

王府井 (600859.SH) 批发和零售贸易

业绩符合预期，双安门店装修拖累业绩

公司研究简报

◆业绩符合预期，净利润同比增长29.71%：

1H2011期间公司实现营业收入83.56亿元，同比增速23.98%，而归属母公司净利润3.16亿元，同比增长29.71%(EPS=0.76元)，基本符合我们中报EPS0.78元和净利润增速34%的预测，但低于市场预期。我们认为公司业绩低于市场预期的主要原因是双安子公司经营业绩下滑较为严重：1) 盈利能力较强的双安门店从今年3月15日起进行装修改造工作，5-6月该店经营面积只有原来的1/3，因此影响了商场的正常经营 2) 同属双安子公司的2家新开门店：HQ尚客以及大兴店亏损较大，侵蚀了公司较多利润(1H2011双安子公司净利润仅165万元；而去年同期净利润达5046万)。

◆主业毛利率水平保持稳定，费用控制良好：

1H2011期间，公司毛利率同比上升0.17个百分点至18.72%，其中主营业务商品零售业同比上升0.07个百分点至16.69%。而同期，公司期间费用率同比下降0.18个百分点至15.49%，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化0.28/-0.20/-0.26个百分点至8.56%/2.94%/0.41%。销售费用率有所提升，主要是由于公司06年以来的新开门店均是以轻资产租赁模式的形式，因而受租赁费用上涨的负面影响较大。目前公司已逐渐加大自有物业比例，包括今年连续在5月和8月购买长沙门店5万平的物业以及西安赛高国际广场的9万平的商业用房，未来抵制租金上涨能力有所提升。而公司管理费用有所下降，则彰显了销售规模扩大后的规模效应。

◆西部门店增速明显，下半年并表将增厚业绩：

1H2011期间，成都子公司净利润达1.84亿，同比上升46.4%，占公司净利润比重46.68%。而报告期内，成都子公司的13.5%的少数股东权益(这部分利润达2481万元)仍尚未并表。因此，随着下半年增发完成，并表将增厚公司业绩。同时公司西宁门店的经营也较为出色，上半年净利润达3497万元(去年全年5450万元)，预计全年增速超过30%。

◆维持买入评级，略上调盈利预测：

我们以最新定增后股本摊薄，上调2011-2013年EPS分别为1.35、1.91、2.52元(之前为1.29/1.80/2.35元)，以2010年为基期未来三年CAGR为45.8%，认为公司12个月合理价值在57.30元，对应2012年30倍PE，维持买入评级，中长期看好公司中西部连锁布局策略。

◆风险分析：新门店培育期过长，规模扩张时人才管理风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,099	13,946	17,123	21,283	25,942
营业收入增长率	9.09%	25.66%	22.78%	24.30%	21.89%
净利润(百万元)	384	376	626	882	1,166
净利润增长率	11.71%	-2.16%	66.60%	40.82%	32.21%
EPS(元)	0.83	0.81	1.35	1.91	2.52
ROE(归属母公司)	13.58%	10.69%	10.58%	13.37%	15.58%
P/E	53	54	33	23	18

敬请参阅最后一页特别声明

- 1 -

证券研究报告

买入(维持)

当前价/目标价：44.26/57.30元

目标期限：12个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebcn.com

市场数据

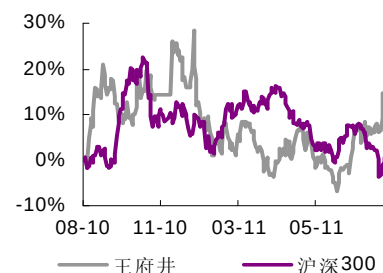
总股本(亿股)：4.18

总市值(亿元)：184.85

一年最低/最高(元)：37.28/51.99

近3月换手率：20.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.90	13.96	3.42
绝对	2.60	11.87	4.91

