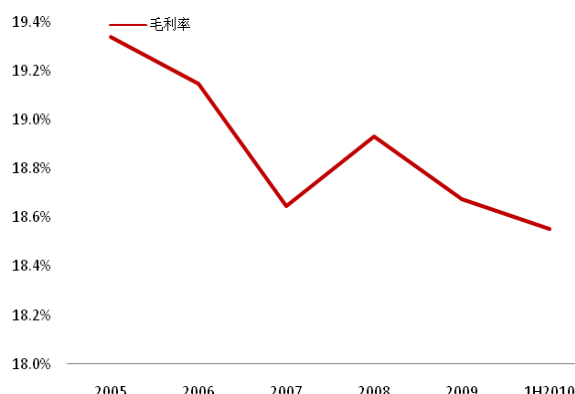
公司 06-09 年各区域的成熟门店均保持了很好的同店增长，我们测算成熟门店总体 sss 分别为 18.03%/22.07% /15.49%/8.79%；而各区域之间由于经济结构、零售发展的基数差异等 sss 又各有差异。

图 4： 2005-2010H 公司营业收入



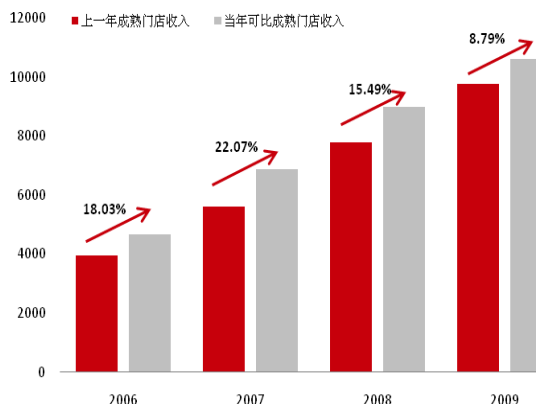
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5： 2005-2010H 公司毛利率



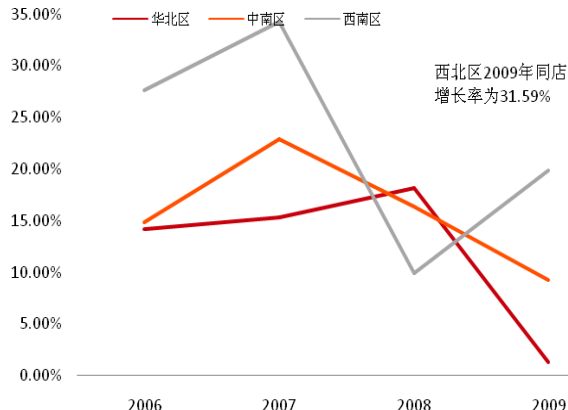
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6： 公司成熟门店同店增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7： 公司各区域成熟门店同店增长



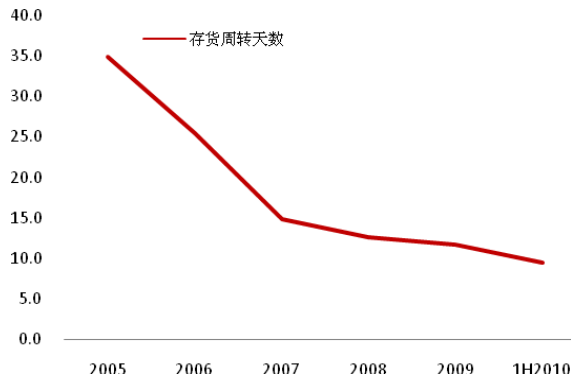
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司的优秀的经营水平还体现在逐年改善的周转率指标、良好的费用控制以及整体盈利能力上。公司的存货周转天数从 2005 年的 35 天直线下滑至 2010 年中的 9.5 天，作为一个全国布点的企业，这一周转指标已经与许多区域龙头企业持平。

作为国有体制下的零售企业，王府井虽然也承担着较重的人工负担（公司人工费用占收入比一直在 5% 左右），但公司对非刚性费用（扣除水电折旧摊销等必须开支后的费用，一般用来表征零售企业的跑冒滴漏或黑箱费用）的控制非常严格，2009 年

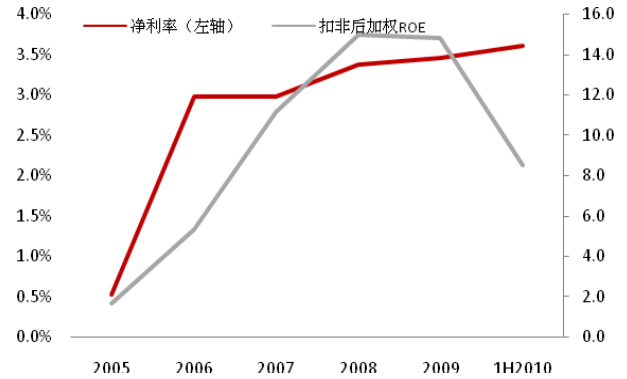
该项费用占比仅为 0.6%，远远低于 A 股平均水平，甚至低于一向以管理效率良好的金鹰商贸（其他费用占收入比约为 1%）。

图 8： 2005-2009 王府井存货周转天数



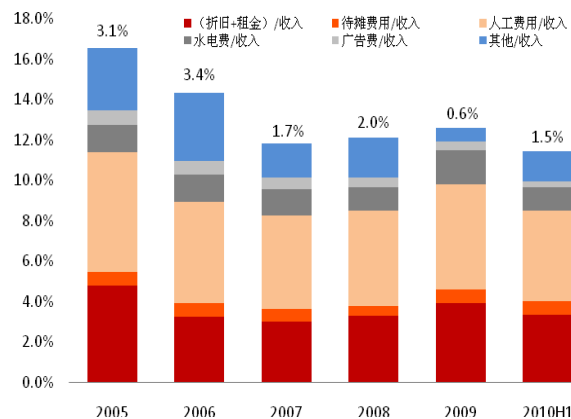
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9： 2005-2009 王府井净利率及 ROE



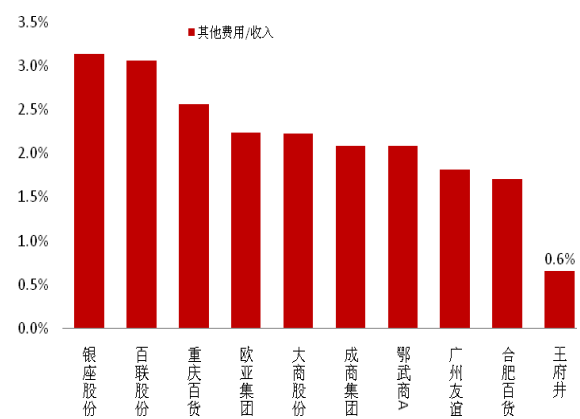
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 10： 2005-1H2010 公司各项费用占收入比例



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 11： 2009 年 A 股百货类公司非刚性费用占收入比例



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

未来业绩预测

我们预计公司 10-12 年主营业务收入分别为 135.2、163.7 和 195.7 亿元，收购完成后公司净利润分别为 5.95、7.84 和 10.18 亿元，对应增发及债转股后的新股 4.62 亿股下 EPS 分别为 1.29、1.70、2.20 元。未来两年业绩复合增长率为 30.6%。公司是 A 股白马百货中的龙头企业，估值较行业平均水平应享受溢价。买入评级！

表格 2：主要门店收入及净利润预测

门店名称	开业时间	营业收入（万元）			净利润（万元）		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
总计		1,351,634.0	1,637,291.8	1,957,039.3	59,537	78,432	101,761
双安商场	1994.8	138,040.1	149,083.3	161,010.0	10,767	10,734	12,076
成都店	1999.12	276,185.0	317,612.8	343,021.8	26,875	38,784	48,495
包头店	2002.12	111,912.0	134,294.4	154,438.6	7,274	9,401	11,583
重庆店	2003.12	64,049.7	70,454.7	77,500.1	0	500	1,200
西宁店	2006.11	67,447.2	80,936.6	87,411.6	3,710	4,452	5,682
大兴黄村店	2010.09	8,000.0	40,000.0	50,000.0	(1,800)	(500)	500
大钟寺店	2010.10	8,000.0	50,000.0	62,500.0	(1,800)	(500)	500
鄂尔多斯店	2011.09		4,000.0	35,000.0		(1,000)	(200)
成都天府汇城	2011.12			60,000.0		(1,800)	(800)

