



东兴证券
DONGXING SECURITIES

费用高企抵消毛利提升带来的利润红利

——王府井（600859）2012年财报点评

2013年3月25日

强烈推荐/维持

王府井

财报点评

高坤	零售行业分析师	010-66554016	执业证书编号: S1480511110001
符艺蕾	联系人	010-665554130	

事件:

公司于3月23号公布了2012年年报:实现营业收入182.64亿元,较上年同期增长8.97%,实现归属母公司净利润6.73亿元,较上年同期增长15.56%,基本每股收益为1.45元,与上年同比增长6.2%。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	3537.74	3828.91	4575.77	5070.99	3998.69	4152.71	5041.97
增长率(%)	23.98	22.70	20.18	5.24	8.54	8.51	8.97
毛利率(%)	19.13	18.72	18.49	18.55	19.79	19.83	19.41
期间费用率(%)	11.90	12.10	12.53	11.98	12.41	12.78	13.26
营业利润率(%)	5.87	5.64	5.01	5.47	5.69	5.50	4.96
净利润(百万元)	124.42	146.52	134.43	213.85	170.26	164.10	123.73
增长率(%)	13.60	50.22	128.04	-0.95	36.84	12	-7.96
每股盈利(季度,元)	0.7560	1.0840	1.3700	0.4620	0.8300	1.1850	1.4550
资产负债率(%)	49.79	54.06	50.58	46.46	42.94	47.72	57.81
净资产收益率(%)	3.05	3.59	2.83	3.91	3.00	2.85	2.14
总资产收益率(%)	1.50	1.73	1.37	2.01	1.63	1.50	0.95

评论:

积极因素:

- 在2011年停业装修改造的低基数背景下,改造提档升级后的双安商场利润贡献超预期。2012年王府井实现净利润为6.72亿元,同比增长15.44%。其中利润贡献及增速最大的门店分别是双安商场、成都1,2店、长沙店和西宁店。北京王府井双安商场有限责任公司2012年利润贡献为6126万元,根据我们的估算双安商场2012年的利润贡献至少为1亿元,高于未装修前8527万元的利润,好于我们之前的预期(预期:双安利润贡献与装修之前持平)。

表 1: 北京王府井双安商场有限责任公司利润拆分明细表

单位: 万元	2012H1	2012 年
北京王府井双安商场有限责任公司	2833	6126
大兴店	-300	(预计基本实现盈亏平衡)
大钟寺店	-3000	-5000
双安商场	6133	11126 (估算)

资料来源: 东兴证券整理

另外, 值得一提的是成都王府井购物中心店, 2012年度累计销售业绩突破十亿元, 成为公司首个在第一个完整经营年里销售突破十亿的门店。根据我们的测算成都两家门店的利润贡献约为3.5亿元, 超过公司利润总额的50%, 进一步稳固了公司在成都地区的市场领导地位, 强化了市场号召力和消费者影响力。

表 2: 成都王府井百货有限公司利润拆分明细表

单位: 万元	2012H1	2012 年
成都王府井百货有限公司	18999	43796
成都王府井	13139 (估算)	35196 (估算)
成都王府井购物中心	1700	
重庆解放碑店	-270 (由于装修影响)	(截止报告期末, 装修完, 估算盈亏平和)
重庆沙坪坝店	500	1100 (估算)
南宁王府井 (2011 年重开)	小幅亏损忽略不计	小幅亏损忽略不计
乌鲁木齐店	230 (2011 年实现盈亏平衡)	500 (估算)
昆明王府井	400	1000 (估算)
兰州王府井	300	500 (估算)
太原王府井	3000	5500 (估算)

资料来源: 东兴证券整理

长沙王府井和西宁王府井两家门店2012年的利润增速为30%左右, 分别为8915万元和9793万元。

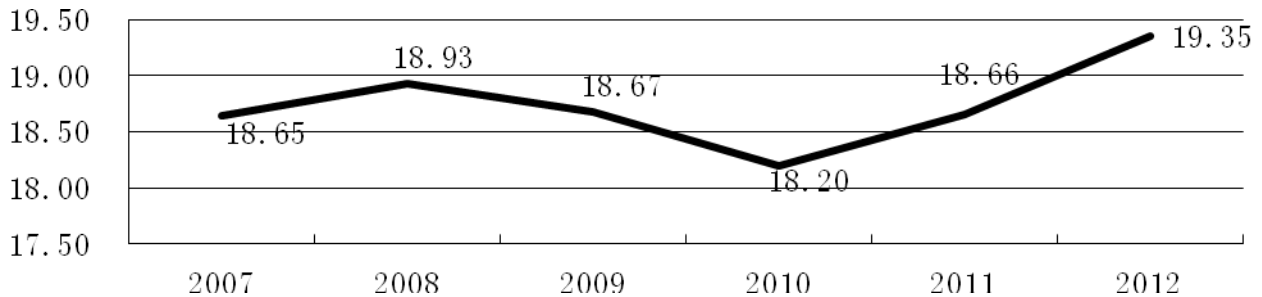
表 3: 长沙王府井和西宁王府井净利润及增速

单位: 万元	2011 年	2012 年	同比
长沙王府井	6880	8915	29.59%
西宁王府井	7396	9793	32.41%

资料来源: 东兴证券整理

- 同城加密的协同作用和低毛利率的黄金珠宝产品的限购政策助推毛利率的向上攀升态势。2012年公司毛利率为19.35%同比增长0.69个百分点, 2010年开始公司毛利率呈现一路向上的攀升的态势。从2012年开始公司加强对毛利率的管控, 主要体现在以下三个方面: 促销分摊的进一步细化; 单品管理防止毛利率损失; 对于低毛利产品(投资黄金等)停止购物卡的使用。公司目前在同城有2家门店的地区有: 包头、重庆、成都, 在储备门店中有同城加密计划的城市有西宁、福州, 同城加密, 精细化管理引致的毛利率上升是公司内涵杠杆的主要亮点。

图 1: 2007 年-2012 年王府井毛利率变化趋势图



资料来源：公司年报，东兴证券整理

消极因素：

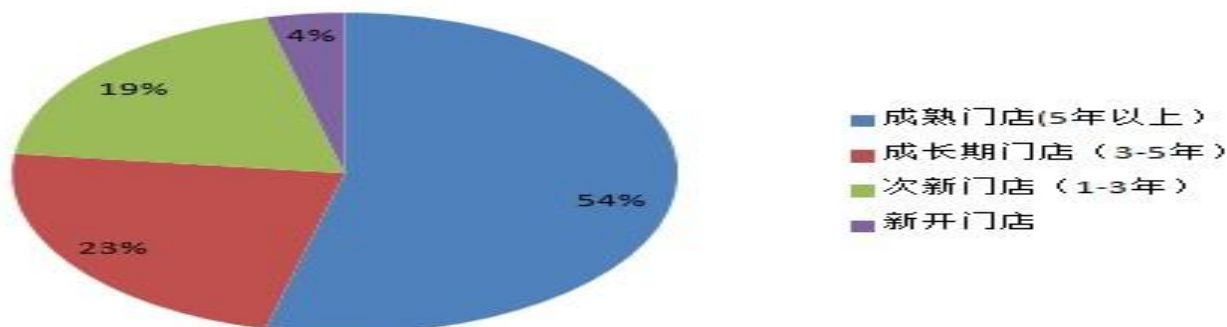
- 近两年高速外延扩张导致次新门店占比较高，对营业收入的释放造成一定的积压。截止2012年年末，公司共有百货门店27家，购物中心1家，共计经营总面积135万平方米。受少数股东损益大幅减少的影响，归属上市公司股东的净利润6.73亿元，同比增长15.56%；百货主业毛利率为17.51%，同比提升0.9个百分点。分地区情况来看，华北地区的营业收入最多，共计79.36亿元，占总营业收入的43.45%，但从增速来看增长最慢，主要是因为北京市场同店增速较低。次新门店较高的占比是制约公司营业收入高速上扬的主要因素。具体来看，公司成熟门店占比为54%，成长期门店占比为23%，次新门店占比19%，新开门店占比5%。

表 4：主营业务分地区情况

主营业务地区	营业收入（亿元）	同比	备注
华北地区	79.36	7.76	包括北京，山西，内蒙古
华中地区	26.54	7.98	包括河南，湖北，湖南
华南地区	10.48	-0.07	包括广东，广西
西南地区	43.65	13.85	包括重庆，四川，云南
西北地区	17.11	10.49	包括青海，新疆，甘肃
华东地区	0.51	—	包括福建

资料来源：公司年报，东兴证券整理

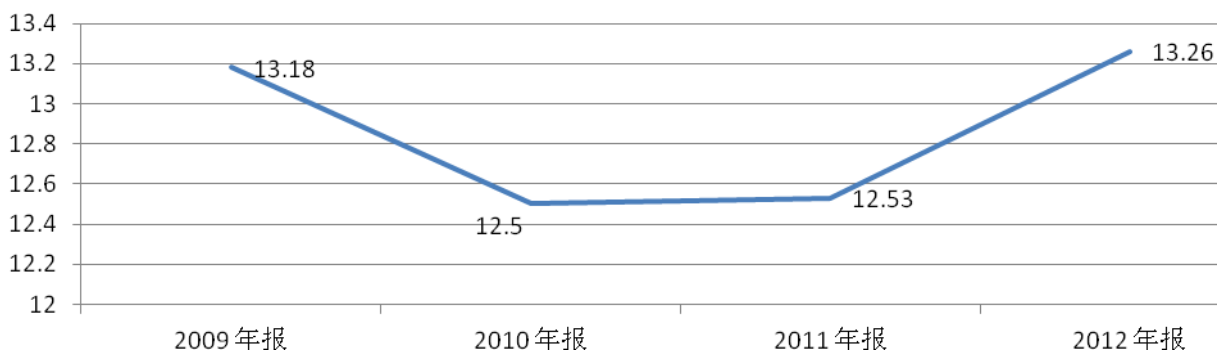
图 2：2012 年公司的店龄结构分布图



资料来源：公司年报，东兴证券整理

- **人工成本、租金成本和水电费用的持续攀升导致期间费率的高居不下。**报告期内公司的期间费率为13.26%，较去年同期增长0.73个百分点。其中销售费率增幅最大，同比上涨0.67个百分点至9.68%，主要是因为租金成本上涨和装修费用摊销增加所致，基本抵消了毛利上涨带来的利润红利；财务费率同比上升0.17个百分点至0.61%，主要是因为报告期内发行公司债券计提债券利息费用所致（公司2012年发行22亿公司债，计提债券利息2103万元导致报告期内财务费用同比上升52.14%至1.12亿元）；而管理费率同比下降0.11个百分点至2.97%。

图 3：王府井期间费率变化趋势图



资料来源：公司年报，东兴证券整理

从三大细分费用来看，租赁费用同比上升21.43%至5.1亿元；人工费用同比上升15.15%至7.18亿元；水电费用同比上升14.29%至1.92亿元；

业务展望：

为顺应百货未来的转型模式，公司未来三年的储备门店中购物中心占比高达45.45%，购物中心体量的储备门店分别有郑州温哥华购物中心、佛山购物中心、西安购物中心。公司力争2013年营业收入实现同比增长10%以上，预计新开百货门店1-2家。公司表示将充分利用市场回暖前的时间做好再次发力的准备，在巩固已有市场份额

的基础上，抢先进入具有一定潜力的新兴市场；同时通过提升内部管理来提高毛利率水平，全面提升竞争力水平高，把握发展的主动权。从储备门店来看，公司加大了购物中心发展力度的同时更倾向于引入合作伙伴来分散风险并确保项目的成功率。

表 5：公司未来三年的储备门店

	开业时间	面积（万）	物业
唐山王府井	2013 年	5.8 万	租赁
郑州温哥华购物中心	2013 年	建筑面积 21 万	租赁
福州二店	2013 年	商业面积 10 万	租赁
长沙 BOBO 广场店	2014 年	建筑面积 8.9 万	租赁
佛山购物中心	2014 年	商业面积 20 万	自有（50%）
西安购物中心	2015 年	商业面积 9 万	自有（50%）

资料来源：东兴证券整理

盈利预测与投资建议：

公司次新门店的高占比和外延扩张的先发优势为公司未来业绩的释放提供了双重保障，看好公司内外兼修的发展潜力，我们预计2013, 2014年的EPS为1.632/1.943, 对应的PE为13/11倍。综合考虑，我们给予公司2013年的15倍的估值水平，对应6个月的目标价为25元，距当前价格仍有的20%涨幅，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

1. 经济持续下行带来的新开门店培育期延长，培育成本上升
2. 成熟门店的租金和人工成本上涨带来的收益率下滑
3. 新兴消费市场传统零售的冲击加剧
4. 对人才的匮乏引起的管理风险

表 6：投资组合盈利预测和估值

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	16761.09	18264.37	20474.36	23238.40
(+/-)%	20.18	8.97%	12.1%	13.5%
经营利润（EBITDA）	1,117.95	1,246.93	1,277.29	1,445.04
(+/-)%	19.11%	11.54%	2.44%	13.13%
净利润	621.26	671.93	755.32	899.06
(+/-)%	54.94	8.16%	12.41%	19.38%
每股净收益（元）	1.370	1.455	1.632	1.943

资料来源：东兴证券

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究

符艺蕾

金融学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。