



买入

39% ↑

目标价格: 人民币 39.60

600859.SS

原先目标价: 人民币 42.90

价格: 人民币 28.47

目标价格基础: 25倍 12年市盈率

板块评级: 增持

王府井

受累于成都等一线城市门店销售疲软

2012年1季度公司实现营业收入50.7亿元,同比增长5.2%;息税前利润2.98亿元,同比下降7%;利润总额2.8亿元,同比下降6.5%;扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润2.11亿元,同比增长6.1%。全面摊薄后每股收益0.458元,低于我们及市场一致预期,我们将公司的目标价下调至39.60元,仍维持买入评级。

支撑评级的要点

- 以毛利为重点考核指标将有效提升公司业绩,同时注重公司增长质量,为长远发展奠定良好基础。
- 强劲的内生增长、百货大楼业绩弹性恢复、太原店等大店快速成长以及成都店少数股东权益收购增厚业绩将使得公司业绩加速增长。
- 成都王府井占比较大且区域竞争激烈对公司业绩产生负面影响,成都2店增长良好,1+2店同城效应需要时间和耐心。

评级面临的主要风险

- 今年消费疲乏直接影响公司业绩表现。
- 所得税率调整以及门店租金调整不确定性对盈利预测产生障碍。
- 新店费用不确定性会影响预测。

估值

- 我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化,重新调整了盈利预测,我们将2012-2014年的每股收益调整为1.58、2.12和2.53元。我们坚持认为公司基本面良好,是国内优秀的零售公司之一。基于25倍2012年市盈率,我们将目标价由42.90元下调至39.60元/股,维持**买入**评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(8)	(8)	(32)
相对新华富时A50指数	(24)	(12)	(10)	(18)

发行股数(百万)	463
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	6,287
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
北京王府井国际商业发展有限公司	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	13,731	16,497	20,232	23,767	27,376
变动(%)	26	20	23	17	15
净利润(人民币 百万)	376	583	733	983	1,171
全面摊薄每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.584	2.124	2.530
变动(%)	(11.7)	55.0	25.8	34.0	19.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.723	2.214	2.617
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.716	2.279	2.793
调整幅度(%)	-	-	(7.7)	(6.8)	(9.4)
核心每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.584	2.124	2.530
变动(%)	3.2	42.8	27.7	34.0	19.1
全面摊薄市盈率(倍)	32.8	22.9	18.0	13.4	11.3
核心市盈率(倍)	32.8	22.9	18.0	13.4	11.3
每股现金流量(人民币)	3.41	3.64	4.60	5.39	5.65
价格/每股现金流量(倍)	8.3	7.8	6.2	5.3	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	6.4	4.6	2.7	1.4
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.377	0.531	0.759
股息率(%)	1.1	1.1	1.3	1.9	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

受累于一线城市门店收入增速放缓，业绩不达预期

2012年1季度公司实现营业收入50.7亿元，同比增长5.2%；息税前利润2.98亿元，同比下降7%；利润总额2.8亿元，同比下降6.5%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润2.11亿元，同比增长6.1%。全面摊薄后每股收益0.458元，低于我们及市场一致预期，在本年度合并全部成都王府井少数股东损益基础上只实现利润持平无疑是令人失望的业绩。

我们认为公司业绩低于预期的最主要的原因是因为公司1季度收入增速缓慢。北京中心城区门店销售增速同比下降，百货大楼和长安商场下降7%左右，双安商场个位数增长。次新店表现良好，HQ尚客增长30%多，大兴店也增长30%左右。

而销售占比最大门店——成都春熙店1+2月份销售同比下降10%。成都1+2店1月份较成都1店同比增长30%。但是我们认为1季度由于市场竞争激烈以及2店新张导致的分流作用，成都1店销售收入仍然下滑10%以上。成都2店2012年1月销售1.2354亿元，2月份7,222万元，3月份销售8,000万元左右。

包头钢城店自2012年全年开始租金上升3倍，由原来的1,000万元上涨至3,000万元。而对面的维多利新店10万平米新开业，虽然销售不好，但是对王府井包头1店影响较大，包头1店1季度销售下滑7-8%。我们预计包头店尤其是包头1店由于受到收入增速放缓和费用上升的双重影响，今年业绩将大受影响，这也拖累了公司总体业绩。

