



## 全渠道转型释放活力，国企改革值得期待

——王府井（600859）调研快报

2015年07月09日

推荐/维持

王府井

调研快报

### 关注 1：业绩展望逐渐企稳

传统零售商自 2011 年高点后持续下行四年，行业下滑的原因有经济放缓、消费需求偏弱、电商冲击、限制三公消费等负面因素。2015Q1 王府井营收同比下滑 4.9%，结构上看，一线城市门店降幅较大，二三线超市门店相对较好。品类上看，比重超 50%的服装鞋帽较化妆品和黄金珠宝的销售降幅较大。受反腐冲击，购物卡销量占比下降约十个百分点至 20%。源于公司品牌信誉，销售定位中高端客户，与电商存在客群互补性。预计 Q2 收入增速降幅继续收窄，商品销售降幅逐渐企稳。受益于公司加强商品经营和管控能力，积极推进深度联营和严控成本，提升自营商品比重和自有品牌开发力度，毛利率稳步提升。随着未来加大购物中心开设和提升自营比例，毛利率水平仍具备增长空间。

### 关注 2：业态转型+地产合作，减轻运营成本

为顺应市场环境变化，14 年公司关闭长期亏损的湛江店和株洲店，调整公司发展战略，转向购物中心以及奥特莱斯业态。15 年将有 4 家购物中心落地（西安店、洛阳店、乐山店、长沙店），合计 30 万平方米，新开门店均为租赁物业，在一线城市达到 50%以上，体现在较弱消费环境下，公司轻资产扩张以减轻资本开支和费用压力，加强同城门店协同效应，提升客户体验式服务。预计待春天百货资产梳理完成后将很快注入上市公司，未来以春天百货的运营机制和人员开展奥莱业态，但预计今年暂无项目开业预期。未来公司可能直接入驻恒大已建好的项目，但具体项目和进程仍有较多不确定性。

### 关注 3：扎实推进全渠道转型

公司目前的全渠道转型工作处于系统建设阶段，由电商、市场、IT 等配合推进，合计约 300 人。线上客单价 500-700 元，低于线下。线上销售同比增速约 400%。1) 王府井商城销售额约达 2000 万元，目前线上销售商品与线下重合度为 20%。2) 王府井 APP 下载量超 10 万，微信服务号的订阅粉丝达近 50 万人，其中 70%以上的顾客线上互动活跃。3) 线上渠道已向天猫王府井旗舰店、京东旗舰店和微店等多平台延伸，完善购物体验。4) 与微信、扫货邦合作推出的互联网金融会员卡“王府 UKA”目前在大兴门店试点，尚处于系统对接与调试阶段。5) 百货大楼和双安商场试点全新单品管理

### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

### 史琨

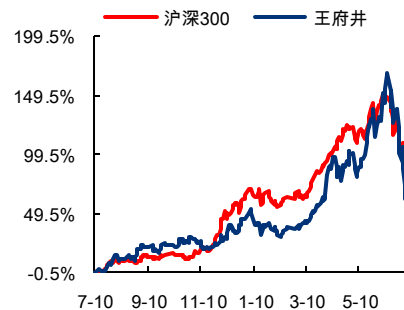
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	20.34-15.91
总市值 (亿元)	94.13
流通市值 (亿元)	94.13
总股本/流通 A 股 (万股)	46277/46277
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.37

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

体系, 深度联营, 录入系统 SKU 已有超过 20 万个, 年内有望实现门店推广。此外, 公司未来有可能通过并购涉及跨境电商, 对供应链金额、消费信贷目前态度相对谨慎。

#### 关注 4: 国企改革值得期待

公司自去年开始不断推进改革, 引进社会专业人才和社会化考核机制。我们不排除公司实行管理层或员工持股。但总体来看, 因北京政治属性较强, 改革考虑维稳相关, 北京国资改革相比其他地区进展一直较慢。

#### 结论:

王府井是全国布局的连锁百货龙头, 且与春天百货整合后更具规模优势。公司积极拥抱或联网, 布局全渠道转型, 在商品运营上向自营及自有品牌发展, 在业态上向购物中心和奥特莱斯创新, 符合行业未来发展趋势。公司的国企改革则需要等待北京国资委方面的突破。我们预计公司 2015 年-2017 年的每股收益分别为 1.55 元、1.65 元和 1.75 元, 对应的 PE 分别为 13.12X、12.36X、11.65X, 给予“推荐”投资评级。

