

王府井 (600859)

推荐

行业：百货

转型阵痛，业绩承压

— 2014年中报点评

2014年上半年，公司实现营业收入94.3亿元，同比增长-5.97%；实现归属净利润3.78亿元，同比增长2.07%，基本每股收益0.82元；扣非归属净利润同比增长-10.8%，符合预期。

投资要点：

- ✦ **毛利率继续提升，但未能抵销收入增速的下滑，毛利润略降：**由于供应链优化、单品管理的进一步推进、购物中心化带来的租金类收入占比提升以及黄金珠宝等低毛利商品占比的下降，公司主营/综合毛利率提升0.77/1.07个百分点；由于消费者购买意愿不足、反腐影响中高端消费等原因，公司华北、华南地区门店营收降幅较大，分别为-13%和-6%；预收账款减少20%，未来预付卡消费承压。
- ✦ **信托理财收益对冲期间费用的增长；金融手续费支出显著下降：**上半年，公司实现信托理财收益5853万元，同期期间费用增加4970万元；金融手续费同比减少10%，与刷卡费率的下降有关，同时支付宝等第三方支付的引入也有效降低了手续费。
- ✦ **关停低效门店，果断去除利润“出血点”：**1、继2013年关停HQ尚客大钟寺店后，上半年关停湛江店，未来将继续果断关停低效店。2、有退有进，布局省会级城市、加密布点优势区域：焦作王府井将于下半年开业；洛阳2店、乐山王府井有望于2015年开业。
- ✦ **探索新模式、新技术、新应用，在全渠道转型上继续引领行业：**1、虚拟货架、虚拟专柜、扫码购、王府井APP、王府井微信、云店、王府井网上商城及移动商城等多渠道快速推进，中台、后台协同改革；2、上半年，子公司网尚电子商务亏损1970万元，预计全年亏损在4000万元左右。
- ✦ **维持“推荐”评级：**当前，公司处在经济增长模式转型、反腐、实体零售模式转型的大环境下，业绩承压。关注点应重点放在全渠道建设的进展及成效、春天百货的注入以及国资改革大背景下激励机制的改进等方面。预计2014-16年业绩增速5.2%、10.2%和13.9%，目标价20.5元，对应2014年13倍PE。
- ✦ **风险提示：**1、次新店关店带来大量费用计提；2、储备项目开店后不成功

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	19790	20621	22807	26159
收入同比(%)	8%	4%	11%	15%
归属母公司净利润	694	730	805	917
净利润同比(%)	3%	5%	10%	14%
毛利率(%)	19.8%	20.6%	20.9%	21.2%
ROE(%)	11.1%	10.8%	11.1%	11.8%
每股收益(元)	1.50	1.58	1.74	1.98
P/E	11.40	10.83	9.83	8.63
P/B	1.26	1.17	1.09	1.02
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6-12个月目标价： 20.5

当前股价： 17.15

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	463
流通股本(百万股)	418
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	72
成交量(百万股)	6.20
成交额(百万元)	106.25

股价表现



相关报告

《王府井-全渠道转型前途光明，道路曲折》2013-11-09

《王府井：战略转型—短期提升估值，中长期提升业绩》2013-09-26

《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》2013-09-02

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	6788	12154	13450	15206
现金	5872	10902	11994	13473
应收账款	106	98	108	124
其它应收款	398	278	308	353
预付账款	30	409	521	643
存货	382	467	519	613
其他	0	0	0	0
非流动资产	7252	5923	5778	5675
长期投资	627	349	379	398
固定资产	2362	2263	2176	2081
无形资产	979	969	959	949
其他	3284	2342	2264	2246
资产总计	14040	18077	19228	20881
流动负债	5573	6831	7481	8584
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1873	2047	2272	2637
其他	3700	4784	5209	5947
非流动负债	2199	4479	4485	4466
长期借款	0	2180	2180	2180
其他	2199	2298	2304	2285
负债合计	7772	11310	11966	13050
少数股东权益	5	5	18	57
股本	463	463	463	463
资本公积	3236	3236	3236	3236
留存收益	2564	3063	3545	4075
归属母公司股东权益	6263	6762	7244	7774
负债和股东权益	14040	18077	19228	20881

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	925	2370	2020	2535
净利润	697	730	819	956
折旧摊销	479	471	508	535
财务费用	119	138	164	138
投资损失	-86	-102	-90	-85
营运资金变动	-303	1041	574	925
其它	20	92	45	66
投资活动现金流	-1470	824	-445	-536
资本支出	472	95	130	130
长期投资	-12	-1127	90	160
其他	-1010	-208	-225	-246
筹资活动现金流	-533	1835	-482	-519
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	2180	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-37	0	0	0
其他	-496	-345	-482	-519
现金净增加额	-1086	5030	1092	1480

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	19790	20621	22807	26159
营业成本	15867	16374	18030	20602
营业税金及附加	221	219	244	283
营业费用	2118	2330	2589	2982
管理费用	578	680	771	955
财务费用	119	138	164	138
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	86	102	90	85
营业利润	972	981	1098	1284
营业外收入	31	18	21	18
营业外支出	21	5	8	10
利润总额	982	994	1111	1292
所得税	285	263	293	336
净利润	697	730	819	956
少数股东损益	3	0	13	39
归属母公司净利润	694	730	805	917
EBITDA	1570	1589	1770	1957
EPS (元)	1.50	1.58	1.74	1.98

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	8.4%	4.2%	10.6%	14.7%
营业利润	7.2%	0.9%	12.0%	16.9%
归属于母公司净利润	3.1%	5.2%	10.2%	13.9%
获利能力				
毛利率	19.8%	20.6%	20.9%	21.2%
净利率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
ROE	11.1%	10.8%	11.1%	11.8%
ROIC	24.9%	23.5%	22.2%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	55.4%	62.6%	62.2%	62.5%
净负债比率	0.00%	19.28%	18.22%	16.71%
流动比率	1.22	1.78	1.80	1.77
速动比率	1.15	1.71	1.72	1.69
营运能力				
总资产周转率	1.39	1.28	1.22	1.30
应收账款周转率	214	197	210	214
应付账款周转率	8.69	8.36	8.35	8.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.58	1.74	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.00	5.12	4.36	5.48
每股净资产(最新摊薄)	13.53	14.61	15.65	16.80
估值比率				
P/E	11.40	10.83	9.83	8.63
P/B	1.26	1.17	1.09	1.02
EV/EBITDA	1	1	1	1

相关报告

报告日期	报告标题
2013-11-09	《王府井-全渠道转型前途光明，道路曲折》
2013-09-26	《王府井：战略转型—短期提升估值，中长期提升业绩》
2013-09-02	《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》
2013-04-27	《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》
2013-03-31	《王府井-全国百货业龙头，稳健前行》
2013-03-24	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳:中投证券商贸零售、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：苏宁云商、新华都、农产品、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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434