

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

王府井

600859

推荐

短期“增收不增利”不改龙头本色; 4季度业绩将好转

— 2013年中报点评

2013年上半年, 公司实现营业收入100亿元, 同比增长10.61%; 实现归属净利润3.7亿元, 同比下降3.6%, EPS 0.8元, 符合我们“中报业绩0增长附近”的预测。新店导致租赁费激增及信托理财收益暂未结算是“增收未增利”的主要原因。

投资要点:

- **上半年营业收入同比增长10.61%, 同店增长6.64%:** 上半年新增3家门店: 抚顺王府井(4.69万平米)、西宁1店扩容(即西宁王府井3店、2.82万平米)、西宁2店(3.67万平米); 经营建筑面积增长8.3%至145万平米。
- **毛利率逆势持续上升:** 在打折促销、黄金热销的背景下, 今年上半年大部分百货公司毛利率有所下滑; 而公司毛利率则逆势持续上升0.41个百分点: 1) 公司逐步进行财务口径的调整, 一部分业务成本归入费用所致; 2) 与公司的龙头地位、优秀的经营管理能力相关: 规模效益持续增强、代理层级不断上移。
- **租赁费快速增长, 人工成本控制到位:** 1) 2012年以来, 公司新增6家门店, 新增建筑面积近30万平米, 全部为租赁门店。上半年, 租赁费同比增长29%, 是导致期间费用上升的最主要细项, 租售比提升至3.09%。2) 公司外地门店人员精简高效, 一般门店自有人员配备约200多人, 上半年工资及附加仅增长6.1%。
- **展望-下半年不开店、4季度信托投资收益结算、公司债利息费用将被对冲:** 1) 预计焦作王府井因物业推迟交付延至2014年开业; 2) 预计第4季度委托理财收益才会部分结算, 全年结算投资收益约9355万元, 扣税后增厚EPS 0.14元; 3) 预计2013年22亿元公司债带来的利息费用为1.12亿元, 带来的利息收入为5409万元, 信托理财收益和利息收入可对冲掉公司债带来的利息费用。
- **下调赢利预测、静待第4季度业绩好转:** 鉴于新开门店对业绩的拖累, 下调2013-15年归属净利润增速至8.7%、12.4%和15.3%, EPS分别为1.58、1.78和2.05元。但业绩的波动不改公司龙头本色: 1、弱市中毛利率不降反升; 2、人工成本控制到位; 3、账面资金高达65亿元, 净现金43亿元, 不排除未来进行兼并收购的可能。4、信托理财投资收益、利息收入对冲公司债的利息费用。分季度看, 3季度公司业绩仍将平淡; 4季度, 业绩将明显好转。行业困境及公司业绩季度间的波动在股价上已有充分体现, 下半年有望估值修复带来绝对收益。给予2013年12倍PE, 目标价19元, “推荐”评级。

风险提示: 1、新店培育期拉长; 2、租赁费持续拖累业绩; 3、网上商城亏损超预期

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	732	823	949
净利润同比(%)	16%	9%	12%	15%
毛利率(%)	19.3%	19.8%	20.1%	20.2%
ROE(%)	11.4%	11.6%	12.0%	12.8%
每股收益(元)	1.45	1.58	1.78	2.05
P/E	11.33	10.42	9.27	8.04
P/B	1.29	1.20	1.12	1.03
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 16.49元

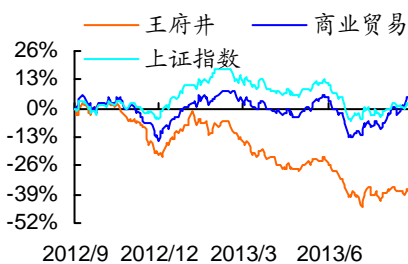
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2098.38
总股本(百万)	463
流通股本(百万)	418
流通市值(亿)	69
EPS	0.80
每股净资产(元)	13.54
资产负债率	53.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
王府井	12.33%	-13.45%	-23.96%
商业贸易	17.45%	1.54%	1.60%
上证指数	5.44%	-9.46%	-11.30%



相关报告

《王府井: 2013年1季报点评-预收账款同比增长26%, 为后续销售奠定基础》

2013-4-27

《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

一、上半年新增 3 家门店，毛利率提升 0.41 个百分点

1、上半年营业收入增长 10.6%，综合毛利率提升 0.41 个百分点

上半年新增 3 家门店：抚顺王府井（4.69 万平米、2013 年 1 月开业）、西宁王府井 1 店扩容（即西宁王府井 3 店、2.82 万平米、2013 年 1 月开业）、西宁王府井 2 店（3.67 万平米，2013 年 5 月开业）。截至上半年末，公司经营总建筑面积增加至 145 万平方米。

上半年，公司综合毛利率提升 0.41 个百分点，其中零售主业和其他业务毛利率分别提升 0.44、2.42 个百分点。这一方面是由于公司根据国家要求逐步进行财务口径的调整，一部分业务成本归入费用所致；另一方面，与公司的龙头地位、优秀的经营管理能力相关：规模效益持续增强、代理层级不断上移。

