

短期增速下滑，长期增长看好

买入 首次评级

- **三季度报摘要。**2012年前三季度公司实现营业收入132.22亿元，同比增长8.51%。前三季度归属于上市公司股东的净利润5.48亿元，同比增长21.08%，扣除非经常损益归属上市公司股东净利润5.44亿元，同比增长20.55%。前三季度摊薄每股收益1.185元。
- **三季度营业收入同比增加8.46%，增速下滑4.57个百分点。**受行业景气度下滑影响，公司同店增速放缓，新店培育期延长，收入增速显著低于去年。目前公司储备项目丰富，计划在已进入区域加密布点，未来将加速新店扩张力度和提升物业自持比例，有望重新推升收入增速。
- **三季度公司销售毛利率19.83%，与上半年基本持平，略高于去年同期水平。**公司经营连续性高，毛利率一直稳定在19%左右，在同行业中处于中等偏下的位置。这主要由于公司门店分部范围较广，难以形成规模效应。而且除北京外，公司门店主要分布于中西部二线城市，消费能力弱于东南沿海一线城市。未来公司计划采取资源集中和加密开店战略，通过形成连锁业务的规模优势，来提升毛利率，增强公司的竞争力。
- **三季度期间费用率13.58%，处于行业领先水平。**三季度销售费用同比增长20.45%，销售费用率10.38%；管理费用同比增长5.06%，管理费用率2.68%；财务费用增长33.31%，财务费用率0.52%。公司期间费用控制严格，费率水平低于主要同行。三季度销售费用和财务费用增速快于收入增长，反映市场低迷给公司施加了相当压力。
- **盈利预测。**公司定位于中高端百货，单店覆盖面大、盈利能力强。目前，公司各项财务指标良好，储备项目充足，未来通过资源集中来提升旧店增速和加密布点来提升新店增速，预计能够重回快速增长，预计12至14年EPS为1.68元、2.04元和2.51元，对应PE14.94X、12.29X和10.00X，维持买入评级。

消费服务研究组

分析师：

陈炫如（陈旭）(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

研究助理：

邓锐

电话：010-8808 5986

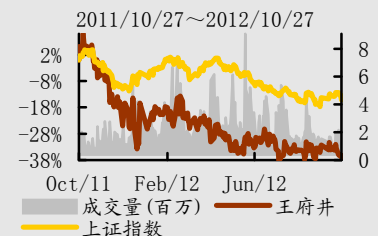
Email: dengrui@hysec.com

姜天骄

电话：010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

中报点评:王府井: 景气下行, 行业龙头亦难独善其身

2012/8/26

公司报告:王府井: 主力门店支撑公司业绩大幅提升

2012/3/25

年报点评:王府井: 全国性百货龙头增长稳健

2011/3/25

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13,946.23	16,761.09	18,940.03	22,690.16	27,681.99
增长率	25.66%	20.18%	13.00%	19.80%	22.00%
归属母公司净	376.03	582.63	777.98	945.8	1162.75
增长率	-2.16%	54.94%	33.53%	21.57%	22.94%
每股收益	0.945	1.37	1.681	2.044	2.513
PE	51.37	23.44	14.94	12.29	10.00

表 1: 王府井损益表分季度指标

单位: 百万元	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	3537.74	3828.91	4575.77	5070.99	3998.69	4152.71
同比增速	20.84%	20.00%	13.96%	5.24%	13.03%	8.46%
营业成本	2860.88	3112.1	3729.69	4130.36	3207.29	3329.3
同比增速	20.47%	19.56%	12.51%	5.07%	12.11%	6.98%
销售毛利率	19.13%	18.72%	18.49%	18.55%	19.79%	19.83%
营业税金及附加	29.8	40.08	65.67	52.99	33.08	48.86
同比增速	20.06%	17.78%	48.11%	9.28%	11.01%	21.91%
销售费用	331.6	357.88	437.48	456.84	394.61	431.07
同比增速	18.84%	15.70%	27.60%	19.15%	19.00%	20.45%
管理费用	109.78	105.92	164.58	133.05	111.81	111.28
同比增速	46.22%	1.68%	34.32%	-2.04%	1.85%	5.06%
财务费用	13.87	16.27	23.3	17.41	11.52	21.69
同比增速	-32.21%	-27.40%	-14.65%	-13.34%	-16.94%	33.31%
期间费用合计	455.25	480.07	625.36	607.3	517.94	564.04
同比增速	21.54%	10.14%	26.93%	12.60%	13.77%	17.49%
销售费用率	9.37%	9.35%	9.56%	9.01%	9.87%	10.38%
管理费用率	3.10%	2.77%	3.60%	2.62%	2.80%	2.68%
财务费用率	0.39%	0.42%	0.51%	0.34%	0.29%	0.52%
期间费用率	12.87%	12.54%	13.67%	11.98%	12.95%	13.58%
利润总额	192.28	197.22	162.21	280.24	239.06	211.17
同比增速	25.20%	60.86%	38.77%	-6.53%	24.33%	7.07%
归属于母公司净利润	115.62	137	129.72	213.97	170.25	164.16
同比增速	15.25%	70.95%	147.84%	6.84%	47.25%	19.82%