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、公司培育期门店经营状况可能低于预期；
- 2、公司北京以外大多数门店为租赁物业，门店存在提租压力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011	2012
流动资产	2542	2929	3872	5732	营业收入	11099	13679	16570	19806
现金	1860	2052	2839	4500	营业成本	9026	11089	13398	15953
应收账款	68	97	118	141	营业税金及附加	122	123	149	178
其他应收款	97	109	106	127	营业费用	989	1156	1402	1660
预付账款	213	222	268	319	管理费用	407	461	560	650
存货	305	435	525	625	财务费用	68	16	13	0
其他流动资产	0	14	17	20	资产减值损失	7	41	2	8
非流动资产	4871	4951	4988	4961	公允价值变动收	6	0	0	0
长期投资	117	117	117	117	投资净收益	32	3	1	1
固定资产	2246	2274	2258	2219	营业利润	513	795	1046	1357
无形资产	1107	1109	1111	1112	营业外收入	10	10	5	0
其他非流动资产	1402	1451	1503	1513	营业外支出	5	2	3	0
资产总计	7413	7880	8860	10693	利润总额	523	803	1048	1357
流动负债	3692	4218	4412	5226	所得税	104	209	262	339
短期借款	70	350	0	0	净利润	414	595	786	1018
应付账款	1133	1220	1474	1755	少数股东损益	35	0	0	0
其他流动负债	2489	2648	2938	3471	归属母公司净利	384	595	786	1018
非流动负债	777	124	124	124	EBITDA	703	967	1218	1477
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.98	1.29	1.70	2.20
其他非流动负	777	124	124	124	主要财务比率				
负债合计	4469	4341	4535	5350	会计年度	2009	2010E	2011	2012
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	393	462	462	462	营业收入	9%	23%	21%	20%
资本公积	1493	1424	1424	1424	营业利润	-8%	55%	32%	30%
留存收益	944	1539	2325	3343	归属母公司净利	12%	55%	32%	29%
归属母公司股	2831	3425	4211	5229	获利能力				
负债和股东权	7300	7766	8746	10579	毛利率(%)	19%	19%	19%	19%
现金流量表					净利率(%)	3.5%	0.0%	0.0%	3%
单位:百万元					ROE(%)	14%	17%	19%	19%
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	ROIC(%)				
经营活动现金	1168	807	1340	1792	偿债能力				
净利润	384	595	786	1018	资产负债率(%)	61%	56%	52%	51%
折旧摊销	384	595	786	1018	净负债比率(%)				
财务费用	68	16	13	0	流动比率	0.7	0.7	0.9	1.1
投资损失	0	(3)	(1)	(1)	速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0
营运资金变动	493	10	385	608	营运能力				
其他经营现金	(162)	(405)	(630)	(851)	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
投资活动现金	(319)	(226)	(190)	(131)	应收账款周转率	38.4	41.4	38.4	38.2
资本支出	(302)	(229)	(191)	(132)	应付账款周转率	2.2	2.4	2.5	2.5
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	(622)	(454)	(381)	(263)	每股收益(最新摊	1.0	1.3	1.7	2.2
筹资活动现金	(101)	(389)	(363)	0	每股经营现金流	3.0	1.7	2.9	3.9
短期借款	0	280	(350)	0	每股净资产(最新	7.2	7.4	9.1	11.3
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	69	0	0	P/E	45	34	26	20
资本公积增加	0	(69)	0	0	P/B	6	6	5	4
其他筹资现金	(101)	(669)	(13)	0	EV/EBITDA	28	23	18	14
现金净增加额	747	192	787	1661					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn