



买入

21% ↑

目标价格:人民币 23.97

原目标价格:人民币 25.00

600859.CH

价格:人民币 19.75

目标价格基础:17倍 14年市盈率

板块评级:中立

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|-------|-----|------|--------|
| 绝对 | 9.9 | 4.7 | 21.3 | 0.5 |
| 相对上证指数 | (3.5) | 3.6 | 11.7 | (10.2) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 463 |
| 流通股(%) | 100 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 9,140 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 178 |
| 净负债比率(%) (2014E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 北京王府井国际商业发展有限公司 | 49 |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易: 一般零售

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

王府井

业绩低于预期, 湛江店关闭补偿金导致利润下滑

公司发布2014年三季报: 2014年1-3季度公司实现营业收入135.53亿元, 同比下降6.77%; 归属母公司净利润48,689万元, 折合每股收益1.05元, 同比下降6.92%。公司业绩低于我们之前对每股收益1.16元的预期。公司扣非后净利润为40,045万元, 同比下降15.08%。我们下调公司2014-16年每股收益预测分别为1.41、1.48、1.55元(之前为1.59、1.77、1.96元), 以2013年为基期未来三年复合增长率为1.2%, 目标价下调为23.97元, 对应2014年17倍市盈率。公司拥抱互联网, 积极推行全渠道战略, 符合行业未来发展趋势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 3季度收入持续萎靡, 关闭湛江店支出补偿款导致利润大幅下降: 3季度公司新开焦作王府井一家门店。从单季度拆分看, 2014年3季度公司营业收入41.19亿元, 同比降低8.54%, 增速低于2季度的-7.19%; 归属于母公司的净利润10,804万元, 同比降低29.24%, 增速低于2季度的4.49%。扣非后净利润8,416万元, 同比降低27.93%, 增速低于2季度的-10.20%。3季度利润大幅下滑, 主要是由于上半年关闭湛江店, 3季度公司支付给物业业方和供应商补偿款, 公司3季度单季度营业外支出为3,583万元, 而去年同期仅96万元。
- 毛利率同比增长0.98个百分点, 期间费用率同比增加1.28个百分点: 毛利率方面, 2014年1-3季度公司综合毛利率为20.65%, 较去年同期同比增长0.98个百分点。期间费用率方面, 2014年1-3季度公司期间费用率同比增加1.28个百分点至15.13%, 其中销售/管理/财务费用率同比分别变化0.93/0.40/-0.04个百分点至11.58%/3.08%/0.47%, 销售管理费用率提高, 主要是由于收入下降, 同时关店造成损失所致。
- 与恒大合资成立商业物业合资公司, 未来进一步提高自有物业比例: 公司同时公告, 与恒大集团共同出资成立两家合资公司, 其中一家为商业物业合资公司, 主营业务为城市综合体或商业地产的开发, 注册资本10亿元, 公司出资5.1亿, 持股51%; 另一家为商业管理合资公司, 主营业务为对双方商定范围内的商业物业进行经营和管理, 注册资本5,000万元, 公司出资2,550万元, 持股51%。公司结合双方在各自领域经营优势, 在全国范围内开展商业地产经营、百货零售运营及商业管理等业务, 实现优势互补; 通过提高公司自有物业比重, 降低公司物业成本, 符合公司未来发展战略。

