

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

王府井

600859

推荐

全国百货业龙头，稳健前行

保持稳健的开店速度：2013、2014年每年新开3-4家门店，期间不排除进行兼并收购；2013年，营业收入增速有望超10%，毛利率将延续上行态势；租赁费、利息费用等将推动期间费用率继续上行。委托理财的收益将部分对冲财务费用的上行；公司会计政策保守、谨慎，为未来业绩的增长奠定了基础。

投资要点：

- **拓展策略：**1、全国化扩张，区域首家门店成功后，进行同城多店、同区域多店布点。2、增加自持物业，大力发展购物中心，投资电子商务，多种模式发展；3、不囿于省会城市和各地的核心城市，经济发展水平、人口、购买力等达到标准的地级市、县级市等会积极进入。
- **门店销售受宏观经济疲软、反腐、倡导节俭等因素影响，但程度有限：**国家扩大内需的举措主要是扩大居民的消费，未来政府消费、集团消费占比下降，居民消费将提升；王府井门店涵盖精品和时尚流行等不同定位，且根据当地的需求、商圈情况因地制宜；王府井的门店普遍体量较大，已进行购物中心化的调整。
- **毛利率将延续上升态势：**2012年，公司综合毛利率/百货零售/其他业务毛利率分别提升0.69/0.9/0.41个百分点：由于商务部整治零售企业“乱收费”，公司将一部分后台费用改为毛利；营销、促销方面有所控制。此外，公司依托龙头地位、区域优势致力于缩短流通链条，推动代理层级上移，也促进了扣点的上升。2013年，在“费改率”和流通链条缩短的大趋势下，预计毛利率将继续提升。
- **委托理财收益将部分对冲公司债带来的财务费用上升：**2012年10月，公司发行22亿元公司债，票面利率分别为4.94%（11亿元，3+2年）和5.20%（11亿元，5+2年），2013年利息费用1.12亿元；2013年，公司3个信托投资项目有望产生投资收益7175万元，扣除流转税、所得税后，有望增厚权益净利润5100万元。由于信托理财计入可供出售金融资产，到期后收益才可确认，故利息费用和信托投资收益的节奏并不同步。
- **公司会计政策相对保守：**1、2012年，武汉王府井的诉讼已计提5000万元拨备；2、2012年新增的3家门店费用计提充分，且2013年1月新开的抚顺、西宁3店相关费用已在2012年计提；3、王府井洋华堂的清算费用已在2012年计提。
- **维持盈利预测与评级：**预计2013-15年营业收入增速分别为11.4%、13.2%、14.6%，归属净利润增速分别为12.2%、15.2%和19.8%，EPS分别为1.63、1.88和2.25元。给予2013年15倍PE，目标价24.49元，给予“推荐”评级。

风险提示：1、新店亏损超预期；2、委托理财遇房地产低迷，收益不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18264	20350	23036	26400
收入同比(%)	9%	11%	13%	15%
归属母公司净利润	673	756	870	1043
净利润同比(%)	16%	12%	15%	20%
毛利率(%)	19.3%	20.1%	20.4%	20.6%
ROE(%)	11.4%	11.3%	12.0%	13.3%
每股收益(元)	1.45	1.63	1.88	2.25
P/E	13.77	12.27	10.65	8.89
P/B	1.56	1.39	1.28	1.18
EV/EBITD	2	2	1	1

资料来源：中投证券研究所

6-12个月目标价：24.49元

当前股价：21.01元

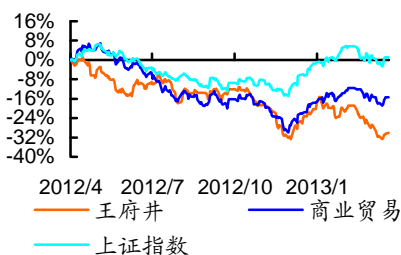
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2301.26
总股本(百万)	463
流通股本(百万)	418
流通市值(亿)	88
EPS	1.45
每股净资产(元)	12.81
资产负债率	57.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
王府井	-8.89%	-10.56%	-19.07%
商业贸易	-0.75%	4.13%	3.01%
上证指数	-0.52%	4.32%	11.91%



相关报告

《王府井-分红比例48.11%，创历史新高》
2013-3-24

一、投资者交流会纪要及分析

日前，我们参加了王府井投资者交流会，董事东嘉生、董事兼财务总监杜建国、董秘岳继鹏等出席了交流会。纪要及分析如下：

问题一：拓展策略、参与新型城镇化的情况

拓展策略：

- 1) 全国布点，站住脚根后，同城多店、同区域多店；
- 2) 增加自持物业，发展购物中心，投资电子商务，多种模式的去做。

新型城镇化是新一届政府提升国民经济的重要措施。在理论界，还有一些分歧和讨论。在一个地区的发展过程中，零售业是在消费能力达到一定程度后才繁荣的，不像建筑业那样是先行产业。只要是当地的人口、市场容量、消费能力达到一次水平，王府井都会进入，不管是地级市还是县级市。

问题二：公司门店定位中高端，如何看待宏观经济形势、反腐、倡导节俭这些因素对我们门店销售、预付卡的销售这块的影响？

这些因素对公司销售的影响客观存在，这是一个挤泡沫的过程。一直以来，国内销售中政府消费、集团消费的占比高，这些不代表着居民消费水平的提高；国家着重扩大内需，主要是指扩大居民的消费。所以此类消费有个此消彼涨的过程，在某个区段内，肯定对公司的消费有影响。

对王府井而言，不同业态的影响不同，超市好一些，百货影响大一些；从销售结构上讲，软性（可选）商品影响大，刚性需求的影响小。需要说明的是：

1) 王府井不光做精品，还要做时尚流行（影响小，生活化一些），各地的门店会根据当地的需求、商圈情况做调整。如目前的福州一店定位于精品百货（COACH、Ports 等），2014 年开业的福州 2 店为 10 万平方米左右的购物中心，将定位于青春时尚，二者错位经营。

2) 王府井门店已购物中心化：跟同行相比，公司不会开 2 万平方米左右的精品百货，一定是 6 万平方米以上。

问题三：2012 年，公司毛利率有显著提升，如表 1，原因？

表 1 王府井毛利率

毛利率	2012	2011	提升百分点
综合毛利率	19.35%	18.66%	0.69
主营（百货零售）	17.51%	16.61%	0.90
其他	84.66%	84.25%	0.41

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

原因之一：商务部整治零售企业“乱收费”，把一部分后台费用改为毛利；原因二是营销、促销方面有所控制。

两原因对毛利率提升的贡献基本为 4: 6。此前更倾向于将一些收费放在其他业务收入中，这样仅需交 5% 的营业税；放在毛利中还需要交 17% 的增值税。

问题四：各门店的经营情况
1、亏损门店及子公司
表 2 亏损的门店、子公司情况

子公司	权益比例 (%)	净利润 (万元)	
		2012 年	2011 年
北京王府井百货商业物业管理有限公司	100	-4,921	-16
柒-拾壹 (北京) 有限公司	25	-2,489	26
株洲王府井百货有限责任公司	100	-2,110	-2,553
北京王府井洋华堂商业有限公司	40	-1,481	-929
福州王府井百货有限责任公司	100	-1,335	-207
湛江王府井百货有限责任公司	100	-1,335	0
北京王府井百货集团北京网尚电子商务有限责任公司	100	-1,251	-21
鄂尔多斯市王府井百货有限责任公司	100	-820	-1,106
郑州王府井百货有限责任公司	100	-813	0
抚顺王府井百货有限责任公司	100	-599	0
北京宏业物业管理有限责任公司	100	-376	-230
郑州王府井商业管理有限责任公司	100	-319	0
佛山市王府井商业置业有限公司	50	-91	0

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

- ✚ 株洲门店整体来看是亏损收窄的趋势，目前也在不断调整。
- ✚ HQ 尚客 2012 年的亏损约在 5000 万元，比 2011 年亏损额略有收窄。
- ✚ 成都子公司 2012 年净利润 4.38 亿元，同比增长 34%，较快的增速与南宁店的诉讼一审输、二审赢，公司冲回此前计提的 4900 万元有关。
- ✚ 福州店经营情况良好，2012 年亏损 1335 万元，在公司的预期之内。未来将就租金、停车场等与物业进行谈判，存在较大提升空间。
- ✚ 北京王府井百货商业物业管理有限公司 2012 年大幅亏损 4921 万元，主要是由于武汉王府井诉讼一审赢，二审输，公司计提 5000 万元拨备所致（对方提出 6900 万元的赔偿额，公司预计最终结果不会是全额赔偿）