#### 风险提示:

新门店培育期过长; 全渠道转型不达预期; 国企改革进程不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	6788	7014	9338	10905	11698	<b>营业收入</b>	19790	18277	19191	20342	21563
货币资金	5872	5975	8478	9984	10712	<b>营业成本</b>	15867	14485	15161	16071	17035
应收账款	106	73	66	70	74	营业税金及附加	221	181	192	203	216
其他应收款	398	331	347	368	390	营业费用	2118	2102	2111	2238	2372
预付款项	30	22	22	22	22	管理费用	578	594	652	692	733
存货	382	387	415	440	467	财务费用	119	115	117	117	117
其他流动资产	0	0	9	21	33	资产减值损失	1.49	13.16	3.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	7252	6735	4096	3738	3381	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	627	593	593	593	593	投资净收益	85.93	168.20	10.00	10.00	10.00
固定资产	2362.13	2210.09	1947.64	1685.19	1422.75	<b>营业利润</b>	972	956	965	1029	1098
无形资产	979	950	855	760	665	营业外收入	31.16	12.68	125.00	125.00	125.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	20.71	39.93	33.00	33.00	33.00
<b>资产总计</b>	14040	13749	13433	14644	15079	<b>利润总额</b>	982	929	1057	1121	1190
<b>流动负债合计</b>	5573	4515	4544	4649	4760	所得税	285	293	338	359	381
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	697	636	719	762	809
应付账款	1873	1695	1745	1849	1960	少数股东损益	3	0	1	1	1
预收款项	2782	2071	2071	2071	2071	归属母公司净利润	694	636	718	761	808
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2264	2210	1439	1504	1572
<b>非流动负债合计</b>	2199	2345	800	1600	1600	<b>EPS (元)</b>	1.50	1.38	1.55	1.65	1.75
长期借款	0	0	800	1600	1600	<b>主要财务比率</b>	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	2186	2191	0	0	0						
<b>负债合计</b>	7772	6860	5344	6249	6360	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5	5	6	7	8	营业收入增长	8.35%	-7.64%	5.00%	6.00%	6.00%
实收资本(或股	463	463	463	463	463	营业利润增长	7.24%	-1.62%	0.89%	6.68%	6.64%
资本公积	3236	3205	4083	4083	4083	归属于母公司净利润	12.81%	6.11%	12.81%	6.11%	6.10%
未分配利润	1934	2004	2112	2226	2347	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	6263	6884	7802	8106	8429	毛利率(%)	19.82%	20.75%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>负债和所有者权</b>	14040	13749	13152	14362	14797	净利率(%)	3.52%	3.48%	3.74%	3.75%	3.75%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.94%	4.63%	5.34%	5.20%	5.36%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	11.08%	9.24%	9.20%	9.39%	9.58%
<b>经营活动现金流</b>	925	173	1105	1273	1322	<b>偿债能力</b>					
净利润	697	636	719	762	809	资产负债率(%)	55%	50%	41%	44%	
折旧摊销	1173.42	1138.61	0.00	357.44	357.44	流动比率	1.22	1.55	2.05	2.35	2.46
财务费用	119	115	117	117	117	速动比率	1.15	1.47	1.96	2.25	2.36
应收账款减少	0	0	7	-4	-4	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.39	1.32	1.43	1.48	1.48
<b>投资活动现金流</b>	-1470	274	2479	7	7	应收账款周转率	215	205	277	301	301
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.84	10.25	11.16	11.32	11.32
长期股权投资减	0	0	2472	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	86	168	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.50	1.38	1.55	1.65	1.75
<b>筹资活动现金流</b>	-533	-344	-1082	226	-602	每股净现金流(最新	-2.33	0.22	5.41	3.26	1.57
应付债券增加	0	0	-2191	0	0	每股净资产(最新摊	13.53	14.88	16.86	17.52	18.22
长期借款增加	0	0	800	800	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	13.56	14.79	13.12	12.36	11.65
资本公积增加	-37	-31	878	0	0	P/B	1.50	1.37	1.21	1.16	1.12
<b>现金净增加额</b>	-1078	103	2503	1506	728	EV/EBITDA	2.53	2.55	1.21	0.68	0.19

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 6 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 史琨

投资银行与金融学硕士, 2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。