

王府井 (600859)
买入/维持评级

股价: RMB41.4

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:S1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

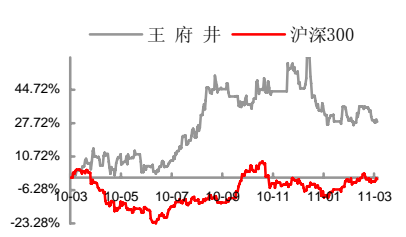
相关研究

- 《百尺竿头，更进一步》-2010/12/08
- 《扩张有序，业绩稳健》-2010/10/27
- 《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

基础数据

总股本 (百万股)	418
流通 A 股 (百万股)	418
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	17,290

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

加速门店扩张, 静待业绩爆发

- 公司今日公布年报, 2010 年实现营业收入 139.46 亿元, 同比增长 25.66%; 归属母公司净利润 3.76 亿元或 EPS=0.95 元, 同比下降 2.16%, 低于我们和市场的预期。低于预期的主要原因在于公司新设子公司成都王府井购物中心 (天府汇城广场店) 向成都西南食品城支付装修赔偿金、原租户退租补偿款等共计 5000 万元的补偿金。
- 目前, 公司在中国 4 大区域 15 个城市运营 22 家百货门店。公司对行业周期的把握以及在门店扩张战略上的脚踏实地一直被资本市场称道。在市场情绪非理性化时降低扩张速度, 而在市场低迷期重启扩张步伐。09 年新开的 3 个门店、10 年新开 3 个门店以及整体装修后亮相的百货大楼将帮助公司重回收入快速增长轨道, 并成为公司未来几年业绩快速增长的主力。
- 公司全年资本开支约 3.3 亿元, 同比增长 874%, 主要用于对成都王府井百货增加注册资本金, 设立成都王府井购物中心、株洲店和鄂尔多斯店, 以及对百货大楼南馆、洛阳店、双安商场后院、长沙店 2-6 层进行装修改造。2011 年公司计划新开门店 3-5 家, 同时将对双安商场主楼、长沙店部分楼层、武汉店以及重庆解放碑店进行装修改造, 预计资本开支仍将维持在 3 亿元左右。
- 随着公司增发事项的推进以及战略投资者的引入, 不仅充实公司发展所需的资金和资源, 更有助于优化股权结构, 推动管理层激励和公司盈利能力的释放。我们预测公司 11-12 年净利润分别为 7.4 亿元、9.71 亿元, 对应 EPS=1.60 和 2.10 元, 昨日收盘价仅为 41.4 元, 已低于大股东定增价格 41.51 元/股, 对应 PE 仅为 26 和 20 倍, 维持买入评级!
- 风险提示: 培育期门店经营状况低于预期, 门店提租压力。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11099	13946	17572	21965
(+/-%)	9%	25.7%	26.0%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	384	376	740	971
(+/-%)	12%	-2.2%	96.8%	31.3%
摊薄后 EPS(元)	0.89	0.87	1.60	2.10
P/E(倍)	-	50.9	25.9	19.7

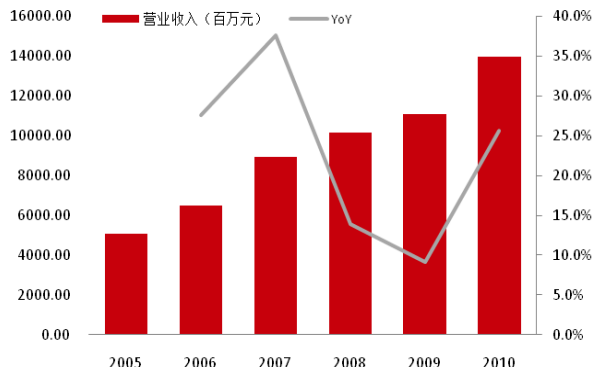
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图表目录

图 1: 公司 05-10 年收入 (百万元)	3
图 2: 公司 05-10 年毛利率与净利率	3
图 3: 公司 06-10 年管理费用&营业费用率	3
图 4: 公司 09-10 年费用主要项目 (万元)	3
图 5: 公司 06-10 年分区域收入 (万元) 及增速	4
图 6: 公司 2010 年分区域收入占比	4
图 7: 公司近年来门店扩张数	4
图 8: 公司门店店龄结构占比	4
表格 1: 公司重点门店基本情况 (截至 2010 年 12 月 31 日)	5