表 1 公司主营业务收入及毛利率分析

	项目（元）	2013H	2012H	增速	提升百分点
主营	主营业务收入	9,757,222,759	8,811,211,389	10.74%	
	主营业务成本	8,041,389,094	7,299,673,377	10.16%	
	毛利率	17.59%	17.15%		0.44
其他	其他业务收入	274,650,061	258,476,492	6.26%	
	其他业务成本	33,698,368	37,972,784	-11.26%	
	毛利率	87.73%	85.31%		2.42
总计	营业收入	10,031,872,820	9,069,687,881	10.61%	
	营业成本	8,075,087,462	7,337,646,161	10.05%	
	毛利率	19.51%	19.10%		0.41

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2、分地区

表 2 分地区营业收入及毛利率分析（2013H）

地区名称	营业收入		毛利率		备注 所含省份
	金额(万元)	增速	毛利率	变化 百分点	
华北地区	420,416	6.11%	18.16%	0.35	北京、山西、内蒙古
华中地区	147,692	19.34%	16.29%	-0.12	河南、湖北、湖南
华南地区	46,791	-12.53%	16.90%	2.35	广东、广西
西南地区	235,905	6.03%	19.06%	0.78	重庆、四川、云南
西北地区	103,526	21.53%	15.24%	1.34	青海、新疆、甘肃
华东地区	13,982		12.28%		福建
东北地区	7,409		11.30%		辽宁
合计	975,722	10.74%	17.59%	0.44	

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

➤ 成长型门店

太原王府井、兰州王府井、昆明王府井均为 2009 年开业、店龄 4 年左右的门店, 但因当地经济增速较快、竞争相对温和、门店体量较大等原因, 仍处成长期, 2013 年上半年保持了较高的增速。

成都王府井购物中心 2011 年底开业, 2013 年上半年增速约 17% (销售口径)。

➤ 北京、广州等经济发达区域的门店销售增幅仍然低于其他地区

王府井北京百货大楼店受装修影响, 上半年销售额增长率微负; 双安商场则实现低个位数的正增长。

华南地区上半年营业收入同比下降-12.53%, 毛利率提升 2.35 个百分点, 主要是由于去年同期的数据包含了深圳市王府井进出口贸易有限公司, 本期该公司已注销。广州王府井上半年的销售额增速约-2~-3%。

二、租赁费快速增长, 人工成本控制到位

表 3 公司三项费用率分析

项目(万元)	2013H	2012H	增加额	增速	提升百分点
销售费用	101,987	85,146	16,841	19.78%	
销售费用率	10.17%	9.39%			0.78
管理费用	26,945	24,486	2,459	10.04%	
管理费用率	2.69%	2.70%			-0.01
财务费用	3,972	2,893	1,079	37.28%	
财务费用率	0.40%	0.32%			0.08
期间费用	132,903	112,525	20,378	18.11%	
期间费用率	13.25%	12.41%			0.84

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

表 4 公司主要费用项分析

项目(万元)	2013H	2012H	增加额	增速	*/营业收入 (2013H)
租赁费	31,004	24,028	6,976	29.0%	3.09%
工资及附加	38,527	36,309	2,218	6.1%	3.84%
折旧费	8,944	9,032	-88	-1.0%	0.89%
水电费	11,831	9,042	2,788	30.8%	1.18%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

2012 年以来, 公司新增郑州、福州、湛江、西宁 2&3 店、抚顺共 6 家门店, 新增建筑面积近 30 万平米, 全部为租赁门店。2013 年上半年, 租赁费同比增长 29%, 是导致期间费用上升的最主要细项。租售比提升至 3.09%。

除历史遗留问题导致北京部分门店存在冗员外, 公司外地门店人员精简高效, 一般门店自有人员配备在 200 多人, 上半年工资及附加仅增长 6.1%。

三、展望：下半年不开店、4 季度信托投资收益结算

1、预计焦作王府井推迟至 2014 年开业

原计划于 2013 年底开业的焦作王府井因物业方建设进度问题, 预计将于 2014 年开业。即 2013 年新增 3 家门店, 全部集中在上半年。较 2012 年下半年新增 3 家门店相比, 2013 年下半年新开店费用压力减弱。

2014 年, 预计新增门店 2-3 家, 包括焦作王府井、洛阳王府井 2 店。

2015 年, 郑州 2 店(温哥华广场项目)、西安赛高店、佛山店有望开业。

2、预计 4 季度信托投资收益将部分结算, 对冲公司债利息费用

2 季度, 公司信托投资收益没有结算, 预计 3 季度亦没有结算。4 季度, 信托投资收益有望结算 7780 万元; 累计 2013 年共结算 9355 万元, 扣除所得税、流转税后, 预计贡献净利润 6548 万元, 折合 EPS 约 0.14 元。(暂不考虑中报公告日后可能会新增的信托投资)

表 5 公司委托理财投资

委托理财-未到期					
委托理财名称	金额 (亿元)	年化收益率	期限 (月)	起始日期	2013 年收益 (万元)
安盈·商业物业投资 II 期 单一信托	5	9.5%	18		4,750
北京信托·盈瑞 1 号单一 资金信托	1.5	8.5%	24	2013.5	850
睿盈 11 号集合资金信托 项目	1.3	9.0%	28+8	2013.4	780
北科建长丰项目单一资 金信托	3.5	8.0%	24	2013.6	1,400
合计	11.3				7,780
委托理财-已到期					
中关村信托	3.5	9.0%	6		1,575
合计	3.5				1,575
总计	14.8				9,355

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

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), 预计 2013 年利息费用 1.12 亿元, 另分摊债券融资费用 514 万元。

2013 年上半年, 公司利息收入 8265 万元, 以 2012 年末、2013 年上半年末的平均货币资金 67 亿元测算, 年化利率约 2.46%。22 亿元公司债预计全年贡献利息收入 5409 万元。

预计 2013 年公司债现金带来的利息收入、委托理财收益合计约 1.2 亿元，可对冲掉公司债发行带来的利息费用及融资费用。

四、静待 4 季度业绩好转，下半年有望实现绝对收益

鉴于新开门店对业绩的拖累，下调 2013-15 年归属净利润增速至 8.7%、12.4%和 15.3%，EPS 分别为 1.58、1.78 和 2.05 元。但业绩的波动不改公司龙头本色：1、弱市中毛利率不降反升；2、人工成本控制到位；3、账面资金高达 65 亿元，净现金 43 亿元，不排除未来进行兼并收购的可能。4、信托理财投资收益、利息收入对冲公司债的利息费用。分季度看，3 季度公司业绩仍将平淡；4 季度，业绩将明显好转。行业困境及公司业绩季度间的波动在股价上已有充分体现，下半年有望估值修复带来绝对收益。给予 2013 年 12 倍 PE，目标价 19 元，“推荐”评级。

五、风险提示

1、公司以往新增的门店培育期较短，如鄂尔多斯、成都 2 店等培育期仅 1 年。但随着租金的上涨、电商的冲击、商业地产的分流，2012 年 4 季度以来新增的门店培育期会拉长，前期亏损拖累业绩。

2、新门店租金上涨、老门店到期使租赁费持续拖累业绩；

3、公司网上商城在人力、宣传等方面不断加大投入，亏损存超预期可能；且无法预测实现盈利的时间。

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	11633	13089	14883	营业收入	18264	20350	23036	26400
现金	6958	10388	11606	13116	营业成本	14730	16329	18415	21078
应收账款	78	97	109	125	营业税金及附加	194	216	242	282
其它应收款	507	275	311	356	营业费用	1768	2149	2481	2830
预付账款	312	408	532	658	管理费用	543	611	682	766
存货	399	465	530	627	财务费用	112	132	173	200
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	983	1123	1328
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	17791	19106	20799	利润总额	917	996	1136	1336
流动负债	6101	6776	7572	8690	所得税	245	264	299	347
短期借款	0	0	0	0	净利润	672	732	837	989
应付账款	1779	2041	2320	2698	少数股东损益	-1	0	14	40
其他	4321	4735	5252	5992	归属母公司净利润	673	732	823	949
非流动负债	2294	4479	4485	4466	EBITDA	1437	1581	1800	2061
长期借款	0	2180	2180	2180	EPS (元)	1.45	1.58	1.78	2.05
其他	2294	2298	2304	2285					
负债合计	8395	11255	12057	13156					
少数股东权益	198	198	212	252	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	2603	3101	3655	营业收入	9.0%	11.4%	13.2%	14.6%
归属母公司股东权益	5930	6338	6837	7391	营业利润	7.8%	8.5%	14.2%	18.3%
负债和股东权益	14523	17791	19106	20799	归属于母公司净利润	15.6%	8.7%	12.4%	15.3%
					获利能力				
					毛利率	19.3%	19.8%	20.1%	20.2%
					净利率	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
					ROE	11.4%	11.6%	12.0%	12.8%
					ROIC	532.9	-86.4%	-50.2%	-36.0%
					偿债能力				
					资产负债率	57.8%	63.3%	63.1%	63.3%
					净负债比率	0.00%	19.37%	18.08	16.57%
					流动比率	1.35	1.72	1.73	1.71
					速动比率	1.29	1.64	1.65	1.63
					营运能力				
					总资产周转率	1.44	1.26	1.25	1.32
					应收账款周转率	178	226	212	214
					应付账款周转率	8.46	8.55	8.44	8.40
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.45	1.58	1.78	2.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.76	4.55	4.68	5.70
					每股净资产(最新摊薄)	12.81	13.70	14.77	15.97
					估值比率				
					P/E	11.33	10.42	9.27	8.04
					P/B	1.29	1.20	1.12	1.03
					EV/EBITDA	1	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
2013-4-27	《王府井： 2013 年 1 季报点评-预收账款同比增长 26%，为后续销售奠定基础》
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。

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