

商贸零售：王府井（600859）中报点评

2014年8月26日

同店下降拖累收入，理财收益稳定利润

推荐（首次）

⑤ H1 收入同比下降 5.97%，净利润同比增长 2.07%

2014H1 公司实现营收 94.33 亿元，同比下降 5.97%，毛利总额 19.41 亿元，同比下降 0.81%，营业利润 5.33 亿元，同比增长 2.98%，归属净利润 3.78 亿元，同比增长 2.07%。EPS 为 0.82 元，加权平均 ROE 为 5.87%，同比下降 0.91 个百分点。

⑤ 同店销售下滑，毛利率有所提升

2014H1 公司营业收入同比下降 5.97%，同店销售下降 7.89%，主要原因是消费市场整体疲弱，及 2013 年下半年起三公消费受到抑制。毛利率由去年同期的 19.5% 升至 20.6%，主要是由于促销活动减少，华北、西南、西北等重点区域毛利率均有所上升，此外，购物中心业态高毛利率的租赁业务占比有所上升对毛利率提升也有贡献。

⑤ 薪酬、租金支出刚性上涨，费用率上升

2014H1 销售费用同比增长 3.83%，费用率上升 1.06 个百分点至 11.23%，管理费用同比增长 7.76%，费用率上升 0.39 个百分点至 3.08%。在收入下滑的情况下，公司已试图控制费用，其他销售费用、其他管理费用等弹性较大的费用同比下降，但薪酬、租金等支出刚性上涨，其中薪酬支出同比增长 10.93%，租金支出同比增长 7.58%。

⑤ 委托理财贡献收益，今后料持续

截至 2014 年 6 月 30 日公司委托理财规模为 15.8 亿元，H1 贡献投资收益 5,853 万元。公司 2012 年发行 22 亿元公司债券，公司凭借在黄金地段拥有大量优质物业，得以低成本（5 年期、7 年期债券票面利率分别为 4.94%、5.20%）获得资金并予以妥善使用，未来 2 年内公司资本支出不大，预计将持续通过委托理财获取投资收益。

⑤ 投资建议及评级

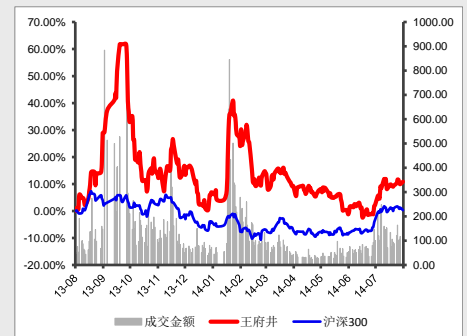
公司大力布局 2、3 线城市，下属门店大多位于城市核心商业区的黄金地段，盈利能力随环境回暖有改善潜力。预计公司 2014-2016 年营收分别为 190.6 亿元、203.9 亿元、222.2 亿元，净利润分别为 6.4 亿元、7.3 亿元、8.5 亿元，摊薄 EPS 分别为 1.38 元、1.57 元、1.84 元。当前 P/B 仅 1.24 倍，在板块内属较低水平，已充分反映不利因素，考虑公司未来与春天百货可能的并购整合机会及国资改革的预期，我们认为目前估值水平合理，给予公司“推荐”的评级。

⑤ 风险提示

电商渗透速度超预期；国企改革低于预期。

市场表现

截至 2014.8.26



市场数据

2014-8-26

A 股收盘价 (元)	16.77
一年内最高价 (元)	27.00
一年内最低价 (元)	15.00
上证指数	2,240.21
市净率	1.24
总股本 (亿股)	4.63
实际流通 A 股 (亿股)	4.18
限售流通 A 股 (亿股)	0.45
流通 A 股市值 (亿元)	70.04

