

2010-08-20

批发和零售贸易/日用百货零售业

公司研究 / 点评报告

王府井 (600859)

低谷扩张，高峰受益

买入 / 维持评级

股价: RMB39.81

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

联系人

李珊珊

+755-82494411 liss@lhqz.com

相关研究

《业绩强势反弹》

2010/04/29

《高瞻远瞩为人先》

2010/04/02

《盈利状况好转，转债发行获批》

2009/10/29

《莫以一时论英雄》

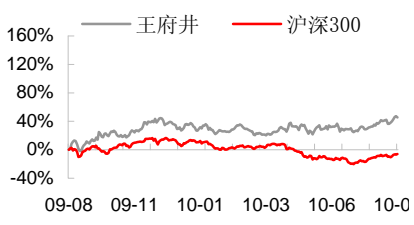
2009/08/27

基础数据

总股本(百万股)	393
流通 A 股(百万股)	393
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	15644

- 公司今日公布 2010 年中报，上半年实现收入 67.4 亿元，同比增长 27.9%，实现归属母公司净利润 2.44 亿元或 EPS=0.62 元，同比增长 17.3%，其中扣非后净利润为 2.43 亿元，同比增长 37.39%。
- 公司中期业绩增速较一季度的高增速（41.93%）明显下滑。从季度经营状况来看，二季度单季公司费用率 12.79%，高出一季度 1.25 个百分点，拉低整体业绩增速。考虑到下半年公司在京内有 2 家百货店开业、京外 2 家百货店筹备，我们判断公司可能预提部分费用，以避免业绩出现较大波动。
- 公司上半年经营状况整体符合预期，新开门店贡献收入增长，公司季度收入增速已经达到 08 年初经济危机之前的水平。季度毛利率水平也由 09 年 4Q 低点的 16.69%快速升至 102Q 的 18.99%。主力门店成都王府井和北京双安商场上半年净利润增长分别达到 60.8%和 39.4%，表现优异。
- 分区域来看，由于新开门店因素，华北、西南和西北地区收入增长较快，但未有新门店的中南地区（包括河南、湖北、湖南、广东、广西地区）收入增长仅为 15%，略低于我们预期。分业态来看，公司上半年百货毛利率为 16.62%，呈稳步上升趋势，我们预计在培育期门店成熟和新门店开业的正反因素制衡下，未来公司毛利率将保持微幅上升态势。
- 公司延续良好的费用控制：随着新开门店收入增长，公司的物业成本占收入比例下降 0.5 个百分点，公司低谷期低成本扩张的战略再一次证明具有远见卓识；此外，公司在北京的扩张分流冗员导致人工成本下降。整体费用率较去年同期下降 1.69 个百分点，部分对冲了毛利率下降对业绩的影响。
- 公司上半年只有 14000 股转债转股，考虑到目前正处于低利息期且公司持有大量可变通的北辰实业股票，短期转债偿付对公司不会形成压力，但从长期来看，其有可能成为促使公司释放业绩的因素。
- 公司 10 年仍处于资本开支密集期+门店培育期间，我们预计下半年开业及筹备的 4 家门店产生的当期开办费等费用总计 6500 万元，会对短期业绩造成一定压力，但却为 11 年及以后的发展提供了坚实基础。我们维持公司 10-11 年 EPS=1.32 和 1.65，根据联证最新评级标准，给予买入评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



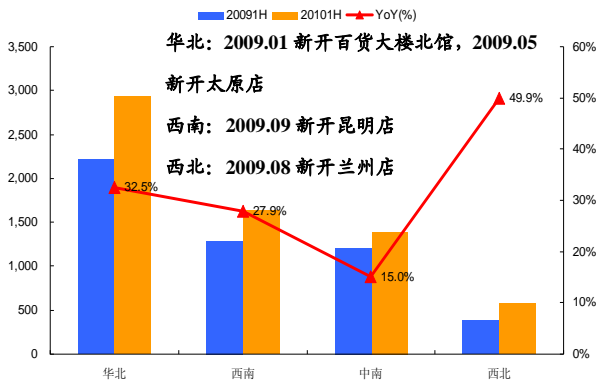
资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101H	2010E	2011E
营业收入(百万元)	11098.8	6740.3	13229.8	15531.8
(+/-%)	9.1	27.9	19.2	17.4
归属母公司净利润(百万元)	384.3	243.6	543.3	675.7
(+/-%)	11.7	17.2	35.0	24.6
EPS(元)	0.98	0.62	1.32	1.65
P/E(倍)	40.7	64.2	30.2	24.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

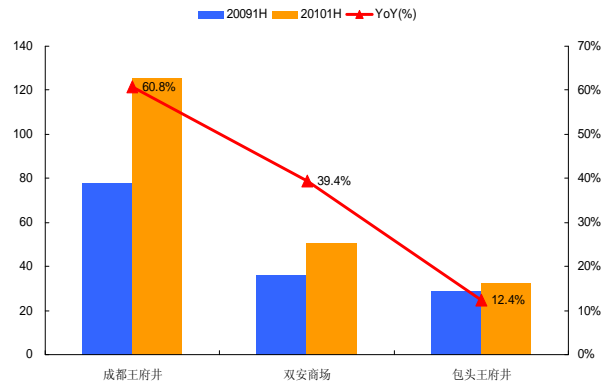
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

图 1: 新开门店贡献收入增长, 中南地区增速略低于预期



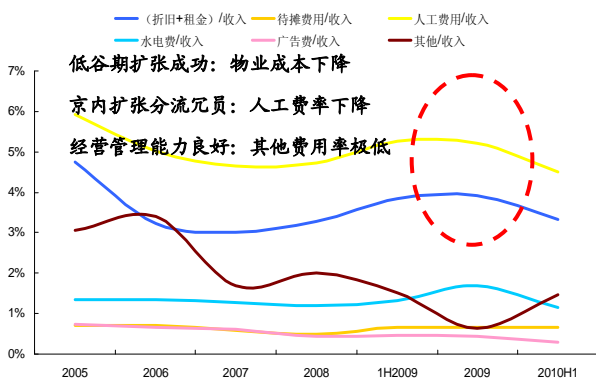
资料来源: 公司中报, 华泰联合证券研究所

图 2: 三大可比主力门店净利润增长迅速



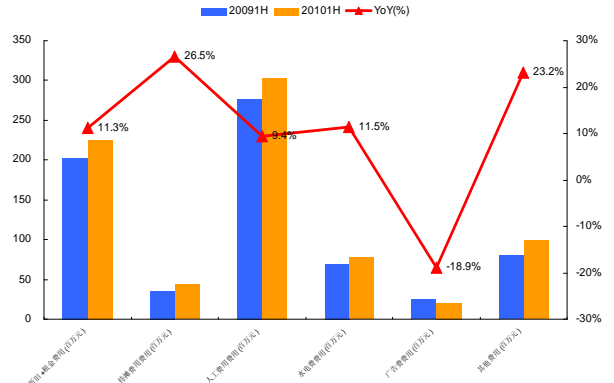
资料来源: 公司中报, 华泰联合证券研究所

图 3: 王府井各项费用占收入比例



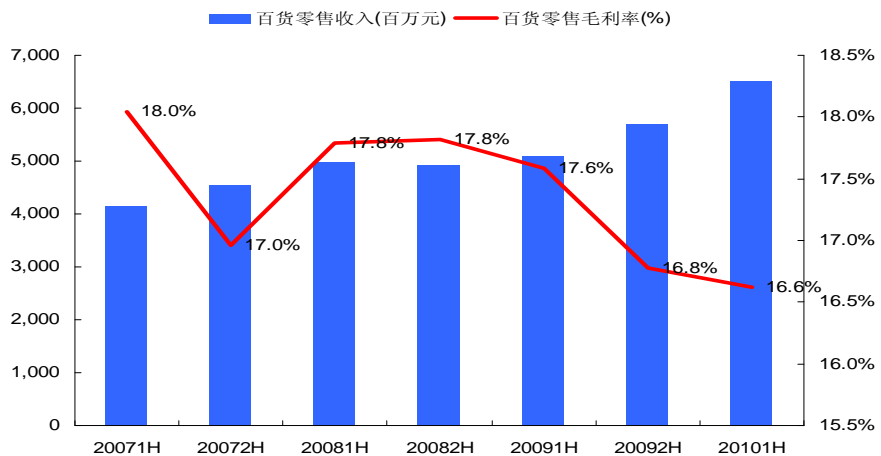
资料来源: 公司中报, 华泰联合证券研究所

图 4: 王府井各项费用绝对增长情况



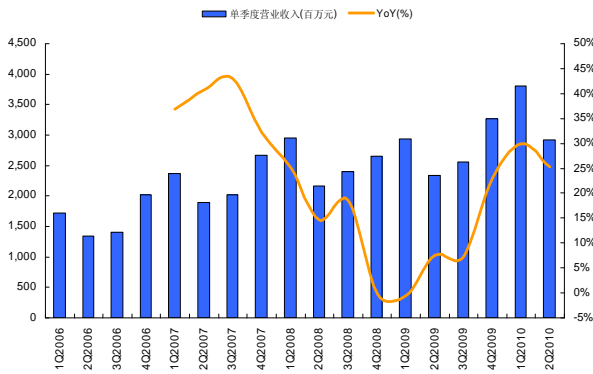
资料来源: 公司中报, 华泰联合证券研究所

图 5: 071H-101H 王府井百货业态收入及毛利率情况



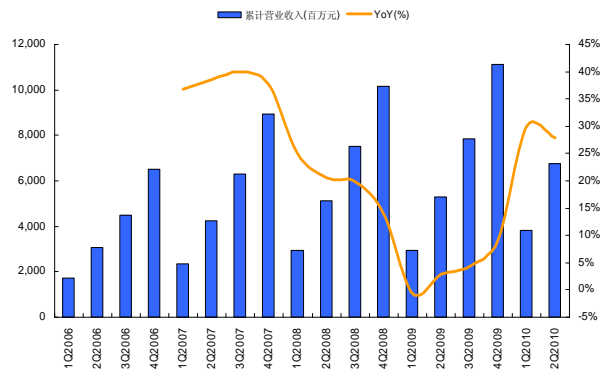
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 6：王府井单季收入增长情况



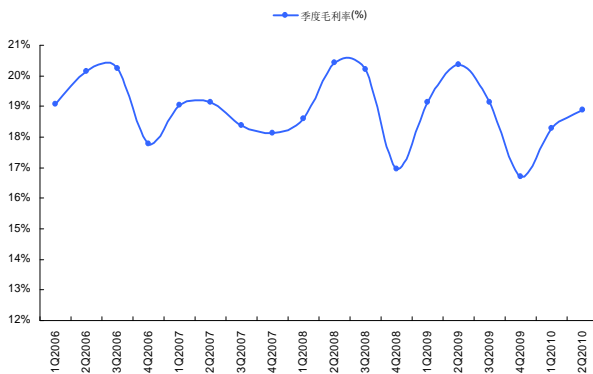
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 7：王府井季度收入累计增长情况



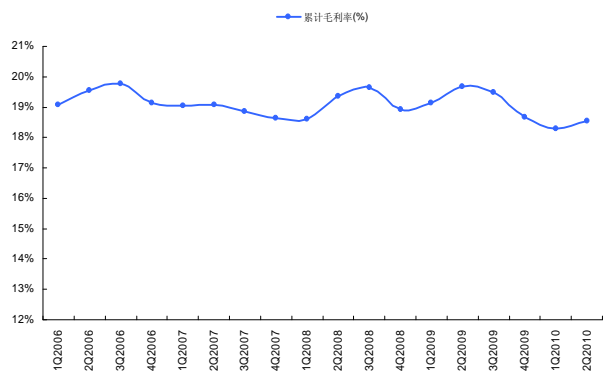
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 8：王府井单季毛利率情况



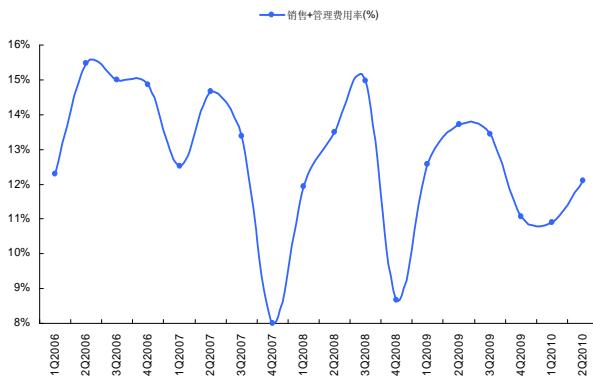
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 9：王府井季度累计毛利率情况



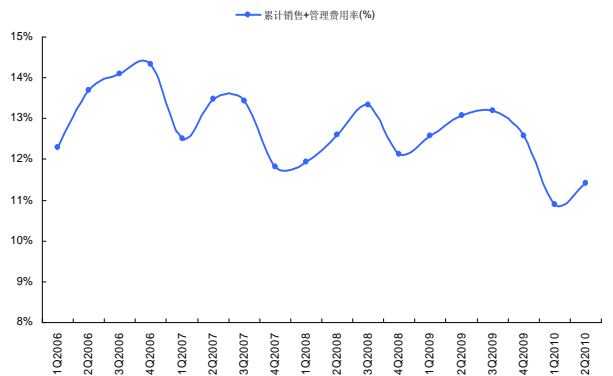
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 10：王府井单季费用率情况



资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 11：王府井季度累计费用率情况



资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2542	2832	3434	4914
现金	1860	1984	2465	3807
应收账款	68	94	111	127
其它应收款	97	106	99	114
预付账款	213	214	251	287
存货	305	420	493	562
其他	0	13	16	18
非流动资产	4871	4951	4988	4961
长期投资	117	117	117	117
固定资产	2246	2274	2258	2219
无形资产	1107	1109	1111	1112
其他	1402	1451	1503	1513
资产总计	7413	7783	8422	9875
流动负债	3692	4172	4135	4781
短期借款	70	432	0	0
应付账款	1133	1179	1383	1577
其他	2489	2561	2753	3204
非流动负债	777	124	124	124
长期借款	0	0	0	0
其他	777	124	124	124
负债合计	4469	4296	4259	4905
少数股东权益	114	138	167	191
股本	393	393	393	393
资本公积	1493	1493	1493	1493
留存收益	944	1463	2110	2893
归属母公司股东权	2944	3488	4163	4971
负债和股东权益	7413	7783	8422	9875

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1168	660	1119	1474
净利润	384	519	647	783
折旧摊销	384	519	647	783
财务费用	68	19	16	0
投资损失	0	(3)	(1)	(1)
营运资金变动	493	(87)	273	503
其它	(162)	(306)	(462)	(594)
投资活动现金流	(319)	(226)	(190)	(131)
资本支出	(302)	(229)	(191)	(132)
长期投资减少	0	0	0	0
其他	(622)	(454)	(381)	(263)
筹资活动现金流	(101)	(310)	(449)	0
短期借款增加	0	362	(432)	0
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	(101)	(672)	(16)	0
现金净增加额	747	125	480	1343

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11099	13230	15532	17784
营业成本	9026	10716	12568	14337
营业税金及附加	122	126	155	133
营业费用	989	1159	1365	1529
管理费用	407	447	528	702
财务费用	68	19	16	0
资产减值损失	7	40	1	6
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	32	3	1	1
营业利润	513	726	899	1076
营业外收入	10	10	5	0
营业外支出	5	2	3	0
利润总额	523	734	901	1076
所得税	104	191	225	269
净利润	414	543	676	807
少数股东损益	35	24	29	24
归属于母公司净利润	384	519	647	783
EBITDA	703	901	1074	1196
EPS (元)	0.98	1.32	1.65	1.99

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9%	19%	17%	15%
营业利润	-8%	42%	24%	20%
净利润	12%	35%	25%	21%
获利能力				
毛利率	19%	19%	19%	19%
净利率	3%	4%	4%	4%
ROE	14%	15%	16%	16%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	60%	55%	51%	50%
净负债比率				
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	38.4	40.8	37.9	37.5
应付账款周转率	2.2	2.3	2.5	2.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.3	1.6	2.0
每股经营现金流	3.0	1.7	2.8	3.8
每股净资产	7.2	8.5	10.2	12.2
估值比率				
P/E	33	25	20	16
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	22	17	14	12

资料来源: 华泰联合证券研究

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com