

中国：零售业

2015年04月07日

**投资建议：**

买入（初次报告）

 目标价隐含涨/跌幅：**29.6%**

 日期 **2015/04/03**

收盘价	<b>RMB27.76</b>
十二个月目标价	<b>RMB36.00</b>
前次目标价	<b>N.A.</b>
上海A股指数	<b>4,050.1</b>

**信息更新：**

- ▶ 首次纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 36 元。
- ▶ 继 2014 年净利润同比下滑后，我们预计 2015 年王府井盈利将同比增长 8.8%，2016 年进一步同比增长 13.3%。

**本中心观点：**

- ▶ 因处于培育期的门店（2011-13 年间开业）盈利能力提高以及营业费用控制到位，王府井 2015 年盈利应能同比增长 8.8%。
- ▶ 王府井有望受益于国企改革，尤其是中国春天百货可能被注入王府井。

**公司简介：** 北京王府井百货在中国从事百货店经营，并涉足住宅地产开发。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值	<b>RMB13,202.8 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB214.3 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>463</b>
流通 A 股股数比例	<b>100.0%</b>
大股东：持股比例	<b>北京王府井国际商业发展有限公司, 49.27%</b>
净负债比率	<b>(60.4%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB15.20 元</b>
市净率 (2015F)	<b>1.83 倍</b>

**简明损益表(RMB 百万元)**

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	19,790	18,277	19,005	19,968
营业利润 **	1,007	916	1,023	1,225
税后净利润 *	694	636	694	784
每股收益(元)	1.50	1.37	1.50	1.69
每股收益年增长率 (%)	3.1	(8.4)	8.8	13.3
每股股利(元)	0.50	0.37	0.40	0.46
市盈率 (倍)	18.5	20.2	18.6	16.4
股利收益率 (%)	1.8	1.3	1.5	1.6
净资产收益率 (%)	11.1	9.2	9.9	10.2

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**

王 佳 卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

## 王府井 (600859 CH)

### 零售市场领导者有望获得资产注入

**2015 年盈利将复苏：**我们对王府井的展店计划持乐观态度，同时预计其现有门店的平均零售额将上升。因此，我们预计 2015/16 年营收将同比增长 4%/5%。我们预计 2015/16 年净利率将同比提高 0.1/0.3 个百分点，系因 1) 处于培育期的门店（2011-13 年间开业）盈利能力提高；及 2) 实施以利润为导向的新策略。继 2014 年净利润同比下滑 8% 后，我们预计 2015/16 年王府井盈利将同比增长 8.8%/13.3%。我们首次将该股纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 36 元。

**资产注入预期：**2013 年 12 月王府井国际商业发展有限公司（王府井的大股东，持股比例为 49.27%）收购中国春天百货（PCD）全部股份。王府井计划设立奥特莱斯业务，其业务模式可能与 PCD 类似。鉴于 PCD 和王府井在零售行业相互竞争，我们预计未来 PCD 的资产可能将被注入王府井。王府井部分管理层已被任命为 PCD 董事会成员。

**有效的 O2O 战略：**2015 年 1 月王府井推出王府 UKA 卡，公司今年还将在京东商城开设旗舰店。公司将致力于改善线下渠道的服务水平，并提升经营效率和客户体验。

**首次纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 36 元：**本中心目标价人民币 36 元系基于现金流折现估值和市盈率估值，平均计算而得。我们认为 2015 年目标市盈率 24 倍较为合理，接近该股 2010-14 年市盈率均值。受国企改革和有效的 O2O 策略的支撑，我们认为王府井估值有望上扬，该股目前估值具有吸引力。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

## 全国扩张策略

北京王府井百货是中国最大的零售集团，分销网络遍布全国。王府井于 1996 年在北京成立，2009 年启动全国扩张。2009-11 年，公司每年新开 3 家门店，2012 和 2013 年各新开 2 家门店。2014 年王府井只成立了一家新店，但 2015-16 年将新增共 9 家门店。目前王府井的门店范围遍及国内 16 个省份，截至 2014 年底经营面积为 140 万平方米。

