

# 王府井 (600859)

推荐

行业：百货

**作者**

署名：徐晓芳  
S0960511030019  
0755-82026826  
xuxiaofang@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价：** 20.5

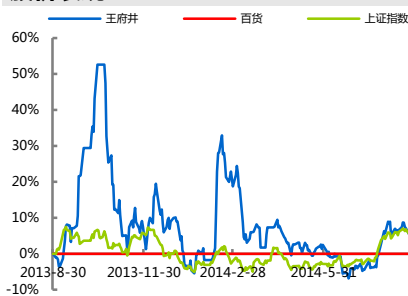
当前股价： 17.36

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) 80  
流通市值(亿元) 73  
成交量(百万股) 11.68  
成交额(百万元) 203.05

**股价表现**



**相关报告**

《王府井：转型阵痛，业绩承压》

2014-08-24

《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

## 国资改革大背景下，激励改善、并购重组值得期待

全渠道转型系统建设已完成 70%，进入实施推广阶段；深度联营获得品牌商广泛支持，将对经营产生积极正面的影响；国资改革大背景下，公司加快推动人才、激励市场化；北京市属区属企业的整合存在可能。

**投资要点：**

◇ **下半年增速有望回升；反腐的基数效应有望在明年消除：**下半年，黄金销售的高基数效应消除，同时存在去年下半年反腐带来的低基数效应。今年预付卡呈现销售和回收双重下降，基数效应有望在 2015 年消除。

◇ **全渠道：**1、全渠道转型系统建设已完成 70%，2015 年元旦王府井特色的全渠道体系全面上线；2、深度联营囊括单品管理、库存管理、选货管理、店面运营 4 个方面，获得 200 家左右的品牌商支持，将在百货大楼和双安商场试点，将在提升扣点、会员精准营销等方面产生积极影响。

◇ **国资改革大背景下，公司加快推动人才、激励市场化；**北京市属区属企业的整合存在可能：一方面，公司所属零售业属一般竞争性行业，改革的方向是“放”；另一方面，王府井为富有市场影响力的重要品牌，如何改革还有不确定性。公司管理层改革积极性高，多种途径推动改革：1、已通过市场化机制吸引人才：采用谈判工资方式，进行市场化的考核，超额利润分成不封顶；推行门店总经理竞聘制；2、尝试自下而上的改革，拟推子公司员工持股。

◇ **推动与春天百货的资源共享，为其注入上市公司做准备：**拟关闭春天百货 17 家店中的亏损店和小体量门店；储备项目向王府井倾斜，春天百货不再独立开店；品牌资源、管理人才互相借力：春天百货的优势体现在奢侈品招商资源、高档商场和奥特莱斯的运营管理方面。

◇ **维持“推荐”评级：**经济放缓、反腐、次新门店大幅亏损等不利因素的影响已充分反映，下半年湛江店关闭的损失与去年 HQ 尚客关店的损失相当，业绩有望触底回升。全渠道转型、深度联营、国资改革大方向下的激励机制改善、并购重组值得期待。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：**地产信托理财到期后，债券利息费用得不到对冲；焦作、乐山等储备项目开业后成为新的业绩“出血点”；2012 年次新店扭亏艰难

**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	11.57	11.00	9.98	8.76
P/B	1.28	1.19	1.11	1.03
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源：中国中投证券研究总部

近日，我们参加了王府井投资者交流会，总裁东嘉生、财务总监杜建国、电商业务负责人刘长鑫、董秘岳继鹏出席了交流会。交流会主要内容：

## 1. 2014 年上半年工作回顾及下半年展望

受市场环境影响，报告期内公司实现营业收入 943,313.19 万元，同比下降 5.97%，同店下降 7.89%，既有交易笔数的下降，也有客单价的下降。从全集团来看，交易笔数的下降是主要原因。第 2 季度的形势比 1 季度形势更严峻；4、5 月剔除黄金的销售后营业收入略有上升。看 3 季度，也没有明显的好转；但因去年 4 月黄金销售导致的基数较大，3 季度从数据增速上看还是有回升的。

王府井上半年的工作主要是围绕两条主线：

一是固本强基。王府井百货的店所处的城市按比重看大部分处于相对发达的地区，处于城市中心地区。尤其是北京，门店下滑的影响则非常明显；像广州不是主导，下滑对公司影响不是很大。跟同行业对标，在北京，公司各门店的情况属于中游水平。在 2012 年开的 4 家新门店，没有达到开店预期，包括福州、抚顺、湛江、郑州。

