

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

王府井

600859

推荐

预收账款同比增长 26%，为后续销售奠定基础

— 2013 年 1 季报点评

2013 年 1 季报, 公司实现营业收入 55.1 亿元, 同比增长 8.74%; 归属净利润 2.22 亿元, 同比增长 3.74%, EPS0.48 元, 符合预期。

投资要点:

- **1 季度营业收入增速 8.74%基本与去年全年的增速 8.97%持平, 高于去年同期 5.24%的增速水平:** 12 年至今年 1 季度, 公司新增 5 家门店: 郑州一店 (5.98 万平米)、福州一店 (6.3 万平米)、湛江店 (3.39 万平米)、抚顺店 (4.69 万平米) 和西宁 3 店 (即 1 店扩容、2.82 万平米); 剔除不可比因素后, 预计同店增速微负。
- **综合毛利率延续上升态势, 同比提升 0.54 个百分点至 19.09%:** 1、存在一定的“费”改“率”因素; 2、凭借规模优势, 与品牌商签订战略合作协议, 提升代理层级, 提升了毛利率。相比较而言, “费”改“率”对毛利率提升的贡献更大。
- **5 家新门店的开业带来销售费用率和管理费用率分别上升 0.49 和 0.33 个百分点, 财务费用率无变化:** 2012 年 10 月, 公司发行 22 亿元公司债, 票面利率分别为 4.94% 和 5.2%。1 季度, 财务费用率维持在 0.34% 的水平, 我们认为主要是由于货币资金同比增加了 29.6 亿元, 利息收入部分对冲了财务费用的上涨。
- **预收账款同比增长 26%至 32.8 亿元:** 预计公司预收账款主要为预付卡贡献, 高速增长与低基数相关, 但也说明公司整体受影响不大, 这得益于公司全国化的布局。
- **投资净收益 954 亿元, 其中信托理财贡献 1199 万元:** 1 季度, 北京信托·中关村广场项目已收回本金 3.5 亿元及收益 1199.59 万元; 2 季度起, 处于投资期的信托项目还有盈瑞 1 号、安盈·商业物业投资 II 期单一信托和睿盈 11 号集合资金信托, 合计资金 8.8 亿元; 估算 2013 年来自信托理财的投资收益在 5000-8000 万元。
- **维持盈利预测与评级:** 公司定位中高端, 在经济疲软、廉政风暴中受到了一定影响, 但不同地区门店受影响程度差别大, 整体可控; 且未来高端居民消费的崛起有望抵消高端政务消费的下滑。公司账面资金增加带来的利息收入、信托理财收益二者合计可基本对冲掉公司债带来的新增财务费用, 只是信托理财收益并非每季度结算, 从报表上看, 公司业绩将有一定的季度波动性。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、成熟门店所在商圈竞争加剧, 同店下滑严重; 3、廉政风暴对高端消费打击范围、力度超预期, 而居民高端消费增长不达预期

主要财务指标

单 : 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	12.85	11.45	9.94	8.30
P/B	1.46	1.29	1.20	1.10
EV/EBITDA	2	1	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: 18.69 元

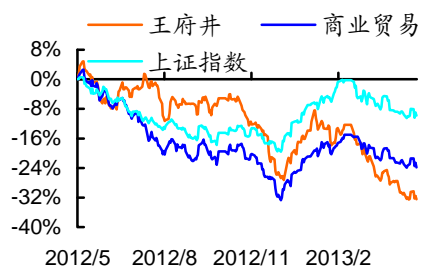
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	463
流通股本(百万)	418
流通市值(亿)	78
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	-9.54%	-18.24%	-25.60%
商业贸易	-6.38%	-4.51%	-5.11%
上证指数	-5.48%	-4.02%	4.65%



相关报告

- 《王府井-全国百货业龙头, 稳健前行》  
2013-3-31
- 《王府井-分红比例 48.11%, 创历史新高》  
2013-3-24

## 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
<b>流动资产</b>	8254	11971	13475	15338	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	14523	18130	19491	21254	<b>利润总额</b>	917	1028	1201	1468
<b>流动负债</b>	6101	6767	7562	8675	所得税	245	272	317	382
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	673	756	870	1043
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	8395	11246	12047	13141	主要财务比率				
少数股东权益	198	198	212	257	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	463	463	463	463	<b>成长能力</b>				
资本公积	3273	3273	3273	3273	营业收入	9.0%	11.4%	13.2%	14.6%
留存收益	2194	2950	3496	4121	营业利润	7.8%	12.0%	17.1%	22.9%
归属母公司股东权益	5930	6685	7232	7857	归属于母公司净利润	15.6%	12.2%	15.2%	19.8%
<b>负债和股东权益</b>	14523	18130	19491	21254	<b>获利能力</b>				
					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	30%	23%	25%	27.2%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.85	11.45	9.94	8.30
					P/B	1.46	1.29	1.20	1.10
					EV/EBITDA	2	1	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
2013-3-31	《王府井-全国百货业龙头，稳健前行》
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