我们对公司的业务扩张策略持乐观态度，我们认为王府井的新店均能实施适合自身发展的业务模式，并占据良好的地理位置。

图 1：王府井分销网络遍及全国



资料来源：公司资料，元大

注：王府井在标蓝的省份设立了门店

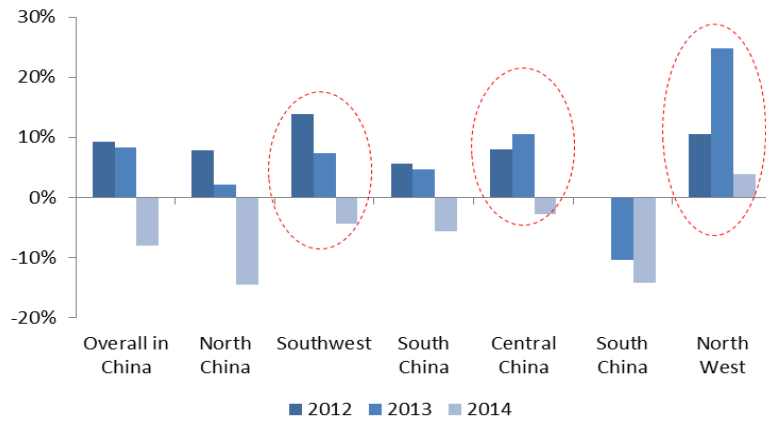
### 在中国中西部地区的二三线城市积极扩张

得益于城镇化和劳动人口增加，近年来中国中西部地区的一些二三线城市步入经济加速增长期。

按地区分，中国华北、西南、西北和华中贡献王府井 2014 年大部分净利润。成都王府井百货和成都王府井购物中心 2014 年利润为人民币 4.64 亿元，占王府井 2014 年净利润总额的 73%。2014 年西宁王府井和西宁新宁广场店的合计营收同比增长 9.3%，净利润同比增长 7.9% 至人民币 849 万元，占王府井 2014 年净利润总额的 13%。

目前王府井计划新增 9 家门店，几乎全部位于中国中西部，包括洛阳店、乐山店、长沙店、西安店、郑州店、大同店、佛山店、唐山店和银川店。我们认为，未来几年王府井将受益于二三线城市经济的迅猛增长。

图 2:2014 年王府井营收增速（按地区区分）



资料来源：公司资料，元大

购物中心和奥特莱斯通常比传统百货店能更快地实现盈利

### 以购物中心和奥特莱斯为主稳步扩张

近年来中国零售市场中购物中心和奥特莱斯的表现强劲，系因他们产品种类丰富，能够提供各类服务。购物中心和奥特莱斯比传统百货店能更快地实现盈利。一般而言，传统百货店大约需 3 年才能盈利，而购物中心经营约 1 年就能贡献净利润。奥特莱斯通常 6 个月内即可盈利，甚至开业几周就可转盈。

2014 年 8 月王府井宣布公司将不再新设百货商店，而将侧重于购物中心和奥特莱斯业态。2014 年王府井已将位于广州、重庆和包头的传统百货店改造成奥特莱斯和购物中心，并将呼和浩特王府井店的部分楼层改建为奥特莱斯。2014 年成都王府井购物中心和南宁王府井奥特莱斯的销售表现超过公司的其他门店。

### 2015 年谨慎扩张

我们预计 2015 年王府井将新增 4 家门店，分别位于洛阳、乐山、佛山和西安，而郑州和大同店将于 2016 年开张。截至 2014 年末，王府井各门店的经营面积总计 140 万平方米。我们预计 2015 年末公司门店总数将升至 33 家。2015 年新增门店的经营面积约为 33 万平方米，使公司总经营面积增加 23%。

除了西安和佛山店（物业为王府井所有），2015/16 年所有新店均为租赁物业。王府井于 2013 年储备了西安、郑州和佛山店，目前公司拥有这几处物业。除了王府井拥有的上述物业外，所有 2012 年以来开业的新店（及 2016 年前计划新增的门店）均/将租赁物业，以压缩资本支出和费用。2014 年末，王府井净现金为人民币 60 亿元，我们预计 2015 年公司资本支出为人民币 2.95 亿元。因此，我们预计公司持续扩张不会面临巨大的融资压力。

## 有效的 O2O 策略

王府井从 2013 年下半年开始不断增强线下及线上分销网络的建设。公司的 O2O 策略旨在提升经营效率，提高客户忠诚度。扩大线上销售规模并非公司的关注重点，提高线下渠道服务才是核心任务。

截至 2014 年末，王府井的 VIP 客户接近 300 万，合计贡献公司总营收的 48%

王府井开发了多个线上分销和服务渠道，包括王府井网上商城（Wangfujing.com）、王府井 APP 服务平台、王府井微信服务和“王府井 UKA”卡。截至 2014 年末，王府井的 VIP 客户接近 300 万，合计贡献公司总营收的 48%。2014 年末王府井微信服务的用户数约为 50 万。2014 年公司线上销售额同比增长 117%，但该业务仍净亏损人民币 4,200 万元。

2015 年王府井将继续发展线上渠道和服务。通过与腾讯和扫货邦合作，王府井 UKA 卡于 2015 年 1 月面世，这是首张具备多种功能的互联网金融 VIP 卡，提供 VIP 会员优惠、积分折扣、便捷支付、导购和互联网金融（年利率为 4-5%）等服务。王府井和微信的合作以及王府井 UKA 卡的金融功能将有助于王府井获取客户，引导 UKA 卡客户进行充值。

同时，2015 年王府井计划将线上渠道扩张至天猫商城、京东商城和微店。我们预计 2015 年公司的线上业务仍将亏损，但通过实施“产品垂直管理”和“与供应商共同管理存货”，公司运营效率预计将有所提升。我们认为线上服务亦将带动公司线下客户的增长。

图 3：线上渠道和服务



资料来源：公司资料，元大

## 销售额增长持平，但盈利能力改善

我们认为王府井能够实现其  
2015 年营收预期人民币  
190 亿元

我们认为王府井能够实现其 2015 年营收预期人民币 190 亿元。我们预计 2015/16 年公司营收将同比增长 4%/5%，主要得益于新增门店以及单个门店平均零售额提高。我们预计 2015/16 年净利率将同比提高 0.1/0.3 个百分点，系因 1) 处于培育期的门店（2011-13 年间开业）盈利能力提高；2) 2014 年下半年关闭湛江店；及 3) 营业费用管控趋严。因此，我们预计 2015/16 年净利润将同比增长 8.8%/13.3%。

### 单个门店平均零售额将上扬

2014 年王府井单个门店的平均零售额下滑 11%至人民币 6.10 亿元。由于 1) 线上业务；2) 新店带动盈利能力改善；及 3) 线上渠道扩张将推动消费者数量增加，因此我们认为 2015/16 年单个门店的平均零售额将同比增长 1.5%/10%。

### 2015 年盈利能力将提高

我们预计 2015 年公司盈利能力将改善，原因是 1) 部分处于培育期的门店（2011-13 年间开业）盈利能力提高；及 2) 实施以利润为导向的新策略。我们预计 2015/16 年净利率将同比提高 0.1/0.3 个百分点。

#### ► 近期开业的门店表现改善

2014 年洛阳店/西宁店（包括王府井百货和西宁新宁广场店）净利润同比增长 5.4%/8%，2013 年分别为同比增长 4%和同比下滑 20%。同时，2014 年一些新近开业的门店净亏损有所收窄（例如 2012 年 12 月开张的郑州店）。湛江店于 2014 年下半年关闭，株洲店在 2014 年 12 月出售，售价为人民币 100 万元。我们预计 2015 年新近开业的门店净亏损将继续下降，而成都王府井百货、成都王府井购物中心、南宁奥特莱斯、洛阳店和西宁店的净利润将同比增长。