分析师：周悦

执业证书号：S1490514060001

电话：010-58568159

邮箱：zhouyue@hrsec.com.cn

盈利预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	18,264.37	19,789.85	19,054.92	20,388.77	22,223.76
同比增长(+/-%)	9.0%	8.4%	-3.7%	7.0%	9.0%
营业利润（百万元）	906.34	971.96	859.41	980.83	1,149.99
同比增长(+/-%)	7.8%	7.2%	-11.6%	14.1%	17.2%
净利润（百万元）	673.3	694.1	637.1	726.2	850.4
同比增长(+/-%)	15.6%	3.1%	-8.2%	14.0%	17.1%
摊薄每股收益（元）	1.45	1.50	1.38	1.57	1.84
PE	11.53	11.18	12.18	10.69	9.13
PB	1.31	1.24	1.16	1.08	1.00

表 1: 业务分地区情况

收入	2012 年		2013 年		2014 年 H1	
	增速	占比	增速	占比	增速	占比
华北地区	7.8%	43.4%	2.1%	40.9%	-13.1%	38.7%
华中地区	8.0%	14.5%	10.6%	14.8%	-1.7%	15.4%
华南地区	-0.1%	5.7%	-10.5%	4.7%	-5.8%	4.7%
西南地区	13.8%	23.9%	7.3%	23.7%	-3.6%	24.1%
西北地区	10.5%	9.4%	24.7%	10.8%	6.3%	11.7%
华东地区	-	0.3%	482.8%	1.5%	8.7%	1.6%
东北地区	-	-	-	0.7%	-6.2%	0.7%
其他业务	-1.5%	2.7%	11.1%	2.8%	5.7%	3.1%
营业收入合计	9.0%	100.0%	8.4%	100.0%	-6.0%	100.0%

毛利率	2012 年	2013 年	2014 年 H1
华北地区	17.88%	18.35%	19.02%
华中地区	16.33%	16.37%	16.64%
华南地区	15.15%	16.78%	16.67%
西南地区	19.37%	19.83%	20.46%
西北地区	14.45%	15.56%	16.21%
华东地区	13.89%	12.29%	13.01%
东北地区	-	10.01%	7.37%
其他业务	84.66%	87.70%	90.28%
营业收入合计	19.35%	19.82%	20.58%

数据来源：公司公告，华融证券

表2：销售费用、管理费用明细

销售费用	本期发生额 (百万元)	费用率	上期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
工资及附加	208.40	2.21%	197.02	1.96%	5.78%
租赁费	332.88	3.53%	308.75	3.08%	7.82%
水电费	126.56	1.34%	117.58	1.17%	7.64%
折旧费	87.02	0.92%	87.20	0.87%	-0.20%
长期待摊费用摊销	120.33	1.28%	113.96	1.14%	5.59%
修理费	23.70	0.25%	19.49	0.19%	21.61%
无形资产摊销	18.15	0.19%	17.65	0.18%	2.84%
物业管理费	31.55	0.33%	31.48	0.31%	0.22%
其他	110.36	1.17%	126.75	1.26%	-12.93%
合计	1,058.96	11.23%	1,019.87	10.17%	3.83%
管理费用	本期发生额 (百万元)	费用率	上期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
工资及附加	218.98	2.32%	188.24	1.88%	16.33%
费用性税金	18.15	0.19%	19.15	0.19%	-5.24%
折旧费	1.63	0.02%	2.23	0.02%	-26.83%
业务招待费	3.27	0.03%	6.73	0.07%	-51.45%
修理费	1.60	0.02%	1.40	0.01%	14.18%
长期待摊费用摊销	-	0.00%	0.06	0.00%	-100.00%
水电费	0.69	0.01%	0.73	0.01%	-4.86%
无形资产摊销	0.43	0.00%	3.25	0.03%	-86.77%
租赁费	0.65	0.01%	1.30	0.01%	-49.74%
其他	44.95	0.48%	46.35	0.46%	-3.02%
合计	290.36	3.08%	269.45	2.69%	7.76%
项目合并	本期发生额 (百万元)	费用率	本期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
薪酬合计	427.38	4.53%	385.27	3.84%	10.93%
租金合计	333.54	3.54%	310.04	3.27%	7.58%
折旧及摊销合计	227.57	2.41%	224.35	2.24%	1.43%

数据来源：公司公告，华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

周悦，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn