

2012年3月27日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn
目标价(元) 37.6

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2012/3/27)	30.88
上证综合指数(2012/3/27)	2347.18
股价 12 个月高/低	46.14/27.88
总发行股数 (百万)	462.77
A 股数 (百万)	417.64
A 市值 (亿元)	128.97
主要股东	北京王府井国际商业发展有限公司 (49.06%)
每股净值 (元)	11.59
股价/账面净值	2.66
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.31 0.72 -23.09

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-12-13	50.72	持有
2010-1-14	44.25	买入

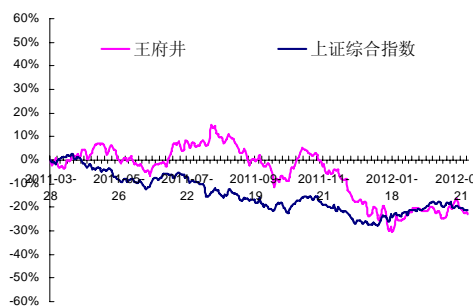
产品组合

零售	96.9%
----	-------

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	0.94%
基金	19.07%
券商	0.85%
券商集合理财	0.06%
社保基金	0.84%
一般法人	47.17%

股价相对大盘走势



王府井(600859.SH)

Buy 买入

毛利恢复增长, 外省门店发展良好

结论与建议:

公司年内实现了营收和毛利润率的增长, 北京以外门店的增长情况良好, 次新店的扭亏明显, 有望支撑公司未来几年的业绩。定向增发完成后公司资金充足, 能够支付未来拓展所需资金。

- **公司业绩:** 公司 2011 年实现营业收入 167.61 亿元, 同比增长 20.18%, 实现归属上市公司股东净利润 5.83 亿元, 同比增长 54.94%, 实现每股收益 1.084 元, 基本符合我们的预期。4Q 单季实现营收 45.76 亿元, YOY 增长 14%, 实现净利润 1.3 亿元, YOY 增长 147.8%。
- **高成长原因:** 1) 公司 2010 年 12 月支付成都二店原有商户补偿款 5000 万元使得 4 季度的基数较小, 扣除该部分影响后全年和 4Q 净利润分别同比增长 36.7% 和 26.7%; 2) 2010 年底集中有 3 间门店开业, 使得公司 2011 的营收实现了较大幅度的增长; 3) 公司加大了在毛利润率方面的管控, 超过 7 成门店的毛利润出现上涨使得毛利润率全年提高了 0.46 个百分点至 18.66%; 4) 公司完成了对成都王府井 13.51% 股权的收购减少了公司的少数股东权益。
- **原有门店经营:** 由于并入大钟寺和大兴两家新店以及年内整修使得双安商场利润降至 2008 万元, 但是外埠门店: 成都、呼和浩特、长沙、西宁和洛阳等地的门店均实现了利润的高速增长, 同时 2009 年开业的昆明和太原店扭亏, 覆盖了新门店亏损带来的不利影响。目前公司 2009 年后开业的门店面积占公司总营业面积接近 30%, 次新店的增长将成为未来业绩的重要支撑。
- **门店拓展:** 公司 2011 年完成了双安商场、长沙王府井的改造, 2011 年 9 月和 12 月分别有鄂尔多斯店和成都 2 店开业, 门店面积增加了 15 万平米。目前公司在 17 个城市共拥有 25 家百货店, 面积超过 100 万平米。2012 年公司福州店、西宁 2 店、郑州店、抚顺店, 以及北京百货大楼西配楼改造项目进入筹备开业期, 唐山店开店时间有所推迟, 预计年内新开门店为 3-5 家。此外公司在抚顺、长沙等地签署了新的租赁专案, 并且采用股权合作、购置商业用房等方式在西安和郑州地区签订了新的购物中心专案。向大股东定向增发获得 12.37 亿元资金成为门店拓展的有力保障。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2012、2013 年将实现净利润 6.97 亿元和 8.74 亿元, 分别同比增长 19.6% 和 25.4%, 对应的 EPS 为 1.5 元和 1.89 元, 目前股价对应的 PE 为 20.5 倍和 16.3 倍, 给予买入的投资建议, 目标价 37.6 元, 对应 2012 年 25 倍 PE。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB百万元	384	376	583	697	874
同比增减	%	11.71%	-2.16%	54.94%	19.65%	25.41%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.978	0.900	1.259	1.506	1.889
同比增减	%	11.71%	-7.94%	39.82%	19.65%	25.41%
A股市盈率 (P/E)	X	31.6	34.3	24.5	20.5	16.3
股利 (DPS)	RMB元	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
股息率 (Yield)	%	0.97%	0.97%	0.97%	1.62%	1.62%

表 1、公司主要子公司的净利润情况

万元	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
双安商场	2552	3468	2900	5285	7206	9177	9164	8527	7480	2008
长安商场					550	2888	2503	2417	2689	3257
成都王府井	427	(983)	(1648)	3240	8342	9089	8675	11119	20151	32743
包头王府井		11	508	945	529	2320	4677	5756	6182	6241
广州王府井	1098	1230	1916	1717	2188	3441	2281	2406	3058	3832
武汉王府井	209	(214)	(404)	(1372)	(438)	120	296	210	379	438
长沙王府井			(391)	(660)	943	1453	2180	2704	4667	6880
呼和浩特王府井			(393)	(170)	(49)	(28)	233	303	207	417
洛阳王府井			(468)	350	505	1224	1910	2226	1781	2829
西宁王府井					(690)	5	1641	4107	5450	7396
株洲王府井									(603)	(2553)
鄂尔多斯王府井										(1106)

资料来源：公司公告

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	11099	13946	16761	19604	23525
经营成本	9026	11408	13634	15958	19132
营业税金及附加	122	139	184	189	226
销售费用	989	1210	1510	1817	2133
管理费用	407	438	516	615	721
财务费用	68	95	74	60	60
投资收益	32	-3	-2	-2	-2
营业利润	519	653	841	964	1250
营业外收入	10	15	15	8	8
营业外支出	5	54	4	8	8
利润总额	523	614	852	964	1250
所得税	104	175	230	234	332
少数股东损益	35	62	39	33	44
归属于母公司所有者的净利润	384	376	583	697	874

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	1860	2948	5204	6469	8125
应收账款	165	165	218	255	306
存货	305	277	363	425	510
流动资产合计	2542	3665	6101	7379	9171
长期股权投资	117	114	112	115	118
固定资产	2246	2220	2314	2777	3194
在建工程	30	74	27	268	214
非流动资产合计	4871	4649	4742	5460	5826
资产总计	7413	8314	10842	12839	14998
流动负债合计	3631	4485	5419	6765	8111
非流动负债合计	838	99	65	79	94
负债合计	4469	4585	5484	6844	8355
少数股东权益	114	211	-5	15	20
股东权益合计	2831	3518	5363	5980	6623
负债及股东权益合计	7413	8314	10842	12839	14998

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	1168	1592	1672	1956	2347
投资活动产生的现金流量净额	-319	-325	-510	-612	-642
筹资活动产生的现金流量净额	-101	-179	1094	-80	-48
现金及现金等价物净增加额	747	1089	2256	1264	1657

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。