相关研报

王府井：定增方案尘埃落定，中西部门店再下一城---公司公告点评

.....2011-08-03

王府井：横贯中西部，受益西部大发展的全国百货---公司深度报告

.....2011-07-20

图表 1: 2Q2011 单季王府井净利润增速仅 15.26%

2008-1H2011 王府井单季经营情况拆分明细

时间	营业总收入 (万)	营业总收入 增速 (%)	营业成本 (万)	销售毛利率 (%)	归属母公司 净利润 (万)	归属母公司 净利率增速 (%)
1Q2008	295270.35	N/A	240356.64	18.60%	10657.68	N/A
2Q2008	217090.30	N/A	172733.50	20.43%	9234.86	N/A
3Q2008	239476.96	N/A	191103.87	20.20%	5760.34	N/A
4Q2008	265566.70	N/A	220569.97	16.94%	8751.34	N/A
1Q2009	293491.59	-0.60%	237342.36	19.13%	10092.38	-5.30%
2Q2009	233492.10	7.56%	185939.11	20.37%	10683.46	15.69%
3Q2009	256545.26	7.13%	207466.10	19.13%	6548.58	13.68%
4Q2009	326353.33	22.89%	271871.11	16.69%	11108.82	26.94%
1Q2010	381271.91	29.91%	311510.42	18.30%	14323.81	41.93%
2Q2010	292757.45	25.38%	237467.03	18.89%	10031.51	-6.10%
3Q2010	319080.22	24.38%	260306.38	18.42%	8013.81	22.37%
4Q2010	401513.40	23.03%	331501.47	17.44%	5233.93	-52.88%
1Q2011	481866.16	26.38%	393087.40	18.42%	20028.41	39.83%
2Q2011	353774.11	20.84%	286088.01	19.13%	11562.40	15.26%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 2: 2Q2011 单季王府井期间费用率同比保持稳定

2008-1H2011 王府井单季期间费用拆分明细

时间	期间费用 (万)	期间费用 率 (%)	销售费用 (万)	销售费用 率 (%)	管理费用 (万)	管理费用 率 (%)	财务费用 (万)	财务费用 率 (%)
1Q2008	37074.50	12.56%	23409.67	7.93%	11810.41	4.00%	1854.42	0.63%
2Q2008	28699.88	13.22%	22678.81	10.45%	6620.86	3.05%	-599.79	-0.28%
3Q2008	37246.47	15.55%	27378.13	11.43%	8457.37	3.53%	1410.96	0.59%
4Q2008	24380.33	9.18%	9589.07	3.61%	13430.38	5.06%	1360.88	0.51%
1Q2009	38964.06	13.28%	24447.63	8.33%	12441.15	4.24%	2075.28	0.71%
2Q2009	33643.92	14.41%	23246.87	9.96%	8790.67	3.76%	1606.39	0.69%
3Q2009	36547.88	14.25%	24766.43	9.65%	9734.09	3.79%	2047.36	0.80%
4Q2009	37235.07	11.41%	26452.98	8.11%	9698.71	2.97%	1083.38	0.33%
1Q2010	44009.63	11.54%	27903.56	7.32%	13630.88	3.58%	2475.20	0.65%
2Q2010	37456.60	12.79%	27903.00	9.53%	7507.69	2.56%	2045.91	0.70%
3Q2010	43589.27	13.66%	30930.72	9.69%	10417.42	3.26%	2241.13	0.70%
4Q2010	49266.73	12.27%	34284.22	8.54%	12252.98	3.05%	2729.53	0.68%
1Q2011	53932.68	11.19%	38341.20	7.96%	13582.00	2.82%	2009.48	0.42%
2Q2011	45525.42	12.87%	33160.09	9.37%	10977.88	3.10%	1387.45	0.39%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图表 3: 1H2011 商业零售毛利率同比保持稳定

1H2011 王府井主营业务分业态情况

业态	1H2011 营业 收入 (万元)	营业收入 同比增长 (%)	1H2011 毛利率 (%)	毛利率同比变化 (%)
商品销售收入	810181.28	23.99%	16.69%	0.07%
房地产销售收入	1214.62	-8.29%	29.11%	26.30%

合计	811395.90	23.93%	16.71%	0.12%
----	-----------	--------	--------	-------

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表4：1H2011 华北地区毛利率有所下滑

1H2011 王府井主营业务分地区情况

地区	1H2011 营业收入（万元）	营业收入同比增长（%）	1H2011毛利率（%）	毛利率同比变化（%）
华北地区	364195.33	24.02%	16.89%	-0.47%
中南地区	173949.51	25.01%	15.55%	0.53%
西南地区	195433.64	19.09%	18.94%	0.73%
西北地区	77817.43	34.60%	12.84%	0.99%
合计	811395.90	23.93%	16.71%	0.12%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表5：租赁大幅提高，拉高销售费用率水平

1H2011 王府井销售费用拆分明细

项目	1H2011（万）	1H2010（万）	同比变化（%）	占销售费用比重（%）
工资及附加	16973.86	14757.89	15.02%	23.74%
租赁费	20119.72	12815.98	56.99%	28.14%
水电费	7739.64	7249.21	6.77%	10.82%
折旧费	6858.26	5284.72	29.78%	9.59%
长期待摊费用摊销	6117.77	4255.83	43.75%	8.56%
修理费	1497.31	1390.70	7.67%	2.09%
无形资产摊销	1346.06	1290.42	4.31%	1.88%
物业管理费	1730.95	1508.67	14.73%	2.42%
其他	9117.72	7253.13	25.71%	12.75%
合计	71501.29	55806.56	28.12%	100.00%

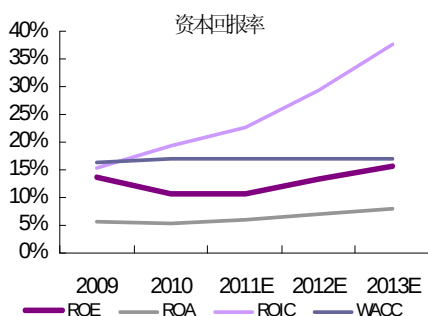
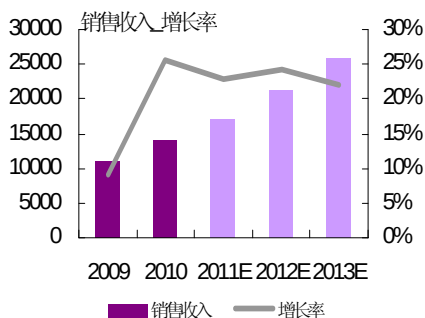
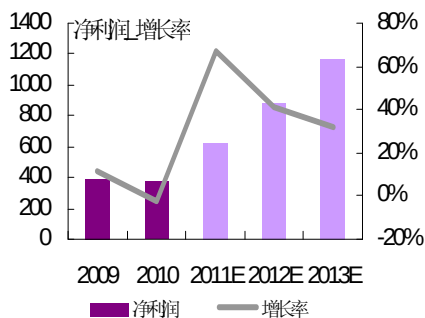
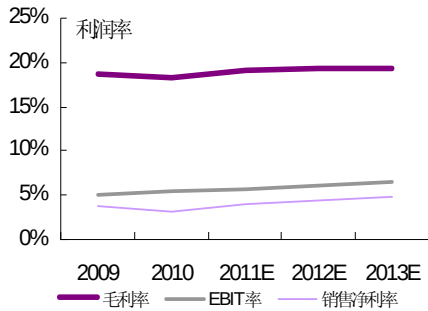
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表6：租赁费用同比提升幅度较大，总体费用控制良好

1H2011 王府井管理费用拆分明细

项目	1H2011（万）	1H2010（万）	同比变化（%）	占管理费用比重（%）
工资及附加	14425.12	12385.79	16.47%	58.73%
费用性税金	1744.69	1437.56	21.37%	7.10%
折旧费	709.98	2318.11	-69.37%	2.89%
业务招待费	725.74	602.06	20.54%	2.95%
修理费	239.40	205.69	16.39%	0.97%
长期待摊费用摊销	155.98	155.98	0.00%	0.64%
水电费	158.61	84.81	87.02%	0.65%
无形资产摊销	419.22	482.28	-13.08%	1.71%
租赁费	2379.87	440.66	440.06%	9.69%
物业管理费	37.91	24.01	57.87%	0.15%
其他	3563.36	3001.62	18.71%	14.51%
合计	24559.88	21138.57	16.19%	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,099	13,946	17,123	21,283	25,942
营业成本	9,026	11,408	13,847	17,185	20,929
折旧和摊销	268	290	185	198	211
营业税费	122	139	180	223	272
销售费用	989	1,210	1,515	1,873	2,231
管理费用	407	438	565	692	817
财务费用	68	95	92	52	35
公允价值变动损益	6	0	0	0	0
投资收益	32	-3	0	0	0
营业利润	519	653	895	1,250	1,648
利润总额	523	614	895	1,250	1,648
少数股东损益	35	62	45	55	70
归属母公司净利润	384.33	376.03	626.48	882.21	1,166.35

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,413	8,314	11,378	13,269	15,538
流动资产	2,542	3,665	6,921	8,710	10,891
货币资金	1,860	2,948	5,805	7,322	9,198
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	68	70	123	153	187
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	97	95	171	213	259
存货	305	277	476	592	724
可供出售投资	815	482	400	400	400
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	117	114	114	114	114
固定资产	2,246	2,220	2,335	2,443	2,542
无形资产	1,107	1,073	1,046	1,020	994
总负债	4,469	4,585	5,202	6,357	7,671
无息负债	3,746	4,585	5,202	6,357	7,671
有息负债	723	0	0	0	0
股东权益	2,944	3,729	6,176	6,912	7,867
股本	393	418	463	463	463
公积金	1,727	2,334	4,190	4,190	4,190
未分配利润	711	766	1,267	1,948	2,833
少数股东权益	114	211	256	311	381

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,168	1,592	1,190	2,100	2,483
净利润	384	376	626	882	1,166
折旧摊销	268	290	185	198	211
净营运资金增加	-163	-321	396	-80	-68
其他	678	1,248	-17	1,100	1,174
投资活动产生现金流	-319	-325	5	-300	-300
净资本支出	301	325	300	300	300
长期投资变化	117	114	0	0	0
其他资产变化	-737	-764	-295	-600	-600
融资活动现金流	-101	-179	1,661	-283	-307
股本变化	0	25	45	0	0
债务净变化	-67	-723	0	0	0
无息负债变化	489	839	618	1,155	1,314
净现金流	747	1,089	2,856	1,517	1,876

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.09%	25.66%	22.78%	24.30%	21.89%
净利润增长率	11.71%	-2.16%	66.60%	40.82%	32.21%
EBITDA 增长率	4.94%	27.40%	12.79%	27.89%	26.32%
EBIT 增长率	-8.16%	36.85%	31.60%	31.84%	29.32%
估值指标					
PE	53	54	33	23	18
PB	7	6	3	3	3
EV/EBITDA	21	17	15	12	9
EV/EBIT	32	24	18	13	10
EV/NOPLAT	40	33	24	18	13
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	6	7	6	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	18.67%	18.20%	19.13%	19.25%	19.32%
EBITDA 率	7.36%	7.46%	6.85%	7.05%	7.31%
EBIT 率	4.94%	5.38%	5.77%	6.12%	6.49%
税前净利润率	4.72%	4.40%	5.23%	5.87%	6.35%
税后净利润率 (归属母公	3.46%	2.70%	3.66%	4.15%	4.50%
ROA	5.66%	5.27%	5.90%	7.06%	7.96%
ROE (归属母公司) (摊	13.58%	10.69%	10.58%	13.37%	15.58%
经营性 ROIC	15.29%	19.49%	22.57%	29.30%	37.77%
偿债能力					
流动比率	0.70	0.82	1.35	1.38	1.43
速动比率	0.62	0.76	1.26	1.29	1.34
归属母公司权益/有息债务	3.91	-	-	-	-
有形资产/有息债务	8.25	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.83	0.81	1.35	1.91	2.52
每股红利	0.25	0.27	0.44	0.61	0.80
每股经营现金流	2.52	3.44	2.57	4.54	5.37
每股自由现金流(FCFF)	1.25	1.78	0.56	2.08	2.70
每股净资产	6.12	7.60	12.79	14.26	16.18
每股销售收入	23.98	30.14	37.00	45.99	56.06

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

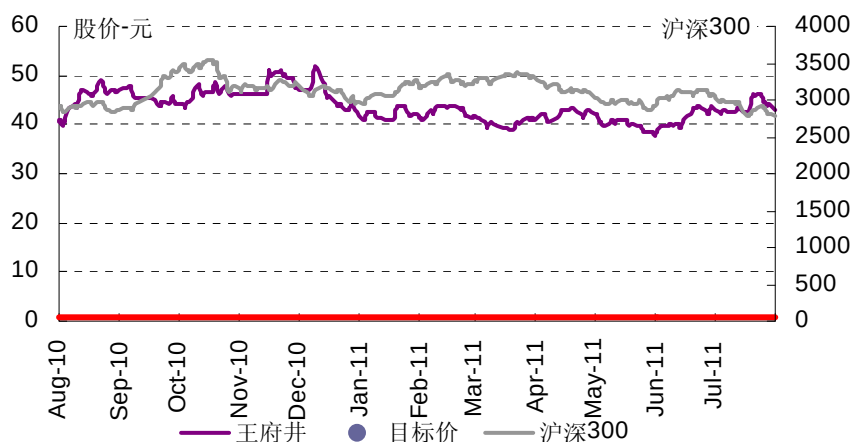
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

王府井（600859）



日期	股价	目标	评级
2009-06-16	28.01	32.40	增持
2011-02-12	43.85	56.00	买入
2011-04-05	39.99	51.10	买入
2011-05-08	43.15	50.00	买入
2011-07-20	41.96	60.00	买入
2011-08-03	43.09	0.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com