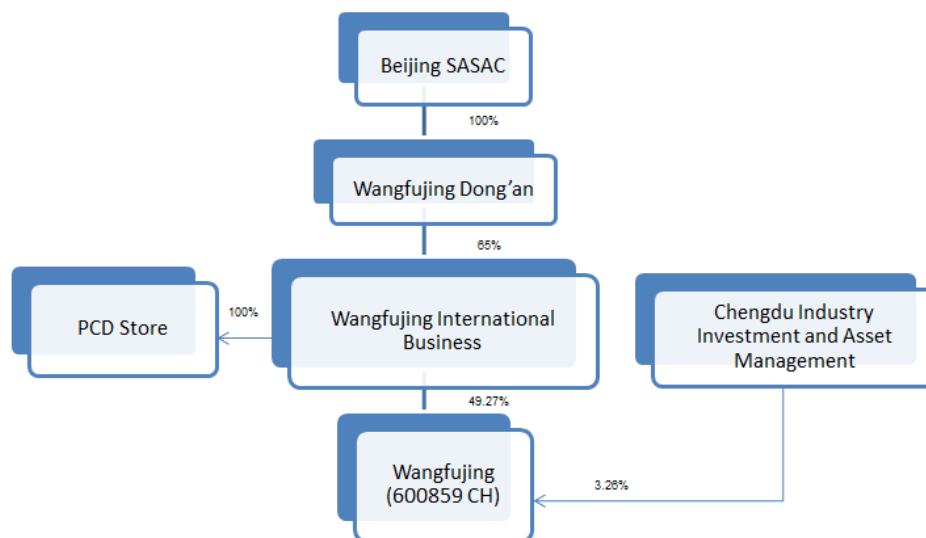
#### ► 全新的精细化管理体系

在 2014 年年报中，王府井表示公司将关注盈利能力，并打造“以利润为导向的精细化管理体系”，该体系以盈利能力为核心考核目标。管理层希望借此不断丰富盈利模式、优化产品组合、加强租赁业务管理并严控费用支出。

## 国企改革或将启动

王府井国际商业发展有限公司（王府井的大股东，持股达 49.27%）由北京国资委控股。王府井（600859 CH）作为中国少数全国性零售公司之一，有望受益于国企改革，如资产注入、薪酬改革和股权激励。

图 4：王府井股东结构



资料来源：公司资料，元大

2011 年王府井着手优化公司治理结构，并且引入战略投资者，自此公司盈利能力持续改善。

2013 年 12 月，王府井国际完全收购 PCD，PCD 撤出香港市场。PCD 主要经营百货商店、商场和奥特莱斯店，截至 2013 年底共拥有 17 家门店。PCD 奥特莱斯店是主要的净利润来源。2013 年 PCD 营收/净利润同比增长 18%/35%。

王府井计划设立奥特莱斯业务分部，可能采用与 PCD 相似的业务模式。由于 PCD 和王府井在零售行业相互竞争，我们预计未来 PCD 可能注入王府井。王府井的部分管理层人员已被任命为 PCD 董事会成员。但是，目前尚未有任何关于资产注入计划的详细内容公布。

## 盈利展望

我们认为王府井可以实现 2015 年人民币 190 亿元的营收财测，我们预计公司 2015/16 年营收将同比增长 4%/5%，主要受新店开业和各门店平均零售额上升所拉动。

我们预计 2015/16 年公司净利率将同比增长 0.1/0.3 个百分点，得益于 1) 新店推动盈利能力提升；2) 2014 年下半年湛江门店关闭；3) 经营费用控制改善。因此，我们预计 2015/16 年公司净利润将同比增长 8.8%/13.3%。

