

2010年4月29日

王府井

1 季度业绩略超预期

A
买入

600859.SS - 人民币 35.67

目标价格: 人民币 39.70 (▲36.75)

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(%)	(3)	11	8	58
相对新华富时	15	19	14	42
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	393
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	6,990
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2010E)	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

2010 年 1 季度公司实现营业收入 38.13 亿元, 同比增长 29.9%, 环比上升 21.8%; 而扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润则为 1.42 亿元, 折合每股收益 0.361 元, 同比上升 62.8%。基于 2011 年 27 倍市盈率, 我们将目标价由 36.75 元小幅上调至 39.70 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司业绩高于预期, 发展状态良好, 现金流较为健康, 大部分区域门店尤其是西部门店开始发力。新开门店质量良好记录令人欣慰。

影响评级的主要风险

- 新开门店可能摊薄全年业绩, 次新店培育周期略长。
- 北京百货大楼装修加固长达半年, 影响业绩。

估值

- 我们对 2010 年预测并不如市场预期乐观, 主要原因在于次新店培育周期较慢, 2010 年新开门店集中以及百货大楼已经开始的装修加固都会影响当年业绩。我们基于对每个门店的基础数据和对 2011 年可转债顺利转股的假设, 维持 2010-2012 年的每股收益预测分别为 1.09、1.47 和 1.75 元。我们认为公司基本面良好, 中长期仍然具有吸引力。基于 2011 年 27 倍市盈率, 我们将目标价由 36.75 元小幅上调至 39.70 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	10,009	10,898	13,367	15,983	18,357
变动(%)	14	9	23	20	15
净利润(人民币 百万)	344	384	427	578	688
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.086	1.470	1.750
变动(%)	24.5	(5.8)	21.4	35.3	19.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.250	1.504	2.030
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.086	1.470	1.750
变动(%)	24.5	(5.8)	21.4	35.3	19.0
全面摊薄市盈率(倍)	37.5	39.9	32.8	24.3	20.4
核心市盈率(倍)	37.5	39.9	32.8	24.3	20.4
每股现金流量(人民币)	2.34	2.59	3.12	3.65	4.15
价格/每股现金流量(倍)	15.2	13.8	11.4	9.8	8.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.2	16.0	12.8	9.8	7.7
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.217	0.368	0.437
股息率(%)	0.5	0.7	0.6	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

费用控制良好，业绩略高于市场预期

2010年1季度公司实现营业收入38.13亿元，同比增长29.9%，环比上升21.8%；而扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润则为1.42亿元，折合每股收益0.361元，同比上升62.8%。这高于市场一季度增长30%的预期。

总体来说公司2010年1季度同店销售收入增长18%左右，零售业务毛利率较09年同期低0.83个百分点，为18.3%，主要原因我们认为是：其一，1季度公司下属门店打折促销力度加大，譬如北京百货大楼3月份进入装修前做的大促；其二，黄金饰品等低毛利率商品销售比重较去年同期有所上升从而拉低总体毛利率。我们预测随着新开门店和次新店今年销售比重有所上升，总体毛利率会受到一定程度拖累。同时我们推断在销售收入同店增长18%同时，该部分店销售利润也实现了超过40%的增速。

我们观察各季度表现出不一样的特征。进入09年三季度，销售走势逐步趋好，转暖迹象日趋明朗；各门店间不均衡状况突出，正负面影响同样明显；各商品品类之间销售变化较为明显；平日销售增幅弱于节假日，但09年末开始发生变化；销售额增长主要依赖于客单价的提升；高价格带商品仍是促进销售增长的主力军等主要特点。

