

分析师：张丽华
执业证书编号：S0050510120019
Tel：010-59355982
Email：zhanglh@chinans.com.cn
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)。



王府井 (600859. SH)

收入增速放缓 扩张致短期费用承压

投资要点

●2012 年公司实现营业收入 182.64 亿元，较上年同期增长 8.97%；营业利润 9.06 亿元，较上年同期增长 7.83%；归属于上市公司股东的净利润 6.73 亿元，较上年同期增长 15.56%；每股收益为 1.46 元。利润分配预案：每 10 股派发现金 7.00 元（含红利所得税）。

●收入增速放缓：收入增速创多年来的新低（次低点为 2009 年，收入增速 9.09%），同店增长 8.73%；分期段看，二、四季度营业收入的增幅要好于一、三季度（一到四季度分别为 5.24%、13.03%、8.46%、10.19%）；分商品类别看，珠宝类、女装类商品销售增幅过低，而化妆品类商品和运动类商品保持了相对较好的增长态势；分地区看，华北、西南以及华中地区的门店营业收入对公司整体收入贡献最大，但是北京、成都、广州以及包头地区的成熟型门店（开业超过 10 年的门店）由于受宏观环境影响较大，收入的增幅低于其他地区的门店，对于公司整体营业收入的提升带来一定压力。

●扩张速度加快：2012 年底公司共有 29 家门店，建筑面积达 135 万平方米，除北京 6 家门店外，一级省会城市门店 14 家，二三线城市门店 9 家。其中，福州王府井、湛江王府井、郑州王府井 1 店为 2012 年新开门店。另外，抚顺王府井、西宁王府井 1 店扩容项目已在 2013 年 1 月开始对外营业，西宁王府井 2 店预计将于 2013 年上半年对外营业。除此之外，公司在河南、山西等地区签约了新的百货租赁项目，并且加大自持物业的开发力度。西安、郑州、佛山的大型购物中心启动建设，预计将于 2014 年底至 2015 年内对外营业，总建筑面积近 45 万平方米。

商业贸易

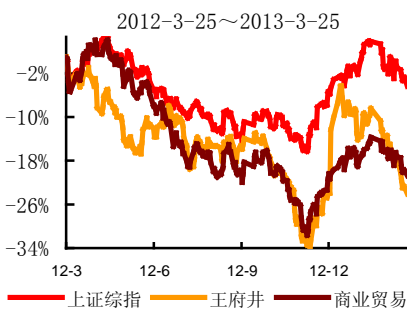
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	25.2

市场数据

市价(元)	20.21
上市的流通 A 股(亿股)	4.18
总股本(亿股)	4.63
52 周股价最高最低(元)	19.79-31.67
上证指数/深证成指	2240.02/8999.02
2012 年股息率	0.74%

52 周相对市场表现



相关研究

《短期业绩承压 长期看好》
2012-07-17

《百货毛利率提升 扩区域经营优势突出》
2012-03-26

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	18264.37	20456.09	23524.50	27758.92
增长率(%)	8.96	12.00	15.00	18.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	673.29	777.08	906.11	1074.99
增长率(%)	15.56	15.42	16.60	18.64
毛利率(%)	19.34	19.55	19.65	19.75
净资产收益率(%)	11.35	11.57	11.91	12.40
EPS(元)	1.46	1.68	1.96	2.32
P/E(倍)	13.89	12	11	9
P/B(倍)	1.00	1	1	1

来源：公司年报、民族证券

●费用增加，业绩承压：公司销售费用 17.68 亿元，较上年同期相比增长 17.04%，主要是新增门店以及门店租金增加和装修费用摊销影响所致；管理费用 5.43 亿元，较上年同期相比增长 5.18%，主要是新增门店影响所致；财务费用 1.12 亿元，较上年同期相比增长 52.14%，主要是发行公司债券计提债券利息费用影响所致。可见，短期扩张速度加快，导致公司业绩承受一定压力。

●电子商务稳步推进：公司组建了电子商务的专业团队，明确了业务发展模式，初步建立运营平台，于 2013 年初实现了上线运营（www.wangfujing.com）。推进电子商务是公司为把握行业发展趋势所作的有意义的尝试，短期内不会对业绩产生增厚作用。

●2013 年业绩展望：年报披露，公司力争 2013 年度营业收入实现同比增长 10% 以上，预计新开业百货门店 1-2 家。受新增门店以及次新门店市场培育、现有门店经营装修改造以及公司为应对市场低迷采取的加大营销力度抢占市场份额等因素影响，年内公司整体成本费用依然较上年有所增加。

●盈利预测与评级：公司扩张速度加快，新开门店较多，短期内费用激增压力较大，我们预测公司 2013 年、2014 年、2015 年每股收益分别为 1.68 元、1.96 元、2.32 元。公司管理能力突出、门店布局合理、跨区域经营能力较强，我们看好其长期发展，但短期受成本承压，维持其“增持”评级。

●风险提示：新开门店培育期延长。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8254.24	8483.70	10025.34	12086.63
现金	6957.72	7304.25	8669.62	10487.64
应收账款	78.26	112.09	128.90	152.10
其它应收款	507.22	168.13	193.35	228.16
预付账款	311.87	448.35	515.61	608.41
存货	399.17	450.87	517.86	610.32
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6268.46	6617.84	6918.23	7194.44
长期投资	399.28	389.28	379.28	369.28
固定资产	4327.35	4647.40	4937.44	5197.49
无形资产	1473.88	1478.88	1483.88	1488.88
其他	67.95	102.28	117.62	138.79
资产总计	14522.70	15101.54	16943.56	19281.07
流动负债	6100.56	5510.28	6341.68	7483.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1779.06	2028.94	2330.38	2746.42
其他	4321.49	3481.34	4011.31	4736.95
非流动负债	2294.37	2676.42	2795.93	2931.77
长期借款	2180.45	2227.09	2270.24	2306.39
其他	113.92	449.33	525.69	625.38
负债合计	8394.93	8186.70	9137.61	10415.13
少数股东权益	198.07	198.07	198.07	198.07
归属母公司股东权益	5929.70	6716.77	7607.88	8667.87
负债和股东权益	14522.70	15101.54	16943.56	19281.07

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1494.95	1719.97	2156.55	2622.03
净利润	671.93	787.08	891.11	1059.99
折旧摊销	418.57	460.42	506.47	557.11
财务费用	111.88	117.47	123.34	129.51
投资损失	10.88	5.00	5.00	5.00
营运资金变动	281.70	350.00	630.64	870.42
投资活动现金流	-1883.35	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-700.38	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	1059.13	16.52	-37.64	-46.13
短期借款	2180.44	133.99	85.71	83.38
长期借款	2180.450543	2227.09	2270.24	2306.39
现金净增加额	5204.46	6957.72	7304.25	8669.62

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18264.37	20456.09	23524.50	27758.92
营业成本	14730.30	16456.93	18901.94	22276.53
营业税金及附加	194.31	225.02	282.29	360.87
营业费用	1767.76	1992.42	2291.29	2709.27
管理费用	542.80	619.82	717.50	849.42
财务费用	111.88	117.47	123.34	129.51
资产减值损失	0.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-10.88	-5	-5	-5
营业利润	906.34	1039.44	1203.14	1428.32
营业外收支	10.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	916.51	1039.44	1203.14	1428.32
所得税	244.58	262.36	297.04	353.33
净利润	671.93	777.08	906.11	1074.99
少数股东损益	-1.36	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	673.29	777.08	906.11	1074.99
EPS (元)	1.455	1.68	1.96	2.32

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	8.97%	12.00%	15.00%	18.00%
营业利润	7.83%	14.69%	15.75%	18.72%
归属母公司净利	15.56%	15.42%	16.60%	18.64%
获利能力				
毛利率	19.35%	19.55%	19.65%	19.75%
净利率	3.68%	3.80%	3.85%	3.87%
ROE	11.35%	11.57%	11.91%	12.40%
偿债能力				
资产负债率	57.81%	54.21%	53.93%	54.02%
流动比率	135.30%	153.96%	158.09%	161.51%
速动比率	128.76%	145.78%	149.92%	153.36%
每股指标(元)				
每股收益	1.46	1.68	1.96	2.32
每股经营现金	3.80	4.38	5.49	6.67
每股净资产	13.24	14.94	16.87	19.16
估值比率				
P/E	14	12	11	9
P/B	2	1	1	1

分析师简介

经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。