

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

王府井

600859

推荐

战略转型—短期提升估值, 中长期提升业绩

9月25日, 王府井举行媒体沟通会, 宣布: 1、战略转型的基本构想; 2、收购中国春天百货的进展; 3、全渠道发展的推进情况。我们认为, 作为行业龙头, 公司积极推进的转型、应对行业困境的一系列努力短期有利于提升估值, 中短期必将提升业绩。

投资要点:

- **重金聘用国际知名机构进行战略规划, 体现了行业龙头的前瞻性、实力和魄力:** 聘请麦肯锡、IBM 进行为公司进行战略规划咨询、消费者行为研究, 设立创新实验室, 启动线上线下整合、研究与实践购物中心、奥特莱斯新业态。
- **战略转型涵盖 6 大模块:** 规模发展、业务格局、经营模式、全渠道及新技术应用、管控规模与组织架构、体验式服务。
- **规模发展—自设、投资、重组等方式壮大企业规模。** 收购中国春天百货(0331.HK): 截止至 2013 年 8 月 31 日, 公司控股股东王府井国际通过受让、要约收购等方式获得春天百货 96.72% 的股权, 预计将于 2013 年底完成整体收购与退市。2014 年, 公司业务与春天百货的整合有望展开: 财务接管、管理人员融合、统一招商。预计 2015 或 2016 年, 春天百货有望注入到上市公司。
- **业务格局—加快发展购物中心和奥特莱斯; 零售行业新商业模式—①深度联营:** 在目前百货业态以联营为主的经营模式下, 积极探索与品牌商的深度联营模式, 参与部分品牌的商品管理, 提升对商品资源的控制力; ②自营: 开发自有品牌。
- **全渠道(包括但不限于实体、网上商城、移动应用三大核心渠道)和新技术应用—战略转型的重中之重:** 1、互动服务体系: ①王府井网上商城、赛特网持续增长; ②实体店与线上业务商品重合度由目前的 20% 将不断提升; 2、加快全门店 WIFI 覆盖, 推动移动 APP 应用, 实现移动端购物、移动支付。3、整合内、外部用户数据, 推行大会员服务体系。4、数字化门店管理; 5、智能化数据分析。
- **重申 9 月初以来的观点, 下半年将有绝对收益:** 1、目前, 市场对公司全年业绩预测偏低, 下半年没有新增门店及 4 季度信托理财投资收益、利息收入对冲公司债利息费用有望使全年业绩超预期。此前的大幅下跌中, 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。作为行业龙头, 公司的战略转型(探索新商业模式、全渠道和新技术应用等)不仅将提升自身估值, 也将带动整个零售板块的估值修复。维持盈利预测, 预计 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。给予 2013 年 15.5 倍 PE, 目标价 24.52 元, “推荐”评级。

风险提示: 1、战略转型短期费用大于收益; 2、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	13.78	12.67	11.28	9.78
P/B	1.56	1.46	1.36	1.26
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 24.52 元

当前股价: 20.05 元

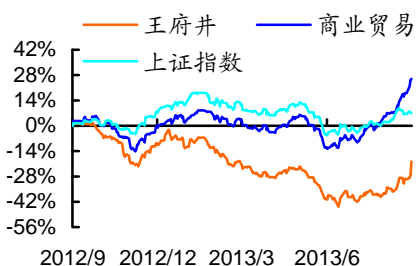
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2198.52
总股本(百万)	463
流通股本(百万)	418
流通市值(亿)	84
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	32.34%	35.13%	-0.37%
商业贸易	23.57%	43.56%	21.25%
上证指数	6.86%	12.20%	-5.51%



相关报告

《王府井: 2013 年中报点评—短期“增收不增利”不改龙头本色; 4 季度业绩将好转》
2013-9-2

《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》

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	13.78	12.67	11.28	9.78
					P/B	1.56	1.46	1.36	1.26
					EV/EBITDA	2	2	2	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
2013-9-2	《王府井： 2013 年中报点评—短期“增收不增利”不改龙头本色； 4 季度业绩将好转》
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