表 3 盈利的门店、子公司情况

子公司	权益比例(%)	净利润 (万元)		增速
		2012 年	2011 年	
成都王府井百货有限公司	100	43,796	32,743	33.8%
西宁王府井百货有限责任公司	100	9,793	7,396	32.4%
长沙王府井百货有限责任公司	100	8,915	6,880	29.6%
北京王府井百货集团双安商场有限责任公司	100	6,126	2,008	205.1%
包头王府井百货有限责任公司	100	5,212	6,241	-16.5%
广州王府井百货有限责任公司	100	3,716	3,832	-3.0%
洛阳王府井百货有限责任公司	100	3,494	2,829	23.5%
北京王府井百货集团长安商场有限责任公司	100	2,786	3,257	-14.4%
呼和浩特王府井百货有限责任公司	100	516	317	62.9%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2、盈利的门店情况

北京地区门店

2012年，双安店在经过了2011年的调整后呈现了高增速；大兴店在北京卫星城市的经营不错，达到了公司的预期；王府井总店在不断的进行调整，因体量超10万平米，已相当于一家购物中心。

整体来看，双安提升空间大，总店和东安不断的进行调整。

成都子公司

利润同比增长34%：1)春熙店装修、门前修地铁，利润是下滑的；2)太原店增速很不错；3)冲回了4900万元的拨备

包头1店租金翻番，当地新商圈分流，导致业绩同比出现下滑；

广州店、西宁店租金也有较大幅度的提升

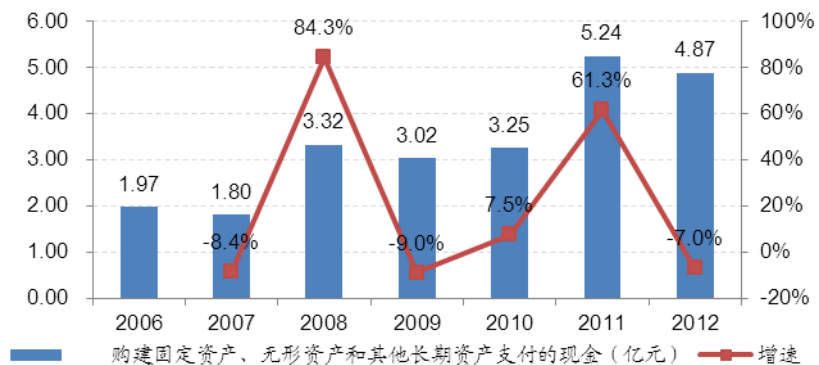
问题五：公司债、账面资金、资本开支

账面资金充裕，2012年底账面69.6亿元的资金，有10几个亿是下面新成立的以及合营公司的，马上要用，不能动；余下的含了22亿元的公司债资金，余下的30多个亿有预付卡。资金看似充裕，其实不然。

公司计划提高自持物业的比例，不少地产商想跟公司合作，公司也在不断物色，必要的时候需要大量的资金。

资本开支目前主要集中在3个自有物业项目上：西安、郑州和佛山。公司目前没有自己拿地建设城市综合体的项目，未来即使有，数量也不多。

图1 公司历年资本开支情况



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表4 公司目前处于投入期的3大自有物业项目

项目名称	业态	建筑面积	投资额 (万元)	股权比例	具体内容	付款方式
租赁土地建设佛山购物中心项目	购物中心	总建筑面积20万平方米，商业物业11万平方米	43,000	50%	与雄盛宏景共同租赁佛山禅城区佛山大道季华路地块，建设佛山王府井购物中心	租赁土地建设佛山购物中心项目

西安赛高城市广场部分商业用房	购物中心	90211 平方米	78,970	100%	现金方式购买陕西赛高投资公司开发的赛高城市广场部分商业用房	现金分期付款。
温哥华时代广场项目	购物中心	总建筑面积 212,474 平方米	39,088	65%	使用现金 39,088 万元向郑州枫华商业增资, 持有枫华商业 65% 股权	现金出资, 分期付款

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

问题六: 委托理财的收益情况

信托理财的投资收益可部分对冲公司债带来的利息费用增加。以后有合适的理财项目, 还会考虑做。

信托理财以可供出售金融资产存在, 到期后收益才可确认, 所以从报表上看, 利息费用和信托投资收益的节奏不同步。

表 5 公司投资的委托理财产品

委托理财名称	金额 (亿元)	预期年化收益率	期限 (月)	预计 2013 年收益(万元)	备注
安盈·商业物业投资 II 期单一信托	5	9.5%	18	4,750	
中关村信托	3.5	9.0%	6	1,575	
北京信托·盈瑞 1 号单一资金信托	1.5	8.5%	24	850	延至 2013 年 4 月底前执行
合计	10			7,175	

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

问题七: 电子商务-北京网尚电子商务有限责任公司的投资与运营情况

公司电子商务计划投资 1.02 亿元, 已投入 3700 万元, 尽管目前有好转, 但整体运营不达预期。公司正在通过猎头挖电商的专业管理人才, 部分已到位。2012 年亏损 1251 万元, 保守估计 2013 年亏损额会加大。

问题八: 分红与送配、增持、回购等

1、2012 年每 10 股派发现金 7.00 元 (含红利所得税), 创历史最高分红比例, 主要充分考虑投资者的要求, 且公司现金充裕, 故回馈广大投资者。该分红比例能否持续要看此后公司的资金需求、当年盈利情况等。

未来可能需要较多资金投入的方面:

提高物业自持比例, 主要方式有三: 1) 从建设开始参与; 2) 建成后购买; 收购成熟物业; 3) 兼并重组, 收购其他零售公司

2、公司每股资本公积 7.07 元, 暂未有高送配的打算: 1) 高送配带来的股价上涨多是昙花一现; 2) 保持较小的股本, 便于公司后续的一些运作。

3、回购: 公司认为高分红与回购对投资者来讲, 产生的效应相差不大。

问题九: 员工负担问题

2012年，公司需承担费用的离退休职工 5890 人，除了广州店 1996 年开业到现在已有退休职工外，主要是北京各门店的退休员工，以前是自营模式，转为联营后人员需求减少。此外，在在职的 12825 人中，约有 3000-4000 人是在职不在岗的内退人员（不需要买三险一金）。

公司 2012 年末有 28 家门店，平均每家店的在职员工 333 人，在合适范围内。若是改为自营模式，人员数需要翻十倍。

表 6 公司主要费用项人工薪酬及人效分析

项目	2012	2011	增速
工资及附加（元）	718,130,405	622,510,858	15.4%
工资及附加/营业收入	3.9%	3.7%	
在职员工合计（人）	12,825	11,015	16.4%
公司需承担费用的离退休职工人数（人）	5890	5812	1.34%
总员工数（人）	18,715	16,827	11.2%
工资及附加/在职员工数	55,995	56,515	-0.9%
工资及附加/总员工数	38,372	36,995	3.7%
人效（按在职员工）（万元/年/人）	142	152	-6.4%
人效（按总员工）（万元/年/人）	98	100	-2.0%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

公司大量人员负担的问题也是人力资源保障部重点研究、调研的课题，但目前看不到解决的办法。

问题十：对郑万河郑总的评价

- 1、从一单体百货到全国连锁，凝聚了郑总毕生的心血；
- 2、郑总的从发展思路到内部管理的一些理念、制度，现在已经固化在公司里了，郑总离职后继续发挥着作用；
- 3、中高层管理人员团队健康、合作、对经营管理的控制很强的，在外扩张等各个方面不会有大的问题；
- 4、郑总不仅是优秀的管理者，还是零售行业专家，在重大问题上依然会去请教郑总。

问题十一：业绩

2012 年，市场对公司业绩增速的预期为 20%左右，实际增速 15.6%，二者之间的利润差别为 2000 多万，并非不可实现。但公司在会计处理上一向谨慎，为未来留足空间。

1、公司参股子公司北京王府井洋华堂商业发展有限公司股东各方一致同意，该公司不再合作经营，对其实施清算。清算费用已在 2012 年计提完毕。

2、2012 年，武汉王府井的诉讼已计提 5000 万元拨备；

3、2013 年 1 月，抚顺店、西宁 3 店（1 店拓展）开业，前期费用已在 2012 年计提。

问题十二：关于王府井国际收购春天百货股权的事宜

王府井国际收购春天百货 39.53%的股权，未来不排除整体收购、退市，将资产注入上市公司。目前，金鹰(3308)董事长王恒不断增持，整体收购还存在不确定性。

1月24日，王府井国际与春天百货股东 Bluestone（控股）、PGL 签订协议，以 1.2 港元/股，收购春天百货 39.53%的股权，共投入 19.97 亿港元。

春天百货自有店网络包括 13 家百货店及 3 家奥特莱斯。2012 年同店增速 4.5%，销售所得额 54.19 万元人民币，增长 12.7%，EPS0.037 元人民币。

收购价对应 2012 年 PE32.4 倍，PS（按销售所得额测算）0.75，并不便宜，但公司有信心，若能将春天百货资产注入上市公司，以春天百货的门店资产、网络，结合王府井的优秀管理和与王府井门店的协同，预计春天百货的盈利能力将大大增强，该收购的价值将得以体现。

二、维持盈利预测与“推荐”评级

2013 年，在宏观经济弱势复苏、公司双安店、成都 1 店、长沙店、重庆店等装修改造后内生增长提速、新门店在年初开业等因素的共同作用下，营业收入增速有望快于 2012 年，达到 10%以上；毛利率也将延续上升态势，但由于新增门店 - 2011 年 2 家（成都 2 店、鄂尔多斯店）、2012 年 3 家（福州 1 店、郑州 1 店、湛江店）、2013 年 3 家（抚顺店、西宁 2、3 店）均为租赁物业，且包头、西宁、广州等老店租金均有不同程度的上升，故租赁费将继续大幅上升；同时，22 亿元公司债带来利息费用的大幅上升，预计期间费用率的提升将侵蚀掉毛利率的上升。

预计 2013-15 年营业收入增速分别为 11.4%、13.2%、14.6%，归属净利润增速分别为 12.2%、15.2%和 19.8%，EPS 分别为 1.63、1.88 和 2.25 元。给予 2013 年 15 倍 PE，目标价 24.49 元，给予“推荐”评级。

三、风险提示

1、信托理财投资收益的确认与公司债利息费用的确认并不同步，特定时间段内公司报表会“较为难看”。

2、银监会清理银行委托理财波及信托理财，3 大信托理财项目收益不达预期。

3、大钟寺店（HQ 尚客）已持续 3 年亏损，未来可能性：1）租赁更多面积，改为购物中心业态；2）使物业方降低租金；3）关店。可能性 1 和 3 将带来短期内更多的费用和亏损。

4、宏观经济由弱势复苏转为持续疲软，反腐风暴影响超预期；

5、2012、2013 年新开门店培育期拉长，难现成都 2 店当年盈利的情况。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8254	11971	13475	15338	营业收入	18264	20350	23036	26400
现金	6958	10730	11997	13579	营业成本	14730	16258	18335	20959
应收账款	78	97	109	125	营业税金及附加	194	214	242	277
其它应收款	507	275	311	356	营业费用	1768	2149	2481	2830
预付账款	312	406	530	654	管理费用	543	600	682	766
存货	399	463	528	624	财务费用	112	183	187	191
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	6268	6158	6016	5916	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	399	349	379	398	投资净收益	-11	70	80	85
固定资产	2304	2241	2173	2089	营业利润	906	1015	1188	1460
无形资产	1215	1205	1195	1185	营业外收入	13	18	21	18
其他	2351	2363	2269	2244	营业外支出	3	5	8	10
资产总计	14523	18130	19491	21254	利润总额	917	1028	1201	1468
流动负债	6101	6767	7562	8675	所得税	245	272	317	382
短期借款	0	0	0	0	净利润	672	756	885	1087
应付账款	1779	2032	2310	2683	少数股东损益	-1	0	14	44
其他	4321	4735	5252	5992	归属母公司净利润	673	756	870	1043
非流动负债	2294	4479	4485	4466	EBITDA	1437	1664	1880	2185
长期借款	0	2180	2180	2180	EPS (元)	1.45	1.63	1.88	2.25
其他	2294	2298	2304	2285					
负债合计	8395	11246	12047	13141					
少数股东权益	198	198	212	257	主要财务比率				
股本	463	463	463	463	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	3273	3273	3273	3273	成长能力				
留存收益	2194	2950	3496	4121	营业收入	9.0%	11.4%	13.2%	14.6%
归属母公司股东权益	5930	6685	7232	7857	营业利润	7.8%	12.0%	17.1%	22.9%
负债和股东权益	14523	18130	19491	21254	归属于母公司净利润	15.6%	12.2%	15.2%	19.8%
					获利能力				
					毛利率	19.3%	20.1%	20.4%	20.6%
					净利率	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%
					ROE	11.4%	11.3%	12.0%	13.3%
					ROIC	532.9	-93.3%	-53.4%	-39.0%
					偿债能力				
					资产负债率	57.8%	62.0%	61.8%	61.8%
					净负债比率	0.00%	19.39%	18.10	16.59%
					流动比率	1.35	1.77	1.78	1.77
					速动比率	1.29	1.70	1.70	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.44	1.25	1.22	1.30
					应收账款周转率	178	226	212	214
					应付账款周转率	8.46	8.53	8.44	8.40
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.45	1.63	1.88	2.25
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.76	4.70	4.81	5.88
					每股净资产(最新摊薄)	12.81	14.45	15.63	16.98
					估值比率				
					P/E	13.77	12.27	10.65	8.89
					P/B	1.56	1.39	1.28	1.18
					EV/EBITDA	2	2	1	1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-3-24	《王府井-分红比例 48.11%，创历史新高》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券百货零售、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

樊俊豪,连锁零售行业分析师,中山大学金融学硕士。重点覆盖公司:海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434