

2011 年 4 月 27 日

王府井

健康发展

A
买入

600859.SS – 人民币 42.16

目标价格: 人民币 60.00

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(19)	2	1	18
相对新华富时				
A50 指数(%)	(25) 1		(7) 22	

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	462
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	9,739
3 个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
北京王府井国际商业发展有限公司	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

2011 年 1 季度公司实现营业收入 48.19 亿元, 同比增长 26.4%; 息税前利润 3.2 亿元, 同比增长 30.1%; 利润总额 3 亿元, 同比增长 36%。扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 2 亿元, 同比增长 40.7%, 折合每股收益 0.478 元。

支撑评级的要点

- 强劲的内生增长、百货大楼业绩弹性恢复、太原店等老店快速成长以及成都店少数股东权益收购增厚业绩将使得公司今年业绩加速增长。
- 今年以毛利为重点考核指标将有效拉升公司业绩。

影响评级的主要风险

- 所得税率调整不确定性对盈利预测产生障碍。
- 双安等重点门店改造以及新店费用不确定性会影响预测。

估值

- 需要提醒的是所得税的调整对于公司今年业绩预测影响较大, 我们暂时以 2010 年成都所得税不返还以及 2011 年执行 23% 综合税率计算。
- 我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化, 小幅上调了盈利预测, 我们将 2011-2013 年的每股收益调整为 1.546、2.025 和 2.621 元。我们坚持认为公司基本面良好, 是国内优秀的零售公司之一。我们维持 60.00 元目标价和买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,898	13,731	16,537	20,519	24,572
变动(%)	9	26	20	24	20
净利润(人民币 百万)	384	376	645	846	1,094
全面摊薄每股收益(人民币)	0.895	0.902	1.54	2.025	2.621
变动(%)	(5.8)	0.8	71.7	31.0	29.4
市场预期每股收益(人民币)		1.181	1.552	1.994	2.610
先前预测每股收益(人民币)	-	-1.49	0	1.970	2.530
调整幅度(%)	-	-	3.7	2.8	3.6
核心每股收益(人民币)	0.87	0.99	1.55	2.02	2.62
变动(%)	(10.6)	13.0	56.5	31.0	29.4
全面摊薄市盈率(倍)	43.1	46.8	27.3	20.8	16.1
核心市盈率(倍)	48.2	42.7	27.3	20.8	16.1
每股现金流量(人民币)	1.55	4	1.681	2.30	8
价格/每股现金流量(倍)	16.3	11.3	13.1	8.5	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.1	14.4	12.4	9.0	6.3
每股股息(人民币)	0.24	0	0.270	0.27	9
股息率(%)	0.6	0.6	0.7	0.9	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

所得税率和少数股东损益变化影响公司利润变化

2011 年 1 季度公司实现营业收入 48.19 亿元, 同比增长 26.4%, 环比增长 21.4%; 息税前利润 3.2 亿元, 同比增长 30.1%, 环比增长 67.6%; 利润总额 3 亿元, 同比增长 36%, 环比增长 155.5%。扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 2 亿元, 同比增长 40.7%, 环比增长 101.7%, 折合每股收益 0.478 元。

我们可以观察到, 导致公司收入、利润总额以及归属于上市公司股东的净利润增速产生不一致的重要原因有以下几方面:

1. 所得税税率变化。公司之子公司成都王府井百货 2009 年度由外商投资企业变更为内资企业, 根据西部大开发所得税优惠税率政策, 成都王府井按内资企业申请西部大开发所得税 15% 的优惠税率第一年需经省级税务机关审核确认, 由于申请优惠税率具有较大的不确定性, 2011 年 1 季度成都王府井百货按 25% 税率计提所得税费用, 导致净利润增长受到损害。成都王府井(由 2010 年的 15% 上升到 2011 年的 25%)、西宁王府井(由免税上升到 2011 年 1 季度的 15%)所得税税率变化导致公司今年 1 季度所得税费用同比增加 74%。我们认为存在 2010 年税收优惠在本年度中期先征后返大幅的可能。2011 年开始成都王府井百货公司也可能继续执行 15% 的税率。
2. 由于 2010 年 10 月 28 日公司已经完成对成都王府井百货的增资扩股, 本期公司占成都王府井公司股权为 86.49%, 而去年同期只占 70% 股权, 股权占比的提升导致公司合并报表后在成都王府井百货公司收益提升同时公司少数股东损益出现下降(由去年同期的 2,900 万元下降到今年 1 季度的 1,560 万元)。

公司总体毛利率基本稳定, 但运营利润率保持上升

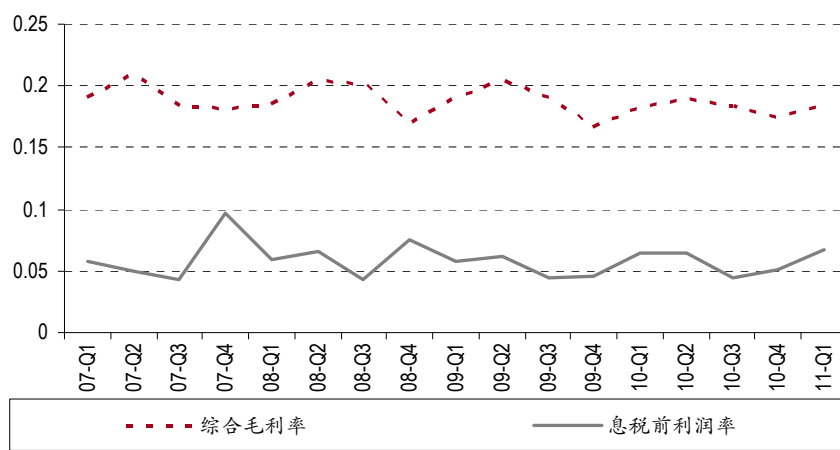
2011 年 1 季度公司综合毛利率上升了近 0.12 个百分点至 18.42%。从品类以及门店结构来看, 仍然有以下一些特点:

1. 黄金珠宝等低毛利率品类的销售增长超过高毛利率品类。根据公司披露的和金银珠宝密切相关的消费税我们可以看到, 2011 年 1 季度较同期上升了 33.8%, 快于公司零售业务的 26.3% 的销售增速。

2. 虽然太原、兰州、昆明等西部次新店的销售占比大幅提高以及大兴店等新店开业，但是我们认为这些门店的毛利率较刚刚开业时候有所提高。
3. 公司今年将提高零售总体毛利率作为重点工作会对公司盈利水平提升有较大的帮助，我们预计今年公司毛利率会呈现逐步走高的趋势。

公司息税前利润率由 2010 年 1 季度的 6.5% 提升到今年的 6.6%。

图表 2.王府井 2001-2010 年综合毛利率和息税前利润率变化



资料来源：公司资料，中银国际研究

各门店回顾

从 1 季度各门店业务口径销售状况来看，公司总体同店增长 23% 左右。王府井百货大楼销售增长 35%；双安由于 3 月份开始进行物业装修加固以及商品结构调整，增速明显放缓，同店增长 7-8%；长安商场同店增长 15%；而东安市场由于黄金珠宝占比较高，同店增长 30%。

成都王府井增长 18%；长沙王府井虽然由于门前地铁施工改造，但是去年基本完成的调整效果逐步显现，同店仍然增长 20%；广州店增长接近 20%；洛阳店去年扩馆及调整效果明显，增长 30%；西宁店保持一如既往的高增长，接近 40%；包头区域由于竞争对手加入导致增速放缓至 10% 左右；重庆地区增速接近 10%。

次新店中太原王府井表现亮丽，销售收入(业务口径)超过 3.5 亿元，较去年同期翻番；昆明王府井增长超过 40%；兰州王府井超过 30%；大兴王府井销售接近 1 亿元；大钟寺店效果一般，日流水仍然维持在开业左右水平，该店将面临商品结构调整；株洲王府井由于新开业不久，目前日流水维持在 40-50 万元左右。

我们认为随着百货大楼南馆重张以及物业条件的改善，功能化完善和商品结构的持续调整，百货大楼业绩复苏的较大弹性从母公司报表可以看到，这也是王府井今年业绩增长重要的来源之一。

图表 3. 母公司 2009-2011 年 1 季度业绩同比数据

(人民币, 百万)	09 年 1 季度	10 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	383.8	526.9	685.2	30.0
营业成本	(298.1)	(419.7)	(563.6)	34.3
营业税金及附加	(3.8)	(5.6)	(6.9)	23.9
销售费用	(36.2)	(40.9)	(54.1)	32.2
管理费用	(46.1)	(59.7)	(29.7)	(50.3)
财务费用	(5.9)	(9.1)	2.1	
税前营业利润额	(6.3)	(8.1)	33.0	
毛利率(%)	22.3	20.3	17.7	
经营利润率(%)	(0.10)	0.19	4.51	

资料来源：公司数据、中银国际研究

小幅上调盈利预测，维持买入评级

总体来看，我们认为公司发展状态良好，现金流健康，在稳步乃至保守的这几年中，其大部分区域门店尤其是西部门店开始发力，太原店业绩表现超出预期。其新开门店质量良好的历史记录令我们感到欣慰。

需要提醒的是所得税的调整对于公司今年业绩预测影响较大，我们暂时以 2010 年成都所得税不返还以及 2011 年执行 23%综合税率计算。

我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化，小幅上调了盈利预测，我们将 2011-2013 年的每股收益调整为 1.546、2.025 和 2.621 元。我们坚持认为公司基本面良好，是国内优秀的零售公司之一。我们维持 60.00 元目标价和买入评级。

图表 4.王府井 2011 年 1 季度业绩同比与环比数据

(人民币, 百万)	10 年 1 季 度	10 年 4 季 度	11 年 1 季 度	同比变 动(%)	环比变 动(%)
总销售收入	3,813	3,968	4,819	26.4	21.4
税金及附加	(36)	(44)	(49)	33.9	9.4
净销售收入	3,776	3,924	4,770	26.3	21.6
销售成本	(3,115)	(3,268)	(3,931)	26.2	20.3
毛利润	661	656	839	26.9	27.9
销售费用	(279)	(343)	(383)	37.4	11.8
管理费用	(136)	(123)	(136)	(0.4)	10.8
营业利润	246	191	320	30.1	67.6
非经常性损益	1	(46)	1	(46.5)	(101.6)
应占联营公司损益	(2)	(0)	(1)	(57.9)	982.4
净财务费用	(25)	(27)	(20)	(18.8)	(26.6)
税前利润 221		117	300	36.0	155.5
所得税	(48)	(58)	(84)	74.1	44.8
税后利润 172		59	216	25.3	263.4
少数股东损益	(29)	(7)	(16)	(46.3)	136.3
归属于上市公司股东利润 143		53	200	39.8	279.3
扣除非经常性损益后的净利润	142	99	200	40.7	101.7
每股收益(人民币)	0.340	0.237	0.478		
盈利能力(%)					
毛利率	18.3	17.7	18.4		
息税前利润率 6.5		4.8	6.6		
税前利润率	5.8	3.0	6.2		
净利率 3.7		2.5	4.1		

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,898	13,731	16,537	20,519	24,572
销售成本	(8,947)	(11,332)	(13,621)	(16,880)	(20,197)
运营费用	(1,129)	(1,359)	(1,684)	(2,115)	(2,502)
息税折旧前利润	822	1,040	1,233	1,525	1,873
折旧与摊销	(267)	(290)	(319)	(349)	362
营业利润(息税前利润)	555	751	914	1,175	1,511
净利息收入/(费用)	(68)	(95)	(71)	(87)	(106)
其它盈利/(亏损)	37	(42)	(5)	(5)	(1)
税前利润	523	613	838	1,084	1,403
所得税	(104)	(175)	(193)	(238)	(309)
少数股东损益	(35)	(62)	0	0	0
净利润	384	376	645	846	1,094
核心净利润	352	366	645	846	1,094
每股收益(人民币) 0.98		0.900	1.546	2.025	2.621
核心每股收益(人民币) 0.87		0.99	1.55	2.02	2.62
每股股息(人民币) 0.24	0	0.270	0.279	0.366	0.592
收入增长(%) 9		26	20	24	20
息税前利润增长(%)	(7)	35	22	29	29
息税折旧前利润增长(%)	(16)	26	19	24	23
每股收益增长(%) 1	1.7	(8.0)	71.7	31.0	29.4
核心每股收益增长(%)	(10.6)	13.0	56.5	31.0	29.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物 1,86	0	2,948	4,369	5,966	7,960
应收帐款 281		345	437	528	634
库存 305		277	388	444	553
其它流动资产 97		95	116	144	172
流动资产合计	2,542	3,665	5,310	7,082	9,319
固定资产 2,49	7	2,517	2,651	2,673	2,682
无形资产 1,13	7	1,102	1,115	1,126	1,138
其它长期资产 1,23	7	1,029	1,493	1,710	1,610
长期资产合计	4,871	4,649	5,259	5,509	5,431
总资产	7,413	8,314	10,569	12,591	14,749
应付账款 3,15	8	4,008	4,663	5,904	7,069
短期债 70		0	100	110	120
其它流动负债 403		478	370	370	370
流动负债合计	3,631	4,485	5,133	6,384	7,559
长期债 838		99	102	114	117
其它长期负债	0	0	0	0	0
股本 393		418	462	462	462
资本公积 2,43	8	3,100	4,857	5,616	6,596
股东权益	2,831	3,518	5,320	6,078	7,058
少数股东权益 114		211	15	15	15
负债权益总计	7,413	8,314	10,569	12,591	14,749
每股账面价值(人民币) 7.20		8.42	11.50	13.14	15.26
每股有形资产(人民币) 4.31		5.78	9.09	10.71	12.80
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.42)	(6.82)	(9.01)	(12.42)	(16.70)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 523		613	838	1,084	1,403
折旧与摊销 267		290	319	349	362
净利息费用 68		95	71	87	106
营运资本变动 408		813	450	1,094	951
税金支付	(104)	(175)	(193)	(238)	(309)
其它经营现金流	(145)	(121)	(71)	(87)	(106)
经营活动产生的现金流	1,019	1,515	1,414	2,289	2,408
购建固定资产净额	(196)	(144)	(340)	(240)	(238)
投资减少/(增加)	(373)	380	(72)	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(569)	237	(412)	(240)	(238)
净股本增加	0	0	1,237	0	0
净负债增加 20		(734)	(5)	23	13
支付股息	(71)	(94)	(113)	(129)	(169)
其它筹资现金流 349		165	(700)	(345)	(18)
筹资活动产生的现金流	298	(663)	419	(452)	(175)
现金余额变动 747		1,089	1,421	1,597	1,995
年初现金 1,11	2	1,860	2,948	4,369	5,966
公司自由现金流 461		1,772	1,024	2,072	2,196
股权自由现金流 401		923	926	1,985	2,076

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 7.5		7.6	7.5	7.4	7.6
息税前利润率 5.1		5.5	5.5	5.7	6.1
税前利润率 4.8		4.5	5.1	5.3	5.7
净利率 3.5		2.7	3.9	4.1	4.5
流动性(倍)					
流动比率 0.7		0.8	1.0	1.1	1.2
利息覆盖倍数 7.0		6.5	9.9	10.7	11.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 0.6		0.8	1.0	1.0	1.2
估值(倍)					
市盈率 43.1		45.5	28.7	23.1	17.8
核心业务市盈率 47.1		46.8	28.7	23.1	17.8
目标价对应核心业务市盈率	67.0	66.5	40.9	32.8	25.4
盈率					
市净率 5.9		5.0	3.7	3.2	2.8
价格/现金流 16.3		11.3	13.1	8.5	8.1
企业价值/息税折旧前利润	19.1	14.4	12.4	9.0	6.3
周转率					
存货周转天数 12.0		9.4	8.9	7.4	7.4
应收帐款周转天数 9.6		8.3	8.6	8.6	8.6
应付帐款周转天数 99.0		95.2	95.7	94.0	96.3
回报率(%)					
股息支付率 24.5		30.0	20.0	20.0	25.0
净资产收益率 15.7		11.8	14.6	14.8	16.7
资产收益率 6.5		6.8	7.5	7.9	8.6
已运用资本收益率 16.5		20.1	20.0	20.2	22.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371