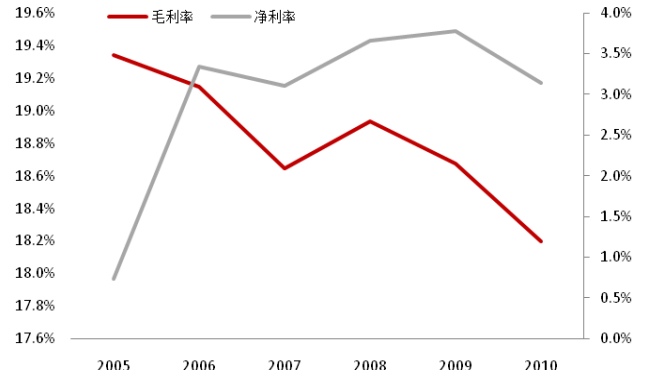
公司今日公布年报，2010 年实现营业收入 139.46 亿元，同比增长 25.66%；归属母公司净利润 3.76 亿元或 EPS=0.95 元，同比下降 2.16%；扣非后归属母公司净利润为 4.08 亿元或 EPS=1.03 元，同比增长 15.04%，低于我们和市场的预期。低于预期的主要原因在于公司新设子公司成都王府井购物中心（天府汇城广场店）向成都西南食品城支付装修赔偿金、原租户退租补偿款等共计 5000 万元的补偿金。

图 1： 公司 05-10 年收入（百万元）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

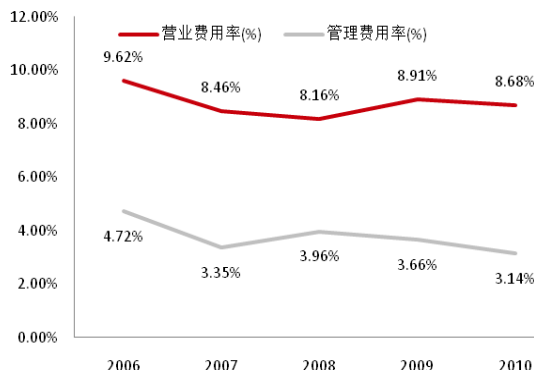
图 2： 公司 05-10 年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司 10 年两费率 11.82%，同比下降 0.75 个百分点，体现了公司良好的费用控制能力。从费用主要项目来看，作为国有体制下的零售企业，王府井承担着较重的人工负担（10 年人工费用率 4.94%），而长期待摊费用的增加主要由公司新开门店及双安商场、长沙店、洛阳店的装修所致。

图 3： 公司 06-10 年管理费用&营业费用率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

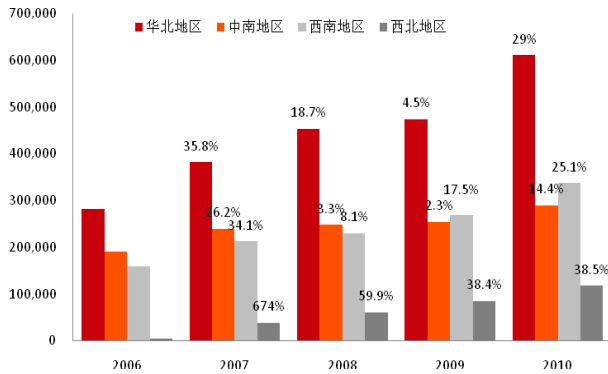
图 4： 公司 09-10 年费用主要项目（万元）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