资料来源: 宏源证券

表 2: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	16761.09	18940.03	22690.16	27681.99	收益率				
减: 营业成本	13633.54	15417.19	18469.79	22533.14	毛利率	18.66%	18.60%	18.60%	18.60%
营业税金及附加	184.05	201.66	241.59	294.74	三费/销售收入	12.53%	12.06%	11.98%	11.93%
营业费用	1510.38	1679.41	2011.94	2454.57	EBIT/销售收入	4.91%	4.87%	4.87%	4.87%
管理费用	516.10	624.03	747.59	912.06	EBITDA/销售收入	6.97%	7.55%	7.10%	5.68%
财务费用	73.54	-19.56	-41.81	-62.85	销售净利率	3.71%	4.11%	4.17%	4.20%
资产减值损失	1.10	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
加: 投资收益	-1.88	0.00	0.00	0.00	ROE	10.86%	13.02%	14.08%	15.24%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.07%	8.53%	8.37%	9.17%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	62.97%	131.98%	520.78%	-58.54%
营业利润	840.51	1037.30	1261.06	1550.33	增长率				
加: 其他非经营损益	11.01	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	20.18%	13.00%	19.80%	22.00%
利润总额	851.52	1037.30	1261.06	1550.33	EBIT 增长率	30.65%	12.08%	19.80%	22.00%
减: 所得税	230.26	259.33	315.27	387.58	EBITDA 增长率	27.12%	22.32%	12.77%	-2.37%
净利润	621.26	777.98	945.80	1162.75	净利润增长率	41.74%	25.23%	21.57%	22.94%
减: 少数股东损益	38.63	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	32.33%	6.00%	22.15%	11.34%
归属母公司股东净利润	582.63	777.98	945.80	1162.75	股东权益增长率	52.46%	11.39%	12.43%	13.59%
					经营营运资本增长率	-21.59%	3.83%	-38.51%	-5.21%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	资本结构				
货币资金	4625.64	5622.98	8288.40	9735.48	资产负债率	47.45%	45.02%	49.37%	48.31%
应收和预付款项	532.86	584.61	754.12	879.13	投资资本/总资产	5.14%	1.47%	-13.08%	-15.04%
存货	363.41	460.27	526.50	677.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.15	1.39	1.48	1.60
长期股权投资	112.06	112.06	112.06	112.06	速动比率	1.08	1.29	1.40	1.51
投资性房地产	212.72	184.32	155.92	127.51	股利支付率	21.50%	21.50%	21.50%	21.50%
固定资产和在建工程	2341.53	2240.16	2165.99	2091.81	收益留存率	78.50%	78.50%	78.50%	78.50%
无形资产和开发支出	1069.00	945.50	822.01	698.51	资产管理效率				
其他非流动资产	938.60	657.44	376.29	376.29	总资产周转率	1.64	1.75	1.72	1.88
资产总计	10195.82	10807.35	13201.28	14698.15	固定资产周转率	7.24	8.45	10.48	13.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	152.10	201.57	150.64	187.33
应付和预收款项	4784.91	4812.95	6464.48	7048.64	存货周转率	37.52	33.50	35.08	33.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
其他负债	52.65	52.65	52.65	52.65	EBIT	822.62	922.00	1104.56	1347.56
负债合计	4837.56	4865.59	6517.13	7101.28	EBITDA	1168.49	1429.24	1611.80	1573.64
股本	462.77	462.77	462.77	462.77	NOPLAT	591.33	691.50	828.42	1010.67
资本公积	3240.38	3240.38	3240.38	3240.38	净利润	582.63	777.98	945.80	1162.75
留存收益	1659.82	2270.50	3012.90	3925.61	EPS	1.259	1.681	2.044	2.513
归属母公司股东权益	5362.97	5973.65	6716.05	7628.76	BPS	11.589	12.909	14.513	16.485
少数股东权益	-4.71	-4.71	-4.71	-4.71	PE	20.64	15.45	12.71	10.34
股东权益合计	5358.26	5968.93	6711.34	7624.04	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	10195.82	10834.53	13228.47	14725.33	PB	2.24	2.01	1.79	1.58
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PS	0.72	0.63	0.53	0.43
经营性现金净流量	1774.74	1049.35	2712.32	1494.35	PCF	6.77	11.46	4.43	8.05
投资性现金净流量	-509.92	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.73	6.73	3.24	1.62
筹资性现金净流量	1093.90	-52.00	-46.89	-47.28					
现金流量净额	2358.75	997.34	2665.43	1447.07					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如 (陈旭): 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。