广州和长沙等中大型门店增长基本持平，太原店增长接近20%，西宁店增长15%以上。而洛阳店增长接近10%，株洲店10%多。其他门店增长均较为平稳。

图表2. 母公司2012年1季度模拟报表

(人民币, 百万)	11年1季度	11年4季度	12年1季度	同比变化 (%)	环比变化 (%)
主营业务收入	685.19	601.17	637.52	(6.96)	6.05
主营业务成本	(563.63)	(480.58)	(513.29)	(8.93)	6.80
销售毛利率(%)	17.74	20.06	19.49		
营业税金及附加	(6.94)	(5.84)	(6.82)	(1.76)	16.79
净营业收入	678.25	595.34	630.70	(7.01)	5.94
销售费用	(54.05)	(77.43)	(62.85)	16.28	(18.82)
销售费用率(%)	7.89	12.88	9.86		
管理费用	(29.67)	(85.39)	(40.42)	36.24	(52.66)
管理费用率(%)	4.33	14.20	6.34		
息税前利润	30.90	(48.07)	14.13	(54.26)	(129.40)
息税前利润率(%)	4.51	(8.00)	2.22		

资料来源：公司资料，中银国际研究

公司1季度合并报表综合毛利率上升了0.13个百分点至18.55%，也较去年4季度的18.49%有所提高。我们相信因为公司超过10亿元门店已经达到6家，这些强势门店由于拥有极强的聚客功能，所以对供应商有较强的议价能力，能够有效地提升扣点水平。同时太原、兰州、昆明等西部次新店的销售占比大幅提高也逐步使得其扣点上升。毛利率从中长期来看将呈现逐步提升的趋势，但是可能由于促销打折会有所波动。

人员费用的大幅上升也是公司费用率有所上升的主要原因。公司对人员费用计提方式的改变导致本期人员费用较去年同期激增。

调整目标价，维持买入评级

总体来看，我们认为公司发展状态良好，现金流健康，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，太原店业绩表现超出预期。其新开门店质量良好的历史记录令我们感到欣慰。但是由于成都区域竞争激烈，成都1店占比过高，其对集团总体影响较大，我们对公司今年预期有所下调。

我们基于对门店的基础数据假设、新开门店、老门店装修以及成都王府井百货公司的变化，重新调整了盈利预测，我们将2012-2014年的每股收益调整为1.58、2.12和2.53元。我们坚持认为公司基本面良好，是国内优秀的零售公司之一。基于市场行业估值变化，我们将目标价由42.90元下调至39.60元/股，维持**买入**评级。

图表3. 公司2012年1季度业绩摘要

(人民币, 百万)	11年 1季度	11年 4季度	12年 1季度	同比变化 (%)	环比变化 (%)
销售收入	4,818.7	4,575.8	5,071.0	5.24	10.82
营业税金及附加	(48.5)	(65.7)	(53.0)	9.25	(19.32)
净销售收入	4,770.2	4,510.1	5,018.0	5.20	11.26
销售成本	(3,930.9)	(3,729.7)	(4,130.4)	5.07	10.74
销售毛利润	839.3	780.4	887.6	5.76	13.74
销售费用	(383.4)	(437.5)	(456.8)	19.15	4.43
管理费用	(135.8)	(164.6)	(133.1)	(2.04)	(19.16)
息税前利润	320.1	178.3	297.8	(6.97)	
非经常项目	0.8	9.8	2.7	258.40	(72.66)
应占联营公司损益	(0.9)	(2.7)	(2.8)	203.26	4.35
净财务费用	(20.1)	(23.2)	(17.4)	(13.36)	(25.05)
税前利润	299.8	162.3	280.2	(6.52)	72.70
所得税	(83.9)	(27.8)	(66.4)	(20.88)	138.99
税后利润	215.9	134.5	213.8	(0.94)	59.01
少数股东损益	(15.6)	(4.7)	0.1	(100.79)	(102.64)
归属于母公司股东的净利润	200.3	129.8	214.0	6.84	64.87
扣除非经常性损益后的净利润	199.7	121.6	211.9	6.10	74.23
扣非后每股收益(人民币, 元)	0.432	0.263	0.458	6.10	74.23
盈利能力(%)					
综合毛利率	18.42	18.49	18.55		
息税前利润率	6.64	3.90	5.87		
税前利润率	6.22	3.55	5.53		
净利率	4.16	2.84	4.22		

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	13,731	16,497	20,232	23,767	27,376
销售成本	(11,332)	(13,554)	(16,657)	(19,539)	(22,485)
经营费用	(1,359)	(1,681)	(2,094)	(2,363)	(2,730)
息税折旧前利润	1,040	1,263	1,481	1,866	2,161
折旧及摊销	(290)	(346)	(409)	450	480
经营利润(息税前利润)	751	917	1,072	1,416	1,681
净利息收入/(费用)	(95)	(74)	(79)	(91)	(103)
其他收益/(损失)	(42)	8	(4)	0	0
税前利润	613	852	989	1,325	1,578
所得税	(175)	(230)	(253)	(339)	(404)
少数股东权益	(62)	(39)	(3)	(3)	(3)
净利润	376	583	733	983	1,171
核心净利润	402	574	733	983	1,171
每股收益(人民币)	0.812	1.259	1.584	2.124	2.530
核心每股收益(人民币)	0.869	1.241	1.584	2.124	2.530
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.377	0.531	0.759
收入增长(%)	26	20	23	17	15
息税前利润增长(%)	35	22	17	32	19
息税折旧前利润增长(%)	26	21	17	26	16
每股收益增长(%)	(12)	55	26	34	19
核心每股收益增长(%)	3	43	28	34	19

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	613	852	989	1,325	1,578
折旧与摊销	290	346	409	450	480
净利息费用	95	74	79	91	103
运营资本变动	888	767	985	1,062	963
税金	(175)	(230)	(253)	(339)	(404)
其他经营现金流	(131)	(121)	(82)	(94)	(107)
经营活动产生的现金流	1,580	1,687	2,127	2,495	2,614
购买固定资产净值	(393)	(577)	(680)	(459)	(405)
投资减少/增加	48	60	(74)	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(345)	(517)	(754)	(459)	(405)
净增权益	0	1,237	0	0	0
净增债务	(809)	(34)	23	13	13
支付股息	(94)	(125)	(139)	(175)	(246)
其他融资现金流	757	9	(15)	(11)	47
融资活动产生的现金流	(146)	1,087	(131)	(173)	(186)
现金变动	1,089	2,256	1,242	1,863	2,023
期初现金	1,860	2,948	5,204	6,447	8,310
公司自由现金流	1,255	1,206	1,416	2,087	2,265
权益自由现金流	331	1,062	1,317	1,958	2,118

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,948	5,204	6,447	8,310	10,333
应收帐款	345	425	515	603	698
库存	277	363	457	486	610
其他流动资产	95	108	135	158	181
流动资产总计	3,665	6,101	7,553	9,556	11,822
固定资产	2,517	2,554	2,714	2,802	2,803
无形资产	1,102	1,069	1,044	1,009	979
其他长期资产	1,029	1,118	1,359	1,354	1,301
长期资产总计	4,649	4,742	5,116	5,166	5,082
总资产	8,314	10,842	12,669	14,722	16,905
应付帐款	4,485	5,419	6,589	7,768	8,951
短期债务	0	0	10	20	30
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,485	5,419	6,599	7,788	8,981
长期借款	99	65	78	81	83
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	418	463	463	463	463
储备	3,100	4,900	5,531	6,389	7,373
股东权益	3,518	5,363	5,994	6,852	7,836
少数股东权益	211	(5)	(2)	1	5
总负债及权益	8,314	10,842	12,669	14,722	16,905
每股帐面价值(人民币)	8.42	11.59	12.95	14.81	16.93
每股有形资产(人民币)	5.78	9.28	10.70	12.62	14.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.82)	(11.10)	(13.74)	(17.74)	(22.08)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.6	7.7	7.3	7.9	7.9
息税前利润率(%)	5.5	5.6	5.3	6.0	6.1
税前利润率(%)	4.5	5.2	4.9	5.6	5.8
净利率(%)	2.7	3.5	3.6	4.1	4.3
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	6.5	8.3	8.8	10.0	10.5
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(倍)	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	35.0	22.6	18.0	13.4	11.3
核心业务市盈率(倍)	32.8	22.9	18.0	13.4	11.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.6	31.9	25.0	18.6	15.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.4	2.5	2.2	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	8.3	7.8	6.2	5.3	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	6.4	4.6	2.7	1.4
周转率					
存货周转天数	9.4	8.6	7.4	7.2	7.3
应收帐款周转天数	8.3	8.5	8.5	8.6	8.7
应付帐款周转天数	106.9	109.6	108.3	110.2	111.5
回报率					
股息支付率(%)	33.3	23.8	23.8	25.0	30.0
净资产收益率(%)	11.8	13.1	12.9	15.3	15.9
资产收益率(%)	6.8	7.0	6.8	7.7	7.9
已运用资本收益率(%)	20.1	20.6	19.4	22.5	23.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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