

全渠道转型效果凸显

——王府井（600859）半年度财报点评

2015年08月31日

强烈推荐/首次

王府井

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

王府井 2015 年上半年营业收入 90.56 亿元，同比下降 3.99%；归属于上市公司股东的净利润 4.64 亿元，同比上升 22.65%；扣非净利润 3.92 亿元，同比增长 23.88%；摊薄每股收益 1.002 元，净资产收益率 6.4%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	5253.84	5240.14	4193	4119.47	4724.5	4983.54	4072.89
增长率（%）	4.20%	-4.97%	-7.19%	-8.54%	-10.08%	-4.90%	-2.86%
毛利率（%）	20.24%	20.04%	21.25%	20.82%	21.03%	20.97%	21.68%
期间费用率（%）	15.27%	13.73%	15.73%	16.31%	16.09%	14.32%	14.05%
营业利润率（%）	4.70%	5.92%	5.32%	4.96%	4.63%	6.24%	7.40%
净利润（百万元）	175.03	222.78	154.70	108.61	150.08	225.45	237.49
增长率（%）	41.47%	00.43%	04.55%	-28.60%	-14.26%	01.20%	53.52%
每股盈利（季度，元）	0.37	0.48	0.34	0.24	0.32	0.49	0.51
资产负债率（%）	55.35%	51.34%	49.29%	50.42%	49.89%	47.00%	44.55%
净资产收益率（%）	2.79%	3.43%	2.34%	1.66%	2.18%	3.13%	3.12%
总资产收益率（%）	1.25%	1.67%	1.18%	0.82%	1.09%	1.66%	1.73%

观点:

- 业绩逐渐企稳。**公司上半年营业收入90.56亿元，同比下降3.99%，主要原因是消费环境偏弱，其中，二季度下降2.86%，环比降幅收窄。上半年综合毛利率21.29%，同比增加0.71个百分点，其中二季度21.86%，是近5年最高水平，受益于单品管理、深度联营、自营提升与自有品牌开发等措施。期间费用率为14.2%，同比减少0.42个百分点，主要是定期存款到期利息收入大幅增加1.14亿元带来的0.93%财务收益率。由于毛利率提升抵消消费不利影响，同时加强费用管控，上半年归属股东净利润4.64亿元，同比增长22.65%，其中二季度同比增长53.48%，主要是去年同期基数较低导致。
- 门店持续拓展。**为顺应市场环境变化，转型购物中心以及奥特莱斯业务。2015年6月底，公司拥有28个线下门店，总建筑面积133万平方米，自有物业占比24%。近期公司将有4家购物中心落地，合计30万平方米，其中，洛阳购物中心已于今年5月末成功开业，正在筹备中的乐山店和长沙店预计将于今年下半年开

业，熙地港西安店预计将于明年上半年开业，将有效拉动收入增速回升转正。同时，公司于7月末停止了持续亏损的抚顺店的经营，提高强店经营指标，加强资金管理。

- **发力全渠道转型。**公司形成网上商城、移动商城、微信微店、天猫旗舰店等多渠道的销售网络和服务体系，上半年线上平台实现收入2681万元。1) 公司与上海百联、香港利丰组建合资公司，加强供应链拓展，运作自营和自有品牌。首个自有品牌FIRSTWERT运营近1年，逐步在公司内推广。2) 百货大楼和双安商场试点单品管理及深度联营，录入系统超过800个品牌、50万个SKU，已在试点门店上线。3) 全渠道顾客运营系统已在试点门店上线，实施基于大数据的会员分析和精准营销。4) 公司与京东金融战略合作，试水“白条”业务推广会员个人消费信贷业务，探索互联网金融与消费信贷。

结论：

王府井是 A 股为数不多在全国网络布局的百货龙头，且与春天百货整合后将更具规模优势。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，符合行业发展趋势。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 2015-2017 年的每股收益分别为 1.62 元、1.76 元和 1.91 元，对应的 PE 分别为 13.56X、12.50X、11.51X，低于行业平均水平，给予“强烈推荐”投资评级。

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
流动资产合计	6788	7014	9334	10899	11698	营业收入	19790	18277	19078	20019	21036
货币资金	5872	5975	8482	9998	10744	营业成本	15867	14485	15013	15715	16471
应收账款	106	73	65	69	72	营业税金及附加	221	181	191	200	210
其他应收款	398	331	345	362	381	营业费用	2118	2102	2156	2262	2377
预付款项	30	22	22	22	22	管理费用	578	594	607	637	669
存货	382	387	411	431	451	财务费用	119	115	117	117	117
其他流动资产	0	0	8	17	28	资产减值损失	1.49	13.16	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	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	100.00	100.00	100.00
固定资产	2362.1	2210.0	1947.6	1685.1	1422.7	营业利润	972	956	1094	1187	1290
无形资产	979	950	855	760	665	营业外收入	31.16	12.68	12.68	12.68	12.68
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	20.71	39.93	1.00	1.00	1.00
资产总计	14040	13749	13430	14637	15079	利润总额	982	929	1106	1199	1302
流动负债合计	5573	4515	4527	4608	4695	所得税	285	293	354	384	417
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	697	636	752	815	885
应付账款	1873	1695	1727	1808	1895	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	751	814	884
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2264	2210	1569	1662	1765
非流动负债合计	2199	2345	800	1600	1600	BPS (元)	1.50	1.38	1.62	1.76	1.91
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	2186	2191	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	7772	6860	5327	6208	6295	成长能力					
少数股东权益	5	5	6	7	8	营业收入增长	8.35%	-7.64%	4.38%	4.93%	5.08%
实收资本(或股本)	463	463	463	463	463	营业利润增长	7.24%	-1.62%	14.44%	8.49%	8.70%
资本公积	3236	3205	4083	4083	4083	归属于母公司净利润	18.07%	8.41%	18.07%	8.41%	8.63%
未分配利润	1934	2004	2117	2239	2372	获利能力					
归属母公司股东权	6263	6884	7815	8141	8495	毛利率(%)	19.82%	20.75%	21.31%	21.50%	21.70%
负债和所有者权	14040	13749	13148	14356	14798	净利率(%)	3.52%	3.48%	3.94%	4.07%	4.21%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
经营活动现金流	925	173	1037	1223	1295	偿债能力					
净利润	697	636	752	815	885	资产负债率(%)	55%	50%	41%	43%	
折旧摊销	1173.4	1138.6	0.00	357.44	357.44	流动比率	1.22	1.55	2.06	2.37	
财务费用	119	115	117	117	117	速动比率	1.15	1.47	1.97	2.27	
应收账款减少	0	0	7	-3	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.39	1.32	1.42	1.46	
投资活动现金流	-1470	274	2571	99	99	应收账款周转率	215	205	277	299	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.84	10.25	11.15	11.32	
长期股权投资减少	0	0	2472	0	0	每股指标(元)					
投资收益	86	168	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	1.50	1.38	1.62	1.76	
筹资活动现金流	-533	-344	-1102	194	-648	每股净现金流(最新)	-2.33	0.22	5.42	3.28	
应付债券增加	0	0	-2191	0	0	每股净资产(最新摊)	13.53	14.88	16.89	17.59	
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.67	16.00	13.56	12.50	
资本公积增加	-37	-31	878	0	0	P/B	1.63	1.48	1.30	1.25	
现金净增加额	-1078	103	2507	1516	746	EV/EBITDA	2.87	2.89	1.59	1.07	

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，7 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。