二是转型变革。公司积极运用新技术、新模式进行销售，效果参差不齐。但跟公司历史相比，还是做了很多努力的。以长安商场为例，向以社区为基础的区域型百货转变。做了很多有益的尝试，这些尝试有一些还没有对销售产生影响，但属于基础性工作，如梳理了周边 26 个社区，建立了联系，做到了电话、目录订货，直接送货。这些都是转型变革中的基础工作，有长远的积极影响。

电商业务：技术搭建工作完成了 70%；召开了供应商大会，到年底，百货大楼和双安商场将实现深度联营和单品管理。目前上市公司有 29 家门店，加上春天百货共 46 家百货店。统一线上线下的会员的工作也在快速推进，要做到“同一个客户，同一个王府井”。

全渠道转型：顾客为中心时代的到来，王府井所有的工作是围绕着顾客为中心这个命题来做的。

未来选店标准：向购物中心化转型；至于奥特莱斯，母公司收购了春天后，上市公司想利用春天在这方面的优势；且认为奥特莱斯在中国尚属窗口期。基于这两点，希望在奥特莱斯上能有建树。

**下半年趋势**：整体判断是有所好转，增速相对平稳。大的发展、长期趋势上，还是乐观的态度：中央 18 届三中全会确定的一些政策，在未来会逐步发挥作用。

从去年到今年 8 月底，这是最难过的一段时间。今年下半年，预计会好于去年同期；去年同期是整个下滑比较深的阶段，从基数的角度看，会好于今年上半年。

关于反腐对于预付卡的影响，预计要到 2015 年这方面的影响从基数角度才能结束。2013 年下半年预付卡销售开始出现下降，但回收还是增长的；到今年出现销售和回升的双下降。预计 2015 年，预付卡的销售将止住下跌的态势。

## 2. 全渠道转型

全渠道，完成了项目工作的 70%。分为两个方面：系统建设、实施推广。系统建设的 70%已完成，现在既要完善余下的 30%，又要实施推广。7 个小组：深度联营、商品组、全渠道业务组、市场组、门店、IT、运营组。时间表：8-9 月份，实施启动和门店人员的培训；10 月，启动供应商方面的合作；12 月，平台的基本功能的上线搭建；1 月 1 日，具有王府井特色的全渠道上线。目前，20 多个项目在围绕全渠道推进。

深度联营 4 个维度：单品管理、管理库存、管理商品进货、店面运营。现在重点推前两个阶段：单品管理和库存管理。在前期的品牌见面会上，197 个供应商中同意王府井管库存的占比 95%。全渠道中最关键、最核心、最后端的点是库存。库存管理的 3 个层面：单店库存、同城库存、供应商库存。

深度联营是对供应商的服务，向供应商开放销售、客户等数据，即提供大数据的分析。

王府井百货大楼和双安商场深度联营的试点上线后，对经营是有非常正面的效果，包括提升扣点、会员精准服务等。最直接的是会员精准服务：会员销售占 45%左右，未来对重点会员的维护通过大数据给予更精准的服务。

## 3. 国资改革

北京出的 27 条《北京《关于全面深化市属国资国企改革的意见》跟国务院的相比，没有特殊之处，有些表述都相同。27 条提出，要划分国企是属于基础民生的，还是战略性新兴产业。战略产业是从竞争行业中剥离出来的，商业是一般竞争性的，方针应该是“放”。

全市 67 家中将拿出 3 家拿企业出来做试点。28 日，北京国资委市属国企深化董事会建设完善现代企业制度试点工作启动会已召开，首旅集团、京投公司和地铁公司入选北京市国企改革的首批试点名单。

十八届三中全会决定提出“完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。”这种从管资产到管资本，建立国有资本运营中心，从上层都还没有开始，下面的推动会更晚。

就王府井自身来看，王府井在北京是重要品牌，虽然算国有控股上市公司，虽然算是一般竞争性行业，对一个有如此高的品牌知名度的企业，在改革上能给什么政策还不好说。从管理层的角度看，还是希望尽可能更加市场化，能加快推动市场化。

现在能做的就是：(1) 把春天整合做好；(2) 购物中心的发展；(3) 人才方面：启动年轻化的人才；在吸收社会人才方面，这两年较过去有很大推进，采用谈判工资方式，同时进行市场化的考核；今年超额利润分成不封顶；门店总经理竞聘制。

公司尝试在现有框架下做一些尝试：如很多事情上市公司层面不能做，尝试在下面子公司做，比如下面开新店，管理层必须投资，总部提供的资金必须计成本。这方面的

工作正在计划中。

关于并购整合，存在一些体制上的障碍。这些障碍不是刚性的，但在时间上存在问题。在和民营企业谈判的时候，对方有一些价格之外的担忧。

北京的零售目前有两大集团：一是首旅，北京是其优势区域，有 100 多亿销售额；二是王府井；其他的比较小。首旅已是跨行业整合，同时因是上市公司，拿出来可能性也比较小。此外还有区属的零售，如海淀、密云、顺义的等；27 条开会时，市领导提到过市属零售和区属零售的整合，存在可能性。

**表 1 北京市属、区属零售类企业**

证券简称	所属申万行业	实际控制人	第 1 大股东	第 1 大股东持股比例 (%)	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元) -2013	净利润 (亿元) -2013
翠微股份	一般零售--百货	北京市海淀区国有资产监督管理委员会	北京翠微集团	55.06	29.04	46.86	1.35
首商股份	一般零售--百货	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	北京首都旅游集团有限责任公司	37.79	42.66	120.67	5.15
王府井	一般零售--百货	北京市国有资产监督管理委员会	北京王府井国际商业发展有限公司	49.27	80.34	197.90	6.97
北京城乡	一般零售--百货	北京市国有资产监督管理委员会	北京市郊区旅游实业开发公司	33.49	27.88	24.60	1.01

资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

#### 4. 关于春天百货

2012 年，中国春天百货 1.87 亿元的净利润；2013 年，74 亿元的营业收入，净利润 1.5 亿元，主要是非经常性损益造成的负增长。14 年上半年 35 亿销售，与去年同期基本持平；2014 年销售目标 80 亿，预计全年基本可以完成；今年上半年，其净利润增加了 30%。

春天 17 家店，未来会对一些店做必要的调整，亏损店关闭；还有些 1 万多平米的店，虽然不亏损，也要关；经营上，已经在合作了，不让春天独立开店了，人力、项目资源已经在联合了；在品牌资源上，春天定位相对比较高，高端品牌资源的力量比上市公司更强，招商、管理人员更有经验。奥特莱斯，已经成为上市公司战略，主要是在利用春天的优势。

对于春天百货的注入，公司在积极推动。现在所作的工作，正是为注入做准备。

#### 5. 其他

##### (1) 次新门店福州王府井、抚顺王府井的亏损原因

福州亏损：主要是租金水平太高，正在与物业谈租金的下调问题。从销售角度来讲，和预期差不多，主要是毛利率水平大大低于初期的预期，且还真不是大规模促销导致的。

还是定位的问题 引入品牌的问题，目前正在调整商品结构。

抚顺王府井：市场竞争激烈，当地经济下滑明显，购买力不足。

(2) 毛利率自 2010 年以来持续提升，未来还是否有提升空间？

未来要控制折扣的力度保毛利；严格要求对供应商的扣率；但由于供应商的压力也非常大，如七匹狼关了 500 多家店，未来还是希望通过深度联营来提升毛利率。

(3) 信托理财与债券利息费用的对冲问题

上半年，信托理财 5000 多万元的收益，对冲了财务费用。考虑到地产信托的风险，到期后会收回信托理财。公司在与一些地产商合作开发购物中心，未来不排除以信托方式向合作方提供资金支持，按市场方式收取资本成本。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	14040	18077	19228	20881
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	2199	4479	4485	4466
长期借款	0	2180	2180	2180
其他	2199	2298	2304	2285
<b>负债合计</b>	7772	11309	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
<b>负债和股东权益</b>	14040	18077	19228	20881

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	972	981	1098	1284
营业外收入	31	18	21	18
营业外支出	21	5	8	10
<b>利润总额</b>	982	994	1111	1292
所得税	285	263	293	336
<b>净利润</b>	697	730	819	956
少数股东损益	3	0	13	39
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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	861.9%	-67.4%	-45.0%	-31.9%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	11.57	11.00	9.98	8.76
P/B	1.28	1.19	1.11	1.03
EV/EBITDA	1	1	1	1

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-08-24	《王府井：转型阵痛，业绩承压》
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,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