

王府井：长期增长前景明朗

——王府井调研快报

报告关键点：

- 多重突发因素导致四季度业绩低于预期
- 增长态势依然良好，新的利润增长点不断涌现
- 百货股中突出的长期增长潜力，给予增持-A

报告摘要：

- 多重因素突发导致四季度业绩低于预期。营业外支出：**四季度增加5437万元，主要支付成都购物中心租赁补偿所致。**所得税：**四季度计提大量所得税，成都王府井2009年由外商投资变更为内资企业，所得税率提升至25%。四川省商业连锁企业可以申请15%的所得税率优惠，公司正在申请中，今年能否申请下来存在不确定性。如果所得税率从25%下降到15%，将影响净利润3000多万。**财务费用：**2010年9800多万，其中刷卡费用7000多万，亦有大幅增长，加上10个月的转债发生财务费用。**新店注册和储备费用：**成都王府井年底12月30号和12月31号新注册了2个店。
- 增长态势依然良好，新的利润增长点不断涌现。**2010年公司营业收入增长25.66%，营业外支出和所得税率突然大幅提升导致四季度利润大幅下滑。如果扣除这2个因素，则2010年利润总额同比增长27.59%。继成都王府井之后，长沙王府井、包头王府井、西宁王府井、洛阳王府井相继成为新利润增长点。
- 2011年新开门店3-4家，长沙王府井和北京双安商场将重装改造。**公司2011年将新开成都2店、福州店、鄂尔多斯店。长沙王府井和北京双安商场今年将进行重装改造，进一步提档升级巩固在商圈中的地位。
- 盈利预测及投资评级。**预计公司1季度销售收入增长20%-25%。假设定向增发年内能够完成，考虑到2010年一次性支付租赁补偿5437万元、以及成都王府井少数股权收回增厚2000多万元，预计公司2011年、2012年、2013年归属于母公司股东的净利润为6.21亿元、7.99亿元、10.05亿元，同比增长65.1%、28.8%、25.6%。按增发后的总股本4.62亿全部摊薄，则每股收益分别为1.34元、1.73元、2.17元，目前股价对应PE分别为29倍、23倍、18倍。考虑到公司在百货股中突出的长期增长潜力，给予公司增持-A的投资评级，6个月目标价47元，对应2011年35倍PE。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,098.8	13,946.2	17,392.3	21,244.7	25,612.7
Growth(%)	9.1%	25.7%	24.7%	22.2%	20.6%
净利润	384.3	376.0	620.9	799.9	1,005.1
Growth(%)	11.7%	-2.2%	65.1%	28.8%	25.6%
毛利率(%)	18.7%	18.2%	18.4%	18.4%	18.5%
净利润率(%)	3.5%	2.7%	3.6%	3.8%	3.9%
每股收益(元)	0.92	0.90	1.34	1.73	2.17
每股净资产(元)	7.05	8.93	11.91	13.39	15.23
市盈率	42.7	43.7	29.3	22.7	18.1
市净率	5.6	4.4	3.3	2.9	2.6
净资产收益率(%)	14.3%	11.8%	12.0%	13.6%	15.0%
ROIC(%)	48.1%	101.2%	120.1%	88.5%	51.8%
EV/EBITDA	17.6	14.0	12.2	10.4	8.5
股息收益率	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-B

目标价格：

47.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 35.00 元

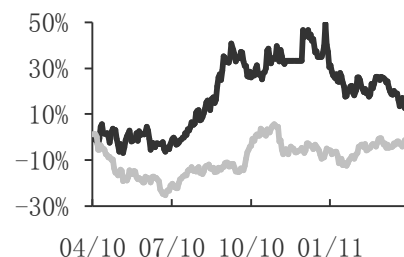
现价（2011 年 04 月 13 日）： 40.36 元

报告日期：

2011-04-14

总市值(百万元)	16,296.39
流通市值(百万元)	16,296.39
总股本(百万股)	417.64
流通股本(百万股)	417.64
12 个月最低/最高	31.20/51.99 元
十大流通股东(%)	60.20%
股东户数	14,104

12 个月股价表现



王府井 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.42)	(16.72)	12.90
绝对收益	(10.77)	(10.64)	12.36

储丽雯

 010-66581748
执业证书编号

行业分析师

 chulw@essence.com.cn
S1450511020011

前期研究成果

王府井：三季度销售略低于预期

2009-10-30

王府井：销售好转明显，短期有费用压力

2009-08-27

王府井：一季度内生增长仍然乏力

2009-04-30

1. 长期增长前景明朗

1.1. 多重因素突发导致四季度业绩低于预期

多重因素突发导致四季度业绩低于预期。

营业外支出：四季度增加 5437 万元，主要支付成都购物中心租赁补偿所致。

所得税：四季度计提大量所得税，成都王府井 2009 年由外商投资变更为内资企业，所得税率提升至 25%，2010 年全年所得税率为 28.7%。四川省商业连锁企业可以申请 15% 的所得税率优惠，公司正在申请中，今年能否申请下来存在不确定性。如果所得税率从 25% 下降到 15%，将影响净利润 3000 多万。

财务费用：2010 年 9800 多万，其中刷卡费用 7000 多万，亦有大幅增长，加上 10 个月的转债发生财务费用。

新店注册和储备费用：成都王府井年底 12 月 30 号和 12 月 31 号新注册了 2 个店。

1.2. 增长态势依然良好，新的利润增长点不断涌现

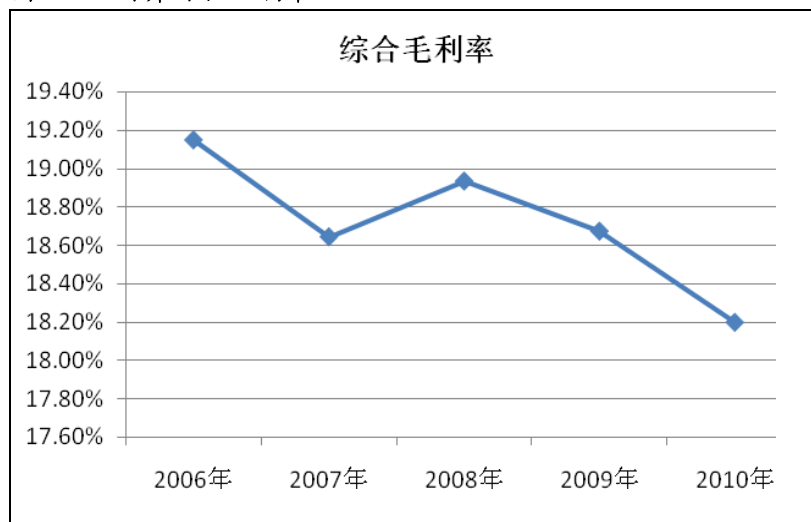
2010 年公司营业收入增长 25.66%，营业外支出和所得税率突然大幅提升导致四季度利润大幅下滑。如果扣除这 2 个因素，则 2010 年利润总额同比增长 27.59%。从单店效益来看，公司的对外扩张效果显著。2010 年公司旗下不少门店销售额都创了新高，成都王府井 1 店销售额到了 30 亿元，北京百货大楼销售额过 18 亿元，双安商场销售额过 15 亿元，长沙王府井销售额过 10 亿，太原王府井、广州王府井、包头王府井 1 店都过了 8 亿元。

除北京本部百货大楼和双安商场外，公司对外扩张过程中，新的利润增长点不断涌现，如成都王府井（控股子公司还包括重庆王府井（2 个店）、乌鲁木齐王府井、太原王府井、昆明王府井、兰州王府井）。成都王府井 2010 年净利润 2 个亿，2009 年 1.1 亿元，主要原因为成都王府井自身利润大幅增长所致。继成都王府井之后，长沙王府井、包头王府井、西宁王府井、洛阳王府井相继成为新的利润增长点。公司外埠开店成功率较高，不断涌现的新的利润点将支撑公司的长期增长。

1.3. 毛利率略有下滑，是百货业普遍面临的问题

公司综合毛利率近几年下滑比较明显，这可能是百货公司普遍面临的问题。主要是百货店品类和品牌调整的结果。百货品类中，毛利率相对较低的金银珠宝佩饰销售额的增速要高于服装等，这是拖低毛利率的一个重要因素。随着品牌档次的提升，百货店不断引进国际知名品牌，由于国内消费者或者送礼需要对于国际大牌的追捧，百货店相对于国际品牌相对弱势，因此整体扣点率降低。

图 1 王府井综合毛利率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 2009 年-2010 年新开门店

2009 年新开门店中，太原王府井较好，基本实现盈亏平衡；其余昆明王府井、兰州王府井减亏不明显，尚在培育期。

2010 年新开的株洲王府井（4 万平米）、大钟寺百货、大兴百货，株洲和大兴店盈利趋势较好，大钟寺尚客（时尚百货定位）物业总共 4 万平米，原来周边是农贸市场，现在要由农贸市场过渡到时尚百货店，周围人群和消费氛围需要一定的培育期。

1.5. 长沙王府井和双安商场等 2011 年将进行较大的装修调整

长沙王府井和北京双安商场今年都要大装；长沙王府井去年已经在分层装修调整，主要是 2-6 层，今年 1 层和 7 层要装修，1 层要引进大牌所以装修调整的幅度比较大，外立面都要重装，大牌装修费用主要由公司承担。双安商场也要进行品牌升级，引进 GUCCI 等国际品牌，外立面也要进行改造，今年 4 月开始分层装修。长沙王府井和双安商场装修短期内可能对利润产生一定负面影响，但是为长期增长和巩固在商圈中的地位打下基础。

1.6. 对增长缓慢的老门店的调整计划

2011 年计划对于经营不佳的门店如武汉王府井、呼和浩特王府井、重庆解放碑店在品类上进行突破，向主题百货延伸。

1.7. 2011 年新开门店计划

每年新开 3-5 家百货门店，回避竞争过于激烈的华东地区和东北地区，找不到合适的并购标的，仍然以自己开门店为主。2011 年计划新开的门店（下半年）：成都 2 店、福州店、鄂尔多斯店。

1.8. 积极尝试网上零售业务

今年成立子公司专门做网上零售业务。公司目前的网上商城主要还是与实体店挂靠的销售。公司目前还在探索网上零售业务的盈利模式，主要还是以联营为主。公司从事中高端百货销售，比较注重购物体验。网络购物仍然存在较高的真假优劣鉴别成本，对百货店销售的金银珠宝、高档服装、鞋类、箱包等分流并不大。而一些正品折扣网站，实体商场经过促销打折后常常也能达到这个价位。

1.9. 定向增发的进度

公司目前正在清理房地产业务，争取早日拿到定向增发批文。

1.10. 盈利预测与投资评级

预计公司 1 季度销售收入增长 20%-25%。假设定向增发年内能够完成，考虑到 2010 年一次性支付租赁补偿 5437 万元、以及成都王府井少数股权收回增厚 2000 多万元，我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年归属于母公司股东的净利润为 6.21 亿元、7.99 亿元、10.05 亿元，同比增长 65.1%、28.8%、25.6%，按照增发后的总股本 4.62 亿全部摊薄，则每股收益分别为 1.34 元、1.73 元、2.17 元，目前股价对应 PE 分别为 29 倍、23 倍、18 倍。考虑到公司长期增长潜力，6 个月目标价 47 元，对应 2011 年 35 倍 PE，给予公司增持-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-4-8		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	11,098.8	13,946.2	17,392.3	21,244.7	25,612.7	营业收入增长率	9.1%	25.7%	24.7%	22.2%	20.6%	
减: 营业成本	9,026.2	11,407.9	14,197.4	17,329.3	20,874.3	营业利润增长率	-5.8%	25.9%	35.2%	27.2%	24.9%	
营业税费	121.7	139.4	167.0	212.4	256.1	净利润增长率	11.7%	-2.2%	65.1%	28.8%	25.6%	
销售费用	989.1	1,210.2	1,516.6	1,846.2	2,220.6	EBITDA 增长率	6.2%	21.1%	26.5%	21.2%	20.3%	
管理费用	406.6	438.1	540.9	648.0	768.4	EBIT 增长率	-0.7%	27.5%	28.9%	25.5%	23.5%	
财务费用	68.1	94.9	80.6	85.3	90.0	NOPLAT 增长率	18.3%	9.3%	34.7%	26.1%	23.7%	
资产减值损失	6.8	0.2	7.0	-	-	投资资本增长率	-48.0%	-152.4%	-470.6%	111.2%	23.3%	
加: 公允价值变动收益	6.0	-	-	-	-	净资产增长率	37.6%	26.7%	47.7%	12.4%	13.8%	
投资和汇兑收益	32.3	-2.5	0.2	0.2	0.2							
营业利润	518.6	653.0	883.1	1,123.7	1,403.4	利润率						
加: 营业外净收支	4.9	-39.4	4.0	-1.0	1.0	毛利率	18.7%	18.2%	18.4%	18.4%	18.5%	
利润总额	523.5	613.6	887.1	1,122.7	1,404.4	营业利润率	4.7%	4.7%	5.1%	5.3%	5.5%	
减: 所得税	103.7	175.3	228.4	280.7	351.1	净利润率	3.5%	2.7%	3.6%	3.8%	3.9%	
净利润	384.3	376.0	620.9	799.9	1,005.1	EBITDA/营业收入	6.7%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%	5.8%	
货币资金	1,859.5	2,948.1	3,481.0	2,956.5	3,043.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	58	47	43	40	
应收账款	165.1	165.1	244.4	397.3	459.9	流动营业资本周转天数	-88	-86	-65	-35	-23	
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	70	80	83	71	60	
预付帐款	212.7	274.1	288.3	304.0	401.5	应收帐款周转天数	2	2	2	3	3	
存货	305.0	277.3	341.1	412.2	533.8	存货周转天数	10	8	6	6	7	
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	221	203	179	153	135	
可供出售金融资产	814.6	482.2	480.0	480.0	480.0	投资资本周转天数	25	3	8	27	34	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	116.5	114.0	110.0	110.0	108.0	ROE	14.3%	11.8%	12.0%	13.6%	15.0%	
投资性房地产	221.0	222.9	221.0	221.0	221.0	ROA	5.7%	5.3%	7.3%	9.2%	10.4%	
固定资产	2,245.5	2,219.9	2,345.4	2,670.8	3,060.8	ROIC	48.1%	101.2%	120.1%	88.5%	51.8%	
在建工程	30.4	74.2	45.1	48.8	50.0	费用率						
无形资产	1,107.3	1,072.7	1,001.2	934.6	965.5	销售费用率	8.9%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	
其他非流动资产	335.5	462.9	448.6	573.8	821.3	管理费用率	3.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	
资产总额	7,413.3	8,313.5	9,006.2	9,108.9	10,145.4	财务费用率	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	
短期债务	70.0	-	10.0	67.5	-	三费/营业收入	13.2%	12.5%	12.3%	12.1%	12.0%	
应付帐款	1,535.7	1,885.2	1,302.3	1,039.8	1,215.1	偿债能力						
应付票据	-	-	38.9	47.5	57.2	资产负债率	60.3%	55.1%	38.8%	32.1%	30.6%	
其他流动负债	2,024.1	2,600.0	2,305.5	2,093.3	2,141.2	负债权益比	151.8%	122.9%	63.5%	47.2%	44.1%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.70	0.82	1.28	1.42	1.46	
其他非流动负债	838.0	99.1	98.7	59.7	59.7	速动比率	0.62	0.76	1.18	1.28	1.28	
负债总额	4,469.0	4,584.6	3,498.0	2,923.1	3,107.4	利息保障倍数	8.61	7.88	11.96	14.17	16.59	
少数股东权益	113.7	211.3	249.1	291.2	339.4	分红指标						
股本	393.0	417.6	462.4	462.4	462.4	DPS(元)	0.19	0.28	0.27	0.35	0.43	
留存收益	2,437.6	3,100.0	4,796.7	5,436.6	6,240.7	分红比率	20.4%	31.4%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	2,944.3	3,728.9	5,508.2	6,190.3	7,042.6	股息收益率	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	419.8	438.3	620.9	799.9	1,005.1	EPS(元)	0.92	0.90	1.34	1.73	2.17	
加: 折旧和摊销	268.0	289.6	178.9	175.3	171.7	BVPS(元)	7.05	8.93	11.91	13.39	15.23	
资产减值准备	6.8	0.2	7.0	-	-	PE(X)	42.7	43.7	29.3	22.7	18.1	
公允价值变动损失	-6.0	-	-	-	-	PB(X)	5.6	4.4	3.3	2.9	2.6	
财务费用	29.1	41.7	36.1	80.6	85.3	P/FCF	20.4	36.0	-28.0	-65.6	47.7	
投资收益	-32.3	2.5	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	
少数股东损益	35.5	62.3	37.8	42.1	48.2	EV/EBITDA	17.6	14.0	12.2	10.4	8.5	
营运资金的变动	412.7	830.9	126.8	113.6	-239.6	CAGR(%)	26.1%	33.9%	35.2%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	1,167.8	1,592.0	1,051.8	1,216.1	1,075.2	PEG	1.6	1.3	0.8	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	-319.5	-324.8	4.3	-1.9	0.1	ROIC/WACC	4.8	10.1	13.0	8.9	5.2	
融资活动产生现金流量	-101.2	-178.7	1,070.0	-187.8	-358.5	REP	5.2	-4.5	-0.5	0.8	1.0	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

分析师声明

储丽雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034