图 5：王府井盈利展望

营收（人民币 百万）	2013	2014	2015F	2016F	2017F
总营收	19,790	18,277	19,005	19,968	20,913
同比增长率	8.4%	-7.6%	4.0%	5.1%	4.7%
零售业务营收	19,235	17,694	18,393	19,313	20,212
同比增长率	8.3%	-8.0%	4.0%	5.0%	4.7%
其他	555	583	612	655	700
同比增长率	11.1%	5.0%	5.0%	7.0%	7.0%
成本（人民币 百万）	2013	2014	2015F	2016F	2017F
总成本	15,867	14,485	15,001	15,610	16,315
同比增长率	7.7%	-8.7%	3.6%	4.1%	4.5%
零售业务成本	15,799	14,427	14,939	15,551	16,259
同比增长率	7.8%	-8.7%	3.6%	4.1%	4.6%
其他	68	58	62	59	56
同比增长率	-10.9%	-15.0%	6.3%	-5.0%	-5.0%
毛利润（人民币 百万）	2013	2014	2015F	2016F	2017F
整体毛利润	3,923	3,792	4,005	4,358	4,598
同比增长率	11.0%	-3.3%	5.6%	8.8%	5.5%
零售业务	3,436	3,268	3,454	3,762	3,953
同比增长率	10.4%	-4.9%	5.7%	8.9%	5.1%
其他	487	525	550	596	645
同比增长率	15.1%	7.8%	4.9%	8.3%	8.2%
盈利能力	2013	2014	2015F	2016F	2017F
整体毛利率	19.8%	20.7%	21.1%	21.8%	22.0%
零售业务毛利率	17.9%	18.5%	18.8%	19.5%	19.6%
其他业务毛利率	87.7%	90.0%	89.9%	91.0%	92.1%
经营费用占营收比重	13.6%	14.7%	14.7%	14.7%	14.5%
净利率	3.5%	3.5%	3.6%	3.9%	4.0%
净利润（人民币 百万）	694	636	692	784	838
同比增长率	3.1%	-8.4%	8.8%	13.3%	6.9%
每股收益（人民币）	1.50	1.37	1.50	1.69	1.81

资料来源：公司资料，元大

## 股票估值与投资建议

首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价为人民币 36 元

本中心目标价人民币 36 元系基于现金流折现估值和市盈率估值平均计算得出。

现金流折现估值目标价为人民币 35.8 元

本中心现金流折现估值目标价为人民币 30.2 元，系基于加权平均资本成本 6.1%和终期增长率 4%，与本中心预期 2015 年中国必需消费品需求增速 4%相一致。

图 6：现金流折现估值

加权平均资本成本假设	
无风险利率	4.5%
股票市场平均收益率	10.0%
贝塔值	0.99
权益成本	3.5%
债务成本	4.0%
有效税率	31.0%
加权平均资本成本	6.1%

现金流折现估值（人民币 百万）	
2023 年前自由现金流	7,553
终期自由现金流	8,992
现金流折现	16,546
+ 非核心资产	499
- 少数股东权益	3
- 净负债	-2,500
重估价值	19,543
股份	463
每股重估价值（人民币）	35.8

资料来源：公司资料，Bloomberg，元大

市盈率目标价为人民币 35.9 元

根据 Wind 市场预期，2015 年 A 股零售板块平均市盈率为 26 倍。过去 5 年（2010-14 年）王府井平均历史市盈率为 24 倍，较板块平均水平低 8%左右。2014 年王府井市盈率区间为 10-15 倍，表明去年公司盈利疲弱。我们对 2015 年公司盈利复苏持乐观看法，并且预计公司进行国企改革的可能性较大，尤其是未来可能注入 PCD 资产。因此，我们认为给予王府井 24 倍的 2015 年预期市盈率较为合理，接近公司过去 5 年平均市盈率，但仍较目前零售板块 2015 年预期市盈率低 8%左右。我们采用 2015 年预期市盈率 24 倍，得出市盈率目标价为人民币 35.9 元。

目标价为人民币 36 元

我们将现金流折现估值和市盈率估值目标价简单平均，得出最终目标价为人民币 36 元。

图 7：同业估值比较表

公司	代码	股价	年初至今涨跌幅	市值 人民币十亿元	市盈率		盈利同比增长率	
					2015F	2016F	2015F	2016F
王府井	600859.SH	27.76	14%	13	18.6	16.4	9%	13%
大商股份	600694.SH	54.15	54%	16	10.7	9.2	10%	17%
天虹商场	002419.SZ	15.14	15%	12	20.0	18.3	13%	10%
重庆百货	600729.SH	29.71	30%	12	21.1	18.9	17%	11%
友阿股份	002277.SZ	19.28	19%	11	24.8	22.9	11%	8%
南京新百	600682.SH	32.32	32%	12	33.9	27.8	-8%	22%
华联股份	000882.SZ	4.72	5%	11	22.5	24.3	161%	-7%
中央商场	600280.SH	16.66	17%	10	10.3	7.3	36%	41%
鄂武商	000501.SZ	19.13	19%	10	13.4	11.9	15%	14%
百联股份	600827.SH	18.37	18%	30	26.4	23.6	12%	12%
快乐购	300413.SZ	37.80	38%	15	76.8	61.7	22%	25%
中兴商业	000715.SZ	11.26	11%	3	32.7	30.1	15%	8%
辽宁成大	600739.SH	28.02	28%	43	29.6	23.0	78%	29%
平均	-	-	24%	15	26.9	23.3	32%	16%

资料来源：公司资料，元大

图 8:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 9:12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

---

## 本中心投资建议风险

### 中国经济/零售板块表现低于预期

2015 年剩余期间，中国经济和零售板块发展前景依然疲弱。但是，如果经济增速比预期还差，则可能对零售板块和王府井的营收与盈利能力产生负面影响。

### 扩张步伐慢于预期

我们预计 2015 年王府井将新开 4 家门店。如果扩张步伐放缓，可能对营收产生负面影响。

### 线上业务净亏损显著扩大

2014 年王府井线上业务净亏损人民币 4,200 万元。由于公司线上渠道仍处于发展中，我们预计 2015 年线上业务将再次出现净亏损。然而，如果该业务净亏损幅度显著超出预期，则可能对公司整体盈利能力产生负面影响。

### 理财产品风险

由于现金流充裕，王府井自 2012 年开始购买了部分理财产品。虽然王府井一直都能够从中取得正收益，但购买这些产品仍存在盈利能力下滑，甚至产生净亏损的潜在风险。

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	6,958	5,872	5,975	6,447	6,997
存货	399	382	387	401	417
应收帐款及票据	897	534	426	446	469
其他流动资产	0	0	226	13	13
<b>流动资产</b>	<b>8,254</b>	<b>6,788</b>	<b>7,014</b>	<b>7,307</b>	<b>7,896</b>
长期投资	2,590	3,843	3,509	3,757	4,028
固定资产	2,406	2,401	2,247	2,247	2,247
什项资产	1,272	1,009	980	1,027	1,077
<b>其他资产</b>	<b>6,268</b>	<b>7,252</b>	<b>6,735</b>	<b>7,031</b>	<b>7,352</b>
<b>资产总额</b>	<b>14,523</b>	<b>14,040</b>	<b>13,749</b>	<b>14,338</b>	<b>15,247</b>
应付帐款及票据	1,779	1,873	1,695	1,755	1,826
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	4,321	3,700	2,820	3,187	3,373
<b>流动负债</b>	<b>6,101</b>	<b>5,573</b>	<b>4,515</b>	<b>4,942</b>	<b>5,200</b>
长期借款	2,180	2,186	2,191	2,191	2,191
其他负债及准备	114	14	154	162	170
<b>长期负债</b>	<b>2,294</b>	<b>2,199</b>	<b>2,345</b>	<b>2,353</b>	<b>2,361</b>
<b>负债总额</b>	<b>8,395</b>	<b>7,772</b>	<b>6,860</b>	<b>7,295</b>	<b>7,560</b>
股本	463	463	463	463	463
资本公积	3,273	3,236	3,205	3,365	3,534
保留盈余	1,651	1,934	2,004	2,004	2,004
换算调整数	543	630	1,212	1,202	1,675
<b>额归属母公司之权益</b>	<b>5,930</b>	<b>6,263</b>	<b>6,884</b>	<b>7,035</b>	<b>7,676</b>
少数股权	198	5	5	8	11
<b>股东权益总额</b>	<b>6,128</b>	<b>6,268</b>	<b>6,889</b>	<b>7,043</b>	<b>7,687</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	673	694	636	694	784
折旧及摊提	419	479	481	505	531
本期营运资金变动	604	(303)	(909)	(21)	(22)
其他营业资产	(201)	(230)	(328)	(295)	(312)
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>1,495</b>	<b>640</b>	<b>(120)</b>	<b>884</b>	<b>981</b>
资本支出	(487)	(472)	(282)	(296)	(310)
本期长期投资变动	(5)	(12)	0	0	0
其他资产变动	(1,514)	(986)	556	248	272
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(2,007)</b>	<b>(1,470)</b>	<b>274</b>	<b>(48)</b>	<b>(39)</b>
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(1,729)	(599)	960	326	385
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(1,868)</b>	<b>(1,035)</b>	<b>617</b>	<b>139</b>	<b>173</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(512)</b>	<b>(831)</b>	<b>155</b>	<b>836</b>	<b>942</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>(512)</b>	<b>(831)</b>	<b>155</b>	<b>836</b>	<b>942</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
<b>营业收入</b>	<b>18,264</b>	<b>19,790</b>	<b>18,277</b>	<b>19,005</b>	<b>19,968</b>
销货成本	(14,730)	(15,867)	(14,485)	(15,001)	(15,610)
<b>营业毛利</b>	<b>3,534</b>	<b>3,923</b>	<b>3,792</b>	<b>4,005</b>	<b>4,358</b>
营业费用	(2,505)	(2,916)	(2,876)	(2,981)	(3,132)
<b>营业利润</b>	<b>1,029</b>	<b>1,007</b>	<b>916</b>	<b>1,023</b>	<b>1,225</b>
利息收入	48	121	108	113	119
利息费用	(40)	(121)	(120)	(271)	(352)
利息收入净额	8	0	(13)	(158)	(234)
投资利益(损失)净额	10	10	(27)	(27)	(27)
其他业外收入(支出)净额	(131)	(35)	53	177	185
非常项目净额	0	0	0	1	0
税前净利润	917	982	929	1,015	1,150
所得税费用	(245)	(285)	(293)	(320)	(362)
少数股权净利	1	(3)	0	(3)	(3)
归属母公司之净利	673	694	636	694	784
税前息前折旧摊销前净利	1,448	1,485	1,397	1,503	1,706
每股收益 (RMB)	1.45	1.50	1.37	1.50	1.69
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.45	1.50	1.37	1.50	1.695

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	9.0	8.4	(7.6)	4.0	5.1
营业利润	12.2	(2.2)	(9.0)	11.7	19.8
税前息前折旧摊销前净	14.6	2.6	(5.9)	7.6	13.5
税后净利润	15.6	3.1	(8.4)	9.1	13.0
每股收益	15.56	3.09	(8.36)	8.78	13.33
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	19.3	19.8	20.7	21.1	21.8
营业利润率	5.6	5.1	5.0	5.4	6.1
税前息前 折旧摊销前净利率	7.9	7.5	7.6	7.9	8.5
税后净利率	3.7	3.5	3.5	3.7	3.9
资产报酬率	5.3	4.9	4.6	5.0	5.3
净资产收益率	11.4	11.1	9.2	9.9	10.2
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	35.6	34.9	31.8	31.1	28.5
净现金(负债)权益比(%)	113.5	93.7	86.7	91.5	91.0
利息保障倍数 (倍)	23.8	9.1	8.7	4.7	4.3
利息及短期债	23.8	9.1	8.7	4.7	4.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	37.2	5.3	N.A.	3.3	2.8
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	37.2	5.3	N.A.	3.3	2.8
流动比率 (倍)	1.4	1.2	1.6	1.5	1.5
速动比率 (倍)	1.3	1.1	1.5	1.4	1.4
净负债 (RMB 百万元)	(4,777)	(3,686)	(3,784)	(4,256)	(4,806)
每股净值 (RMB)	12.81	13.53	14.88	15.20	16.59
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	19.1	18.5	20.2	18.6	16.4
股价自由现金流量比	(25.1)	(15.5)	83.1	15.4	13.6
市净率	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7
股价税前息前折旧摊销 前净利比	8.9	8.6	9.2	8.5	7.5
股价营收比	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 王府井 (600859 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