评级面临的主要风险

- 新门店培育期过长, 规模扩张时人才管理风险。

估值

- 我们下调公司14-16年每股收益预测分别为1.41、1.48、1.55元(之前为1.59、1.77、1.96元), 以13年为基期未来三年复合增长率为1.2%, 目标价由25.00元下调为23.97元, 对应14年17倍市盈率。维持买入评级。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 18,264 | 19,790 | 18,949 | 19,775 | 21,357 |
| 变动(%) | n.a. | 8 | (4) | 4 | 8 |
| 净利润(人民币 百万) | 673 | 694 | 654 | 685 | 719 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 1.287 | 1.500 | 1.414 | 1.481 | 1.554 |
| 变动(%) | n.a. | 16.5 | (5.7) | 4.8 | 4.9 |
| 先前预测摊薄每股收益(人民币) | | | 1.590 | 1.770 | 1.960 |
| 调整幅度(%) | | | (11.1) | (16.3) | (20.7) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 15.3 | 13.2 | 14.0 | 13.3 | 12.7 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 5.9 | 9.9 | 11.6 | 7.7 | 6.9 |
| 每股现金流量(人民币) | 3.33 | 2.00 | 1.70 | 2.56 | 2.85 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 1.5 | 2.1 | 3.3 | 2.8 | 2.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.700 | 0.500 | 0.282 | 0.295 | 0.309 |
| 股息率(%) | 4.0 | 2.9 | 1.6 | 1.7 | 1.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2013 年 1-3 季度 | 2014 年 1-3 季度 | 同比变化(%) |
|--------------|---------------|---------------|---------|
| 营业收入 | 14,536.01 | 13,552.60 | (6.77) |
| -营业税及附加 | 163.20 | 127.01 | (22.18) |
| 净营业收入 | 14,372.81 | 13,425.59 | (6.59) |
| 营业成本 | 11,676.16 | 10,753.91 | (7.90) |
| 销售费用 | 1,548.22 | 1,569.70 | 1.39 |
| 管理费用 | 389.62 | 416.88 | 7.00 |
| 营业利润 | 725.21 | 737.24 | 1.66 |
| 非经常性项目 | 51.52 | 86.43 | 67.75 |
| 经常性投资收益 | (7.51) | (9.94) | 32.29 |
| 净财务费用 | 74.84 | 63.99 | (14.50) |
| 利润总额 | 736.20 | 704.46 | (4.31) |
| 所得税 | 214.29 | 218.37 | 1.90 |
| 少数股东损益 | (1.15) | (0.80) | (30.94) |
| 归属母公司股东净利润 | 523.06 | 486.89 | (6.92) |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 471.54 | 400.45 | (15.08) |
| 每股收益(元) | 1.130 | 1.052 | (6.92) |
| 扣非后每股收益(元) | 1.019 | 0.865 | (15.08) |
| 盈利能力(%) | | | |
| 综合业务毛利率 | 19.67 | 20.65 | |
| 经营利润率 | 4.99 | 5.44 | |
| 净利润率 | 3.60 | 3.59 | |
| 扣非后净利率 | 3.24 | 2.95 | |

