

# 重启扩张之路

王府井 (600859) 2009 年报点评

谨慎推荐 (维持)

2010 年 4 月 6 日

## 投资要点:

- ◇ **2009年净利润同比增长11.71%**。09年公司实现营业总收入110.99亿元,同比增长9.09%;营业利润5.19亿元,较上年同比下降5.78%;归属于母公司所有者净利润3.84亿元,同比增长11.71%,每股收益0.98元,略低于预期。营业利润同比下降,主要原因有:一是百货零售业务毛利率下降0.75个百分点,致使综合毛利率下降0.26个百分点。二是09年新开4家门店,致使折旧费、门店租赁费和摊销费用增加。三是银行借款利息增加及计提可转债利息,致使财务费用增加。
- ◇ **积极推进规模扩张,加快全国布局**。在历经两年的休整之后,09年公司重启外延扩张,新增王府井大厦(百货大楼北馆)、太原、兰州、昆明四家门店,新增经营建筑面积超过20万平米,使得公司总共拥有百货门店19家。从门店拓展的方向来看,公司重点发展华北、西南、西北片区市场。短期来说,新开门店所产生的费用将会给公司经营带来一定压力;不过考虑到前几年开设的门店陆续进入盈利期,我们认为公司的开店节奏仍属合理范畴。
- ◇ **维持“谨慎推荐”评级**。我们注意到公司的一些积极变化,如(1)经过两年休整后,门店扩张步伐明显加快。(2)从开店策略上,以拓展西南、西北地区二三线城市为主,而这些地区的消费潜力巨大,并且也是公司现有门店销售增长较快的优势地区。(3)门店自有物业资产比例的提高。我们认为,作为A股同类上市公司中唯一一家能够成功实施全国布局的百货零售商,公司未来业绩增长可期。我们预计,公司2010年和2011年每股收益分别达到1.13元和1.35元;对应市盈率依次为29.64倍、24.83倍,维持“谨慎推荐”投资评级。

**丁文进**

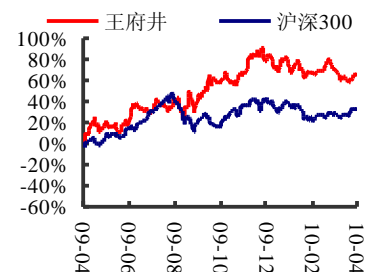
电话: 0769-22119455

邮箱: dwj@dgzq.com.cn

### 主要数据 2010 年 4 月 6 日

收盘价(元)	33.58
总股本(万股)	39,297
流通 A 股股本(万股)	39,297
12 月最高价(元)	40.00
12 月最低价(元)	20.08

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

### 公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	10174.04	11098.82	13096.61	15061.10
同比%	13.85%	9.09%	18.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	344.04	384.33	445.25	531.51
同比%	29.22%	11.71%	15.85%	19.37%
毛利率%	18.93%	18.67%	18.80%	18.80%
ROE%	16.76%	13.58%	—	—
每股收益(元)	0.88	0.98	1.13	1.35
每股净资产(元)	5.22	7.20	—	—
市盈率(倍)	38.36	34.33	29.64	24.83
市净率(倍)	6.43	4.66	—	—

### 相关报告

## 1. 2009 年净利润同比增长 11.71%

2009年公司实现营业总收入110.99亿元，比上年同期增长9.09%；实现营业利润5.19亿元，较上年同比下降5.78%；实现归属于母公司所有者净利润3.84亿元，比上年同期增长11.71%，每股收益0.98元，略低于我们之前的预期。其中归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为3.54亿元，较上年同期减少7.81%。公司拟以2009年末总股本3.93亿股为基数，每10股派发现金3元（含税）。

2009年公司营业利润同比出现下降，主要原因有：一是公司的百货零售业务毛利率较上年下降0.75个百分点，致使综合毛利率下降0.26个百分点。二是09年新开王府井大厦（百货大楼北馆）、太原、兰州、昆明4家门店，致使折旧费、门店租赁费和摊销费用增加。三是银行借款利息增加及计提可转债利息，致使财务费用增加。

在营业利润下降的情况下，公司净利润同比增长11.71%，主要原因有：一是报告期内卖出持有的可供出售金融资产，北辰实业（601588）1190万股，致使投资收益增加3032万元。二是国家税务政策变化影响，导致实际税率较上年下降7.24个百分点。公司的成都、重庆子公司享受15%的税率，西宁子公司09年、10年免税，11年、12年15%。

## 2. 积极推进规模扩张 加快全国布局

在历经两年（07年、08年）的休整之后，2009年公司重启外延扩张，全年新增门店四家，新增经营建筑面积超过20万平米，使得公司总共拥有百货门店19家，分别位于北京（4家门店）、广州、武汉、成都、包头（2家门店）、重庆（2家门店）、呼和浩特、洛阳、长沙、西宁、乌鲁木齐、太原、兰州以及昆明。具体来看，公司于2009年1月17日，百货大楼北馆（王府井大厦）开始试营业；5月28日，太原王府井开始试营业；8月29日，兰州王府井开始试营业；9月29日，昆明王府井对外营业。除此以外，公司还于北京、成都、鄂尔多斯等地签署了新的项目，预计2010年公司将新开门店4-6家，使公司重点城市 and 同区域多店的发展战略取得突破。

从门店拓展的方向来看，公司重点发展华北、西南、西北片区市场。我们认为，随着区域经济的持续发展和国家扩大内需政策的推进，这些地区的二三线城市存在巨大的消费潜力，公司未来业绩增长值得期待。短期而言，新开门店所产生的折旧摊销和人员费用将会给公司经营带来一定压力；不过考虑到前几年开设的门店陆续进入盈利期，我们认为公司的开店节奏仍属合理范畴。

## 3. 西南、西北地区销售增长显著

2009年公司的一线城市（指北京、广州）门店经营状况不甚理想，其中北京双安商场、长安商场净利润分别同比下滑6.95%、3.46%，广州王府井净利润同比增长5.47%，增速低于公司平均水平。从地区分布来看，公司西南、西北片区的销售增长情况良好，反映金融危机对这些地区造成的影响要比一线城市相对较小。其中，西北地区（包括青海、新疆、甘肃）门店因开设时间较短，同比增长更为显著，达到38.4%。值得注意的是，西宁王府井净利润同比增长达到150%，成为公司经营一大亮点。

表 1：2009 年公司营业收入分布

地区	营业收入	同比增长(%)	备注
华北地区	4,730,997,940.04	3.76	北京、山西、内蒙古

中南地区	2,533,813,244.38	2.34	河南、湖北、湖南、广东、广西
西南地区	2,691,893,356.23	17.46	重庆、四川、云南
西北地区	844,986,235.93	38.4	青海、新疆、甘肃
合计	10,801,690,776.58	8.69	

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：子公司净利润增长情况（单位：元）

名称	2009	2008	同比增长(%)
成都王府井	111,187,075.87	123,932,239.74	-10.28%
北京双安商场	85,269,972.70	91,642,331.79	-6.95%
包头王府井	57,555,191.91	46,767,411.07	23.07%
西宁王府井	41,068,744.31	16,408,652.56	150.29%
长沙王府井	27,035,866.14	21,801,889.80	24.01%
北京长安商场	24,167,451.80	25,034,591.03	-3.46%
广州王府井	24,058,101.51	22,810,899.05	5.47%
洛阳王府井	22,255,072.12	19,104,246.68	16.49%
呼和浩特王府井	3,031,803.19	2,325,795.68	30.36%
武汉王府井	2,101,893.77	2,964,704.50	-29.10%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

#### 4. 深化百货业务经营管理

(1) 根据市场情况，及时调整商品结构。2009年公司成都、长安商场、东安市场、乌鲁木齐等门店对经营布局 and 商品结构进行大规模调整，取得较好经营成效。此外，公司还加强对高端重点品牌的引进，对提升门店定位和门店培育起到积极作用。

(2) 增加公司自有物业资产比例，促进经营业绩提升。在自有物业取得成本较低的情况下，每期折旧通常要比门店租金要低。公司于2009年10月公开发行8.21亿元可转换债券，用于收购王府井大厦55%股权，使得王府井大厦成为公司的自有物业。自2009年1月起，王府井大厦做为公司旗舰店北京市百货大楼的北馆对外营业，使百货大楼面积得到扩充。预计到2010年上半年，百货大楼北馆将实现全面对外营业。

#### 5. 维持“谨慎推荐”投资评级

2009年公司经营业绩略低于预期。具体来看主要原因有，(1) 一线城市（包括北京、广州）门店销售情况不如人意。(2) 新开门店导致培育费用较高。(3) 银行借款利息、可转换公司债利息导致财务费用增长较大。不过另一方面，我们也看到了公司的一些积极变化，比如(1) 公司在经历了两年的休整之后，门店扩张步伐明显加快。(2) 从开店策略上，公司以拓展西南、西北地区二三线城市为主，而这些地区的消费潜力巨大，并且也是公司现有门店销售增长较快的优势地区。(3) 门店自有物业资产比例的提高。我们认为，作为A股同类上市公司中唯一一家能够成功实施全国布局的百货零售商，公司未来业绩增长可期。我们预计，公司2010年和2011年每股收益分别达到1.13元和1.35元；对应市盈率依次为29.64倍、24.83倍，维持“谨慎推荐”投资评级。

**风险提示：**宏观经济的周期性波动和处于转型期的商业市场环境在给公司带来机遇的同时，为公司经营带来了风险；日趋激烈的市场竞争也为公司的对外扩张和日常经营带来风险；近两年公司新开门店较多，短期内可能对公司业绩提升带来较大压力。

表 3：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	<b>10,174.04</b>	<b>11,098.82</b>	<b>13,096.61</b>	<b>15,061.10</b>
营业总成本	<b>9,617.20</b>	<b>10,618.57</b>	<b>12,493.68</b>	<b>14,340.39</b>
营业成本	8,247.64	9,026.19	10,634.45	12,229.62
营业税金及附加	93.13	121.69	144.06	165.67
销售费用	830.56	989.14	1,172.15	1,325.38
管理费用	403.19	406.65	478.03	549.73
财务费用	40.26	68.12	65.00	70.00
资产减值损失	2.42	6.79	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	-4.27	6.04	0.00	0.00
投资净收益	-2.17	32.30	5.00	5.00
其中 对联营和合营投资	-8.07	-3.78	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>550.41</b>	<b>518.59</b>	<b>607.93</b>	<b>725.71</b>
加 营业外收入	8.21	9.99	0.00	0.00
减 营业外支出	48.48	5.09	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>510.14</b>	<b>523.49</b>	<b>607.93</b>	<b>725.71</b>
减 所得税	137.96	103.67	121.59	145.14
实际所得税率	27.04%	19.80%	20.00%	20.00%
净利润	372.18	419.82	486.34	580.57
减 少数股东损益	28.14	35.49	41.10	49.06
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>344.04</b>	<b>384.33</b>	<b>445.25</b>	<b>531.51</b>
最新总股本(万股)	39,297	39,297	39,297	39,297
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.88</b>	<b>0.98</b>	<b>1.13</b>	<b>1.35</b>
市盈率(倍)	38.36	34.33	29.64	24.83

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

### 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn