

王府井 (600859)

扩张有序，业绩稳健

买入 / 维持评级

股价: RMB43.55

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

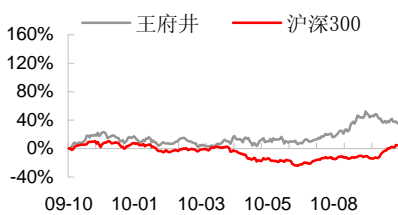
相关研究

- 《低谷扩张，高峰受益》
2010/08/20
《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》

基础数据

总股本(百万股)	392.97
流通A股(百万股)	392.97
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)	17113.99

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

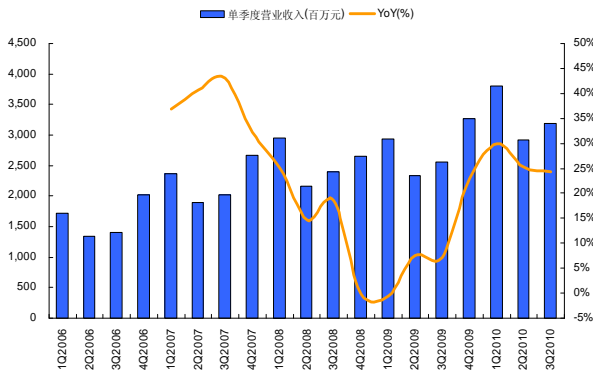
- 公司今日公布 2010 年三季度业绩, 1-3Q 实现收入 99.3 亿元, 同比增长 26.75%; 实现归属母公司净利润 3.24 亿元或 EPS=0.823 元, 同比增长 22.16%, 扣非后 EPS=0.814 元, 同比增长 32.21%。
- 公司从 09 年开始进入加速扩张期, 09、10 年分别新开 4 家和 2 家门店, 年内株洲和鄂尔多斯两店也有望开出。在竞争日趋激烈的百货行业, 我们认可公司加速扩张的战略, 公司新开门店以自有物业为主, 有助于抵御租金上行对利润的吞噬。
- 三季度单季公司收入增长 24.38%, 净利润增长 22.4%, 考虑到去年三季度公司主力门店成都王府井受扩建因素影响业绩基数较低, 这一业绩水平略低于我们预期。
- 由于 09 年新开门店仍处于培育期, 公司前三季度毛利率为 18.51%, 低于去年同期毛利率水平约 0.99 个百分点; 公司虽然三季度新开大兴黄村店、大钟寺井尚客店两店并同时筹备株洲、鄂尔多斯新门店, 但费用上升幅度较小, 1-3Q11.91%的销售+管理费用率低于去年费用率 1.29 个百分点。
- 我们注意到三季报利润表当中公司少数股东损益达 5566 万元, 同比增长 75.2%, 目前公司的少数股东权益主要包括成都王府井店 30%股权, 成都王府井旗下包含重庆王府井、乌鲁木齐王府井(两家 08 年并入)和昆明王府井、太原王府井和、兰州王府井(三家 09 年并入)。少数股东损益大幅增长一方面因为去年同期成都王府井店装修改造压低基数, 另一方面也说明近两年并入的门店(主要是新开培育期门店)扭亏或增盈情况良好。
- 公司前三季度单季利润波动较大, 这一方面受行业季节性因素及去年业绩基数问题影响, 我们推断可转债偿付方案也是造成波动的因素之一, 而这加剧了我们全年业绩预测的难度。我们根据三季报调降公司全年业绩至 1.23(原预测 1.32 元), 但出于对新开门店的良好预期维持明年业绩预测不变。则 10-12 年 EPS 预计分别为 1.23、1.65 和 1.99 元。维持买入评级!
- 风险提示: 培育期门店经营状况低于预期和门店提租压力。

经营预测与估值

	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11098.8	9931.1	14351.9	18186.7	22406.0
(+/-%)	9.1	26.7	29.3	26.7	23.2
归属母公司净利润(百万元)	384.3	323.7	482.1	648.0	781.6
(+/-%)	11.7	18.5	25.4	34.4	20.6
EPS(元)	0.98	0.82	1.23	1.65	1.99
P/E(倍)	44.5	52.9	35.5	26.4	21.9

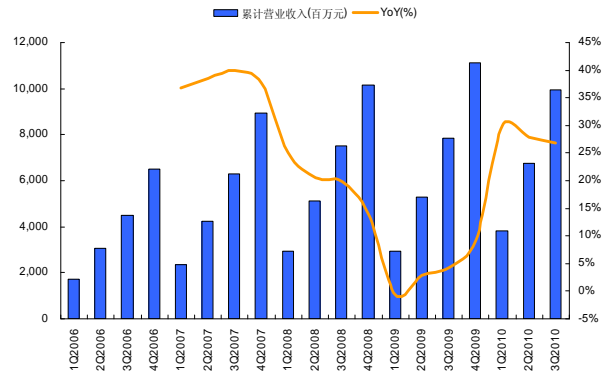
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：王府井单季收入增长情况