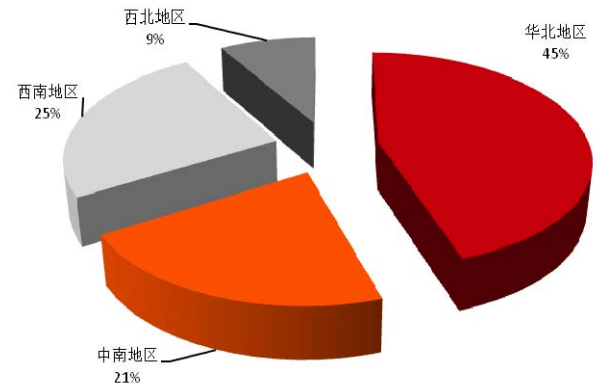
分区域来看，受益于经济回暖，华北、中南两个发达地区收入增速恢复明显，分别从 09 年同比增长 4.5%和 2.3%提升至 29%和 14.4%，而西南、西北两个地区继续保持较高的同比增速，其中成都王府井单店全年含税销售额突破 30 亿元，成为西南地区首家实现该销售纪录的单体百货店。

图 5: 公司 06-10 年分区域收入 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

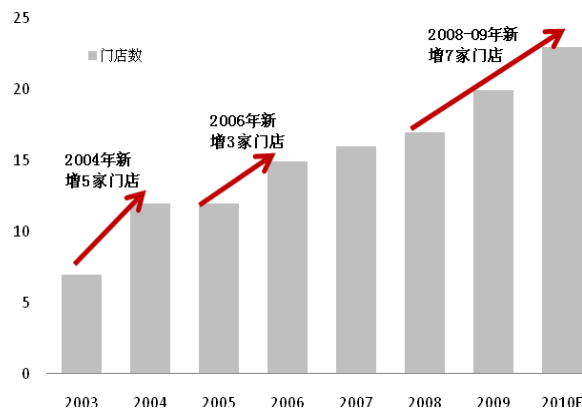
图 6: 公司 2010 年分区域收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

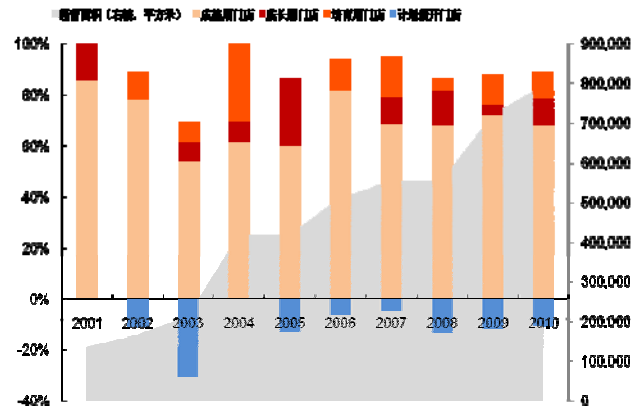
公司在 2005-2007 年商业物业租金和售价非理性大幅上升期降低扩张速度, 而在 08、09 年经济危机突然来袭、市场低迷的情况下大胆扩张, 从而获取了低成本和地段良好的优质物业。09 年公司新开太原、兰州、昆明三店, 10 年新开大钟寺 (HQ 尚客)、大兴火神庙、株洲三家建筑面积合计超过 10 万平方米的新店, 同时百货大楼扩建后正式营业, 11 年计划新开 3-5 家新店, 这批门店帮助公司重回收入快速增长轨道, 并将成为公司未来几年业绩快速增长的主力。

图 7: 公司近年来门店扩张数



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 8: 公司门店店龄结构占比



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

目前, 公司在中国 4 大区域 15 个城市运营 22 家百货门店, 分别位于北京 (6 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、昆明以及株洲。我们将公司重点门店信息整理如下表:

表格 1：公司重点门店基本情况（截至 2010 年 12 月 31 日）

门店名称	经营面积 (平方米)	开业时间	控股比例	物业性质	09 年净利润 (万元)	10 年净利润 (万元)	09 年平销 (元/平方米)
百货大楼	50,580	1955.9	母公司	自有	7500	10500	53,231.19
长安商场	32,704	1990	100%	自有	2417	2689	21,107.88
双安商场	33,785	1994.8	80%	自有	8527	7480	37,144.11
广州店	17,000	1996.7	90%	租赁	2406	3058	36,091.18
武汉店	35,030	1998.1	80%	自有	210	379	9,311.16
成都子公司	-	1999.12	86.49%	自有	11119	20151	-
包头两店	29,095	2002.12	100%	租赁	5756	6182	32,053.62
长沙店	60,000	2004.12	100%	租赁	2704	4667	14,415.67
呼和浩特店	37,115	2004.12	100%	租赁	303	207	8,181.33
洛阳店	38,358	2004.12	100%	租赁	2226	1781	14,191.30
西宁店	25,905	2006.11	100%	租赁	4107	5450	21,696.97
株洲店	3,2000	2010.11	100%	租赁	-	(603)	-