图表 2. 公司 08-10 年各季度业绩

(人民币, 百万)	08年 1季度	08年 2季度	08年 3季度	08年 4季度	09年 1季度	09年 2季度	09年 3季度	09年 4季度	10年 1季度
总营业收入	2,953	2,152	2,395	2,602	2,935	2,300	2,565	3,219	3,813
税金及附加	(23)	(16)	(22)	(32)	(26)	(22)	(33)	(40)	(36)
净营业收入	2,930	2,137	2,372	2,570	2,909	2,278	2,532	3,179	3,776
营业成本	(2,404)	(1,709)	(1,911)	(2,152)	(2,373)	(1,824)	(2,075)	(2,670)	(3,115)
毛利润	526	428	461	418	535	453	458	509	661
销售费用	(234)	(227)	(274)	(96)	(244)	(232)	(248)	(265)	(279)
管理费用	(118)	(66)	(85)	(134)	(124)	(88)	(97)	(97)	(136)
营业利润	174	135	103	188	167	133	113	147	246
非经常性项目	6	(9)	6	(44)	14	24	4	(0)	1
应占联营公司业绩	(2)	(2)	(1)	(3)	(1)	(1)	(0)	(2)	(2)
净财务费用	(19)	6	(14)	(14)	(21)	(16)	(20)	(11)	(25)
税前利润	159	130	94	127	158	140	96	135	221
所得税	(41)	(28)	(27)	(42)	(40)	(40)	(24)	(15)	(48)
税后利润	119	102	67	85	119	100	72	119	172
少数股东损益	(12)	(10)	(9)	3	(18)	(18)	(6)	(4)	(29)
股东可分配利润	107	92	58	88	101	82	65	116	143
经常性净利润	100	101	52	131	87	59	62	116	142
每股收益(人民币)	0.255	0.3	0.131	0.335	0.222	0.2	0.158	0.295	0.361
盈利能力(%)									
毛利率	18.0	20.0	19.4	16.3	18.4	19.9	18.1	16.0	17.5
营业利润率	5.9	6.3	4.3	7.3	5.7	5.8	4.5	4.6	6.5
税前利润率	5.4	6.1	3.9	5.0	5.4	6.1	3.8	4.2	5.8
净利率	3.4	4.7	2.2	5.1	3.0	2.6	2.4	3.6	3.8

资料来源：公司数据、中银国际研究

我们可以看到，包含百货大楼和东安市场的母公司报表毛利率出现了2个百分点的下降，销售收入增长37%，这侧面印证了百货大楼促销力度之大。而在扣除背负总部销售费用和管理费用后的经营利润率却由负转正，说明总部两项费用控制良好，但是转债导致的财务费用大幅增加是影响母公司报表的重要因素。

图表3. 母公司2010年1季度业绩同比数据

(人民币, 百万)	2009年1季度	2010年1季度	同比变动(%)
营业收入	383.8	526.9	37.3
营业成本	(298.1)	(419.7)	40.8
营业税金及附加	(3.8)	(5.6)	47.8
销售费用	(36.2)	(40.9)	13.1
管理费用	(46.1)	(59.7)	29.5
财务费用	(5.9)	(9.1)	54.9
税前营业利润额	(6.2)	(8.1)	30.4
毛利率	22.3	20.3	
经营利润率	(0.1)	0.2	

资料来源：公司数据、中银国际研究

各门店恢复不一

和其他百货公司类似，王府井各门店由于09年1季度受金融危机的影响，一线城市受影响比二、三线城市大，东部地区受影响比中西部的大，北京门店甚至出现负增长。今年1季度出现较好的增速反弹。

王府井区域门店来看，中西部地区门店无论销售还是利润平均增幅仍然较大。西宁店2010年1季度同店增速接近27%。而同样表现靓丽的是包头区域，虽然包头1店受道路封闭影响，增速在14%左右，2店同店增速超过30%。而我们估计成都/长沙/重庆二店分别实现大于20%、洛阳/乌鲁木齐店接近15%的同店增长。重庆1店/呼和浩特店同店增长略高于6%，广州店接近10%，武汉店略有下滑。

北京地区我们可以从母公司报表里面看到百货大楼增长37%，东安略高于7%，而长安恢复到15%以上的同店增速，双安则呈现增长乏力的疲态，单位数增长。

次新店表现良好，据我们估算，太原店2010年1季度约税前销售收入为1.7亿元，昆明店8,000万元，兰州店约为7,000万元。兰州店销售毛利率因为区域竞争激烈大大低于正常水平。我们预计该3门店全年实现盈亏平衡的难度较大。

2010 年新开 4-6 家门店

2010 年，公司将继续坚持从精从重的原则，积极推进规模扩张，继续专注于百货业态及百货业态的拓展延伸。继续强化北京地区大本营的市场地位，进一步加大同城多店和区域城市群的开发力度，并加大对未进入地区省会城市的开发力度。在一季报中，公司正式披露了北京大兴火神庙店和大钟寺店，而株洲店、成都天府店、鄂尔多斯店和广州 2 店（荔湾区西城都会广场）我们预计将在下半年开业。店均面积 3-4 万平方米，均为租赁精装修。

各门店详情我们已经在 2010 年 4 月 2 日出版的年报点评中细述，此处不再赘言。

维持买入评级

总体来看，我们认为公司 1 季度业绩高于预期，发展状态良好，现金流较为健康，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。当然我们对其北京门店表现迟迟得不到进一步改善仍然感到失望。但是另外一方面其新开门店质量良好历史记录令我们感到欣慰。但是我们对 2010 年预测并不如市场预测乐观，主要原因在于次新店培育周期较慢，2010 年新开门店集中以及百货大楼已经开始的为期 6 个月的装修加固都会影响当年业绩。

我们基于对每个门店的基础数据和对 2011 年可转债顺利转股的假设，维持预测 2010-2012 年的每股收益分别为 1.09、1.47 和 1.75 元。我们认为公司基本面良好，中长期仍然具有吸引力。基于 2011 年 27 倍市盈率，我们将目标价由 36.75 元小幅上调至 39.70 元，维持**买入**评级。

图表 4.王府井 2010 年 1 季度业绩同比数据

(人民币, 百万)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动(%)
总营业收入	2,935	3,813	29.9
税金及附加	(26)	(36)	39.2
净营业收入	2,909	3,776	29.8
营业成本	(2,373)	(3,115)	31.2
毛利润	535	661	23.5
销售费用	(244)	(279)	14.1
管理费用	(124)	(136)	9.6
营业利润	167	246	47.7
非经常性项目	14	1	(89.8)
应占联营公司业绩	(1)	(2)	56.1
净财务费用	(21)	(25)	19.3
税前利润	158	221	39.4
所得税	(40)	(48)	21.9
税后利润	119	172	45.2
少数股东损益	(18)	(29)	63.8
股东可分配利润	101	143	41.9
经常性净利润	87	142	62.8
每股收益(人民币)	0.222	0.361	62.8
盈利能力(%)			
毛利率	18.4	17.5	
营业利润率	5.7	6.5	
税前利润率	5.4	5.8	
净利率	3.0	3.8	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	10,009	10,898	13,367	15,983	18,357
销售成本	(8,175)	(8,947)	(10,920)	(13,037)	(14,967)
运营费用	(856)	(1,129)	(1,465)	(1,757)	(2,015)
息税折旧前利润	977	822	982	1,189	1,374
折旧与摊销	(378)	(267)	(277)	(294)	(309)
营业利润(息税前利润)	600	555	705	895	1,065
净利息收入(费用)	(39)	(68)	(83)	(68)	(90)
其它盈利/(亏损)	(50)	37	(5)	(6)	(5)
税前利润	510	523	617	821	970
所得税	(138)	(104)	(154)	(205)	(242)
少数股东损益	(28)	(35)	(36)	(38)	(40)
净利润	344	384	427	578	688
核心净利润	373	352	427	578	688
每股收益(人民币)	0.875	0.978	1.086	1.470	1.750
核心每股收益(人民币)	0.950	0.895	1.086	1.470	1.750
每股股息(人民币)	0.180	0.240	0.217	0.368	0.437
收入增长(%)	14	9	23	20	15
息税前利润增长(%)	12	(7)	27	27	19
息税折旧前利润增长(%)	44	(16)	19	21	16
每股收益增长(%)	29	12	11	35	19
核心每股收益增长(%)	25	(6)	21	35	19

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	1,124	1,860	2,457	2,781	4,280
应收帐款	294	281	232	355	379
库存	286	305	342	426	479
其它流动资产	62	97	121	145	166
流动资产合计	1,765	2,542	3,153	3,707	5,304
固定资产	2,580	2,497	2,656	2,770	2,772
无形资产	1,136	1,137	1,148	1,159	1,170
其它长期资产	706	1,237	1,279	1,245	1,208
长期资产合计	4,422	4,871	5,084	5,175	5,151
总资产	6,187	7,413	8,238	8,882	10,455
应付账款	2,756	3,158	3,670	4,440	5,153
短期债	790	70	70	80	90
其它流动负债	416	403	370	370	370
流动负债合计	3,962	3,631	4,110	4,890	5,613
长期债	85	838	827	190	493
其它长期负债	0	0	0	0	0
股本	393	393	393	393	393
资本公积	1,659	2,438	2,758	3,221	3,730
股东权益	2,052	2,831	3,151	3,614	4,123
少数股东权益	87	114	149	187	227
负债权益总计	6,187	7,413	8,238	8,881	10,455
每股账面价值(人民币)	5.22	7.20	8.02	9.20	10.49
每股有形资产(人民币)	2.33	4.31	5.10	6.25	7.51
净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(2.42)	(3.97)	(6.39)	(9.41)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	510	523	617	821	970
折旧与摊销	378	267	277	294	309
净利息费用	39	68	83	68	90
营运资本变动	292	408	521	564	636
税金支付	(138)	(104)	(154)	(205)	(242)
其它经营现金流	(161)	(145)	(119)	(106)	(130)
经营活动产生的现金流	920	1,019	1,224	1,436	1,633
购建固定资产净额	(2,665)	(196)	(340)	(340)	(240)
投资减少/(增加)	2,228	(373)	(70)	0	0
其它投资现金流	(1,024)	0	(79)	(59)	17
投资活动产生的现金流	(1,460)	(569)	(489)	(399)	(223)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	308	20	(44)	(627)	313
支付股息	(71)	(71)	(94)	(85)	(144)
其它筹资现金流	(191)	349	0	0	(79)
筹资活动产生的现金流	46	298	(138)	(713)	89
现金余额变动	(494)	747	598	324	1,499
年初现金	1,607	1,112	1,860	2,457	2,781
公司自由现金流	(519)	461	747	1,049	1,422
股权自由现金流	(272)	401	609	341	1,632

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.8	7.5	7.3	7.4	7.5
息税前利润率	6.0	5.1	5.3	5.6	5.8
税前利润率	5.1	4.8	4.6	5.1	5.3
净利率	3.4	3.5	3.2	3.6	3.7
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖倍数	10.0	7.0	7.5	11.1	10.4
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	0.4	0.6	0.7	0.7	0.9
估值(倍)					
市盈率	40.7	36.5	32.8	24.3	20.4
核心业务市盈率	37.5	39.9	32.8	24.3	20.4
目标价对应核心业务市盈率	41.8	44.4	36.5	27.0	22.7
盈率					
市净率	6.8	5.0	4.4	3.9	3.4
价格/现金流	15.2	13.8	11.4	9.8	8.6
企业价值/息税折旧前利润	14.2	16.0	12.8	9.8	7.7
周转率					
存货周转天数	12.9	12.0	10.8	10.8	9.0
应收帐款周转天数	8.4	9.6	7.0	6.7	7.3
应付帐款周转天数	93.6	99.0	93.2	92.6	95.4
回报率(%)					
股息支付率	20.6	24.5	20.0	25.0	25.0
净资产收益率	13.4	15.7	14.3	17.1	17.8
资产收益率	6.9	6.5	6.8	7.8	8.3
已运用资本收益率	18.3	16.5	17.8	21.9	23.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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