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 18,264 | 19,790 | 18,949 | 19,775 | 21,357 |
| 销售成本 | (14,730) | (15,867) | (15,155) | (15,811) | (17,008) |
| 经营费用 | (2,097) | (2,346) | (2,682) | (2,807) | (3,075) |
| 息税折旧前利润 | 1,437 | 1,577 | 1,111 | 1,157 | 1,273 |
| 折旧及摊销 | (419) | (479) | (35) | (56) | (78) |
| 经营利润(息税前利润) | 1,018 | 1,098 | 1,076 | 1,101 | 1,196 |
| 净利息收入/(费用) | 8 | (7) | (173) | (150) | (164) |
| 其他收益/(损失) | (528) | (595) | (125) | (86) | (118) |
| 税前利润 | 917 | 982 | 905 | 948 | 994 |
| 所得税 | (245) | (285) | (253) | (265) | (278) |
| 少数股东权益 | 1 | (3) | 3 | 3 | 3 |
| 净利润 | 673 | 694 | 654 | 685 | 719 |
| 核心净利润 | 663 | 684 | 624 | 655 | 689 |
| 每股收益(人民币) | 1.287 | 1.500 | 1.414 | 1.481 | 1.554 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.268 | 1.477 | 1.349 | 1.416 | 1.489 |
| 每股股息(人民币) | 0.700 | 0.500 | 0.282 | 0.295 | 0.309 |
| 收入增长(%) | n.a. | 8 | (4) | 4 | 8 |
| 息税前利润增长(%) | n.a. | 8 | (2) | 2 | 9 |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a. | 10 | (30) | 4 | 10 |
| 每股收益增长(%) | n.a. | 17 | (6) | 5 | 5 |
| 核心每股收益增长(%) | n.a. | 17 | (9) | 5 | 5 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 917 | 982 | 905 | 948 | 994 |
| 折旧与摊销 | 419 | 479 | 35 | 56 | 78 |
| 净利息费用 | 40 | 129 | 172 | 183 | 231 |
| 运营资本变动 | (2,154) | (1,215) | (926) | (3,282) | (3,492) |
| 税金 | 245 | 285 | 253 | 265 | 278 |
| 其他经营现金流 | 2,274 | 265 | 347 | 3,012 | 3,231 |
| 经营活动产生的现金流 | 1,739 | 925 | 785 | 1,183 | 1,321 |
| 购买固定资产净值 | 0 | 0 | (450) | (450) | (450) |
| 投资减少/增加 | 404 | 1,032 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (2,411) | (2,503) | 1,896 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (2,007) | (1,470) | 1,446 | (450) | (450) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 0 | 0 | 0 | 2,200 | 0 |
| 支付股息 | (139) | (324) | (231) | (130) | (136) |
| 其他融资现金流 | 2,159 | (209) | (2,187) | (353) | (228) |
| 融资活动产生的现金流 | 2,020 | (533) | (2,419) | 1,716 | (365) |
| 现金变动 | 1,753 | (1,078) | (187) | 2,449 | 506 |
| 期初现金 | 6,958 | 5,872 | 5,685 | 8,134 | 8,640 |
| 公司自由现金流 | (219) | (424) | 2,230 | 766 | 938 |
| 权益自由现金流 | (259) | (545) | 2,150 | 2,809 | 709 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 6,958 | 5,872 | 5,685 | 8,134 | 8,640 |
| 应收帐款 | 78 | 106 | 133 | 139 | 150 |
| 库存 | 399 | 382 | 418 | 437 | 470 |
| 其他流动资产 | 819 | 428 | 501 | 523 | 563 |
| 流动资产总计 | 8,254 | 6,788 | 6,737 | 9,232 | 9,823 |
| 固定资产 | 2,304 | 2,362 | 2,744 | 3,118 | 3,481 |
| 无形资产 | 1,272 | 1,009 | 984 | 960 | 937 |
| 其他长期资产 | 2,693 | 3,766 | 2,009 | 2,052 | 2,085 |
| 长期资产总计 | 6,336 | 7,196 | 5,807 | 6,201 | 6,573 |
| 总资产 | 14,591 | 13,984 | 12,544 | 15,433 | 16,397 |
| 应付帐款 | 1,779 | 1,873 | 1,819 | 1,897 | 2,041 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 167 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 4,321 | 3,700 | 3,825 | 4,053 | 4,290 |
| 流动负债总计 | 6,101 | 5,573 | 5,811 | 5,950 | 6,331 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 2,200 | 2,200 |
| 其他长期负债 | 2,362 | 2,143 | 35 | 32 | 35 |
| 股本 | 463 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 储备 | 5,467 | 5,800 | 6,223 | 6,779 | 7,361 |
| 股东权益 | 5,930 | 6,263 | 6,686 | 7,241 | 7,824 |
| 少数股东权益 | 198 | 5 | 2 | (1) | (4) |
| 总负债及权益 | 14,591 | 13,984 | 12,544 | 15,433 | 16,397 |
| 每股帐面价值(人民币) | 12.81 | 13.53 | 14.45 | 15.65 | 16.91 |
| 每股有形资产(人民币) | 10.07 | 11.35 | 12.32 | 13.57 | 14.88 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (15.04) | (12.69) | (11.92) | (12.82) | (13.92) |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 7.9 | 8.0 | 5.9 | 5.9 | 6.0 |
| 息税前利润率(%) | 5.6 | 5.6 | 5.7 | 5.6 | 5.6 |
| 税前利润率(%) | 5.0 | 5.0 | 4.8 | 4.8 | 4.7 |
| 净利率(%) | 3.7 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.4 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.6 | 1.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 25.4 | 9.1 | 13.3 | 7.0 | 5.2 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现 |
| 速动比率(倍) | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 1.5 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 15.3 | 13.2 | 14.0 | 13.3 | 12.7 |
| 核心业务市盈率(倍) | 15.6 | 13.4 | 14.6 | 13.9 | 13.3 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 18.9 | 16.2 | 17.8 | 16.9 | 16.1 |
| 市净率(倍) | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 价格/现金流(倍) | 5.9 | 9.9 | 11.6 | 7.7 | 6.9 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 1.5 | 2.1 | 3.3 | 2.8 | 2.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 9.9 | 9.0 | 9.6 | 9.9 | 9.7 |
| 应收帐款周转天数 | 1.6 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 2.5 |
| 应付帐款周转天数 | 35.6 | 34.5 | 35.6 | 34.3 | 33.7 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 48.1 | 33.3 | 19.9 | 19.9 | 19.9 |
| 净资产收益率(%) | 11.4 | 11.1 | 10.1 | 9.8 | 9.5 |
| 资产收益率(%) | 5.1 | 5.6 | 5.8 | 5.7 | 5.4 |
| 已运用资本收益率(%) | 17.4 | 19.5 | 16.4 | 13.9 | 13.0 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测