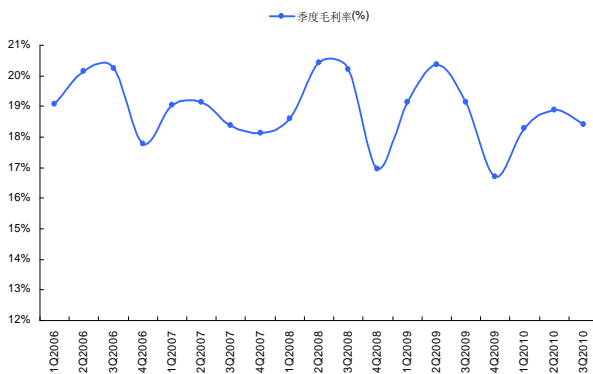
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：王府井季度收入累计增长情况



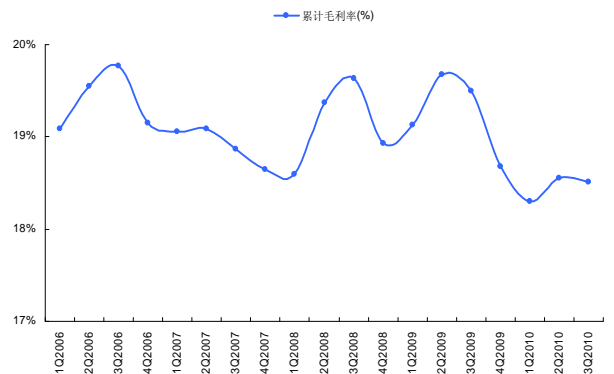
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：王府井单季毛利率情况



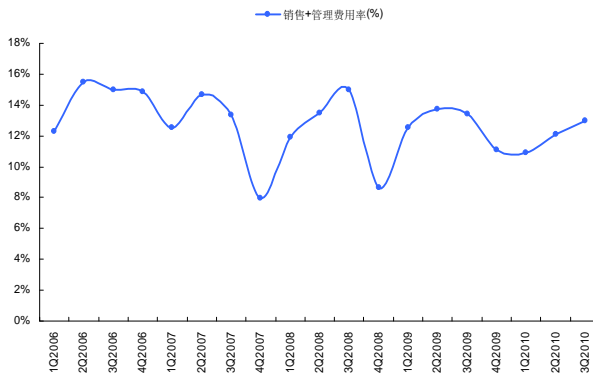
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：王府井季度累计毛利率情况



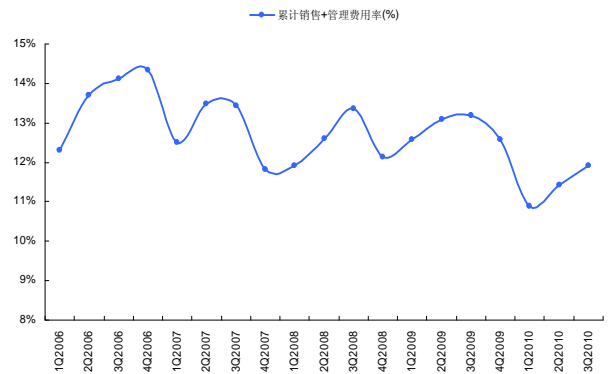
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5：王府井单季费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6：王府井季度累计费用率情况



资料来源：公司公告，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	3076	4050	6007
现金	1860	2153	2910	4605
应收账款	68	102	130	160
其它应收款	97	115	116	143
预付账款	213	234	296	364
存货	305	458	580	713
其他	0	14	18	22
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	8027	9038	10968
流动负债	3692	4454	4788	5912
短期借款	70	432	0	0
应付账款	1133	1285	1628	2001
其他	2489	2737	3160	3912
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	4578	4912	6036
少数股东权益	114	136	165	190
股本	393	393	393	393
资本公积	1493	1493	1493	1493
留存收益	944	1426	2074	2856
归属母公司股东权:	2944	3449	4126	4932
负债和股东权益	7413	8027	9038	10968

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	829	1395	1826
净利润	384	482	648	782
折旧摊销	384	482	648	782
财务费用	68	19	16	0
投资损失	0	(3)	(1)	(1)
营运资金变动	493	116	544	852
其它	(162)	(268)	(460)	(588)
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)	(448)	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	293	757	1695

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11099	14352	18187	22406
营业成本	9026	11680	14800	18187
营业税金及附加	122	144	182	224
营业费用	989	1295	1646	2017
管理费用	407	501	638	894
财务费用	68	19	16	0
资产减值损失	7	43	4	11
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	674	901	1074
营业外收入	10	10	5	0
营业外支出	5	2	3	0
利润总额	523	682	903	1074
所得税	104	177	226	269
净利润	414	505	677	806
少数股东损益	35	23	29	24
归属于母公司净利润	384	482	648	782
EBITDA	703	849	1076	1194
EPS (元)	0.98	1.23	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%	29%	27%	23%
营业利润	-8%	32%	34%	19%
净利润	12%	25%	34%	21%
获利能力				
毛利率	19%	19%	19%	19%
净利率	3%	3%	4%	3%
ROE	14%	15%	16%	16%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	60%	57%	54%	55%
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	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	38.4	42.2	39.2	38.7
应付账款周转率	2.2	2.4	2.5	2.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.2	1.6	2.0
每股经营现金流	3.0	2.1	3.6	4.6
每股净资产	7.2	8.4	10.1	12.1
估值比率				
P/E	45	35	26	22
P/B	6	5	4	4
EV/EBITDA	28	23	18	16

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