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所（百货大楼净利润为估算值）

公司全年资本开支约 3.3 亿元，同比增长 874%，主要用于对成都王府井百货增加注册资本金，设立成都王府井购物中心、株洲店和鄂尔多斯店，以及对百货大楼南馆、洛阳店、双安商场后院、长沙店 2-6 层进行装修改造。

2011 年公司计划新开门店 3-5 家，同时将对双安商场主楼、长沙店部分楼层、武汉店以及重庆解放碑店进行装修改造，预计资本开支仍将维持在 3 亿元左右。

随着公司增发事项的推进以及战略投资者的引入，不仅充实公司发展所需的资金和资源，更有助于优化股权结构，推动管理层激励和公司盈利能力的释放。我们预测公司 11-12 年净利润分别为 7.4 亿元、9.71 亿元，对应 EPS=1.60 和 2.10 元，昨日收盘价仅为 41.4 元，已低于大股东定增价格 41.51 元/股，对应 PE 仅为 26 和 20 倍，维持买入评级！

风险提示

- 1、 培育期门店经营状况低于预期。
- 2、 门店提租压力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	2542	3665	4779	6851	营业收入	11099	13946	17572	21965
现金	1860	2948	3790	5672	营业成本	9026	11408	14339	17902
应收账款	68	70	98	117	营业税金及附加	122	139	176	220
其他应收款	97	95	132	156	营业费用	98	1210	1502	1845
预付账款	213	274	341	428	管理费用	407	438	539	685
存货	305	277	417	478	财务费用	68	95	-12	-17
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	4871	4649	4986	5062	公允价值变动	6	0	0	0
长期投资	117	114	119	118	投资净收益	32	-3	0	0
固定资产	2246	2220	2360	2495	营业利润	513	653	1028	1331
无形资产	1107	1073	1073	1073	营业外收入	10	15	0	0
其他非流动资产	1402	1242	1435	1377	营业外支出	5	54	0	0
资产总计	7413	8314	9765	11913	利润总额	523	614	1028	1331
流动负债	3692	4485	5075	6188	所得税	104	175	236	306
短期借款	70	0	0	0	净利润	414	438	791	1025
应付账款	1133	1407	1784	2218	少数股东损益	35	62	51	53
其他流动负债	2489	3078	3291	3970	归属母公司净	384	376	740	971
非流动负债	777	99	124	136	EBITDA	703	1038	1188	1509
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	0.95	1.60	2.10
其他非流动负债	777	99	124	136					
负债合计	4469	4585	5200	6324	主要财务比率				
少数股东权益	0	211	263	316	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	393	418	462	462	成长能力				
资本公积	1493	1897	1897	1897	营业收入	9%	25.7%	26.0%	25.0%
留存收益	944	1202	1943	2914	营业利润	-8%	25.9%	57.4%	29.5%
归属母公司股	2831	3518	4302	5274	归属母公司净	12%	-2.2%	96.8%	31.3%
负债和股东权	7300	8314	9765	11913	获利能力				
					毛利率(%)	19%	18.2%	18.4%	18.5%
					净利率(%)	2.7%	0.0%	0.0%	3.5%
					ROE(%)	14%	10.7%	17.2%	18.4%
					ROIC(%)		195.6%	616.2%	-158.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61%	55.1%	53.2%	53.1%
					净负债比率(%)		0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.7	0.82	0.94	1.11
					速动比率	0.6	0.75	0.86	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	1.77	1.94	2.03
					应收账款周转	38.4	156	162	159
					应付账款周转	2.2	8.98	8.99	8.95
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.89	0.87	1.60	2.10
					每股经营现金	3.0	3.44	2.81	4.61
					每股净资产(最)	7.2	7.61	9.30	11.40
					估值比率				
					P/E	45	50.91	25.87	19.71
					P/B	6	5.44	4.45	3.63
					EV/EBITDA	28	13	12	9

数据来源: 华泰联合证券研究所



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn