

## 营收微降 全渠道转型稳步推进

——王府井（600859）2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 29 日

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 2016 年 1-6 月实现营业收入 86.88 亿元, 同比下降 4.07%; 归属上市公司股东净利润 3.40 亿元, 同比下降 26.74%, 扣非后净利润 2.67 亿元, 同比下降 31.86%; 每股收益 0.565 元/股, 同比下降 43.61%。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	4724.5	4983.54	4072.89	3897.46	4373.74	4733.33	3954.53
增长率(%)	-10.08%	-4.90%	-2.86%	-5.39%	-7.42%	-5.02%	-2.91%
毛利率(%)	21.03%	20.97%	21.68%	21.87%	21.33%	21.44%	22.27%
期间费用率(%)	16.09%	14.32%	14.05%	16.19%	17.01%	15.19%	16.64%
营业利润率(%)	4.63%	6.24%	7.40%	5.25%	5.54%	5.62%	5.53%
净利润(百万元)	150.08	225.45	237.49	140.04	58.38	186.76	150.24
增长率(%)	-14.26%	01.20%	53.52%	28.94%	-61.10%	-17.16%	-36.74%
每股盈利(季度, 元)	0.32	0.49	0.51	0.30	0.13	0.40	0.25
资产负债率(%)	49.89%	47.00%	44.55%	46.13%	47.06%	44.71%	44.22%
净资产收益率(%)	2.18%	3.13%	3.12%	1.94%	0.79%	2.45%	2.00%
总资产收益率(%)	1.09%	1.66%	1.73%	1.04%	0.42%	1.36%	1.12%

### 观点:

- **终端消费行业低迷, 营收同比下降4.07%。** 在市场竞争加剧和网购冲击的双重压力下, 2016年上半年, 实现营业收入86.88亿元, 同比下降4.07%; 单二季度营业收入39.55亿元, 同比下降2.91%, 降幅收窄, 基本符合市场预期。分地区来看, 华北、西南、华南、华东地区营业收入31.8亿元、19.6亿元、3.44亿元、1.26亿元, 同比下降7.61%、9.47%、9.02%、18.3%; 华中地区、西北地区营业收入13.9亿元、12.7亿元, 同比增长1.48%、9.92%。截止报告期末, 公司在全国共计拥有34家门店, 经营面积168.2万平方米, 覆盖全国六大经济区域。公司业务涵盖了百货、购物中心、奥特莱斯和超市等多种零售业态的组合, 形成了处于不同发展阶段的门店梯次, 有效控制了业绩大幅波动。
- **营收下滑+费用攀升, 归属净利同比下降26.74%。** 2016年上半年, 综合毛利率同比提升0.53个百分点至21.82%, 得益于单品管理、深度联营、提高自营比例等影响, 凸显公司精细化经营能力。其中, 华北、

西南、华中、西北、华南、华东地区毛利率分别变化-0.49%、-0.32%、-0.07%、0.34%、-0.15%、-1.24%。期间费用率同比增加1.65个百分点至15.85%，主要是门店扩张带来的费用开支增加。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比提升0.15、0.34、1.16个百分点至11.66%、3.96%、0.23%。综合来看，营收下滑、再加毛利率提升不抵费用率增长，2016年上半年实现归属净利润3.40亿元，同比下降26.74%；扣非后净利润2.67亿元，同比下降31.86%。

- **定增引入三胞集团完善治理结构、全渠道转型战略全面稳步推进。**1) 公司拟引入三胞集团，募资30亿元，定增价17.03元，拟投向6个购物中心和O2O的建设，完成后三胞集团成为其第二大股东，有望进一步改善公司治理结构及运营效率。目前定增已获证监会批文，未来公司有望转变为拥有百货、购物中心、奥特莱斯三大业态，以及线上渠道的全渠道零售商。2016年是国企改革的落地之年，公司作为北京国资旗下零售龙头，未来或将受益国改进程推进，应给予持续关注。2) 公司积极推动搭建全渠道战略，已实现网上商城、移动商城、微店、天猫店等多渠道服务销售体系，组织线上线下的互动场景营销，积极布局互联网金融与消费信贷（上线“王府UKA”、加入京东“白条”等）；全渠道系统已在北京市百货大楼上线运营，并在部分专柜实施PAD收银；集团大数据项目、BI平台升级项目也已进入实施阶段；与上海百联、香港利丰成立合资公司百府利，强化品牌战略合作，向自营及自有品牌发展，不断提升用户体验。

#### 结论：

王府井是A股为数不多在全国网络布局的百货龙头，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，建议持续关注国企改革和定增进展情况。暂不考虑定增影响，预计公司2016-2018年的每股收益分别为1.18元、1.28元和1.46元，对应的PE分别为14.58X、13.45X、11.84X，给予“推荐”投资评级。

#### 风险提示：

转型进展低于预期，电商冲击线下门店业绩承压、国企改革不达预期等

**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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	7014	7363	9183	9913	10690	<b>营业收入</b>	18277	17328	18087	18979	19943
货币资金	5975	5851	7661	8309	8999	<b>营业成本</b>	14485	13615	14233	14898	15616
应收账款	73	81	62	65	68	<b>营业税金及附加</b>	181	176	181	190	199
其他应收款	331	997	1041	1092	1148	<b>营业费用</b>	2102	2092	2044	2145	2234
预付款项	22	22	22	22	22	<b>管理费用</b>	594	623	575	604	598
存货	387	412	390	408	428	<b>财务费用</b>	115	-54	117	117	117
其他流动资产	0	0	8	17	26	<b>资产减值损失</b>	13.16	-0.27	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	6735	6590	4623	4270	3916	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	593	565	565	565	565	<b>投资净收益</b>	168.20	182.70	100.00	100.00	100.00
固定资产	2210.09	2179.95	1921.08	1662.21	1403.34	<b>营业利润</b>	956	1060	1036	1125	1278
无形资产	950	944	850	755	661	<b>营业外收入</b>	12.68	19.80	12.68	12.68	12.68
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业外支出</b>	39.93	143.61	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	13749	13954	13806	14183	14607	<b>利润总额</b>	929	936	1048	1136	1290
<b>流动负债合计</b>	4515	4086	4076	4143	4216	<b>所得税</b>	293	274	335	364	413
短期借款	0	3	0	0	0	<b>净利润</b>	636	661	713	773	877
应付账款	1695	1614	1638	1714	1797	<b>少数股东损益</b>	0	0	1	1	1
预收款项	2071	1654	1645	1636	1626	<b>归属母公司净利润</b>	636	661	712	772	876
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	2210	2142	1507	1595	1749
<b>非流动负债合计</b>	2345	2481	2196	2196	2196	<b>EPS (元)</b>	1.38	1.43	1.18	1.28	1.46
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	2191	2196	2196	2196	2196		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	6860	6566	6272	6339	6412	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5	5	6	7	8	<b>营业收入增长</b>	-7.64%	-5.19%	4.38%	4.93%	5.08%
实收资本(或股本)	463	463	602	602	602	<b>营业利润增长</b>	-1.62%	10.81%	-2.18%	8.50%	13.68%
资本公积	3205	3205	3205	3205	3205	<b>归属于母公司净利润</b>	7.64%	8.41%	7.64%	8.41%	13.55%
未分配利润	2004	2179	2286	2402	2533	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	6884	7382	7527	7836	8186	<b>毛利率(%)</b>	20.75%	21.43%	21.31%	21.50%	21.70%
<b>负债和所有者权益</b>	13749	13954	13806	14183	14607	<b>净利率(%)</b>	3.48%	3.82%	3.94%	4.07%	4.40%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>	5.06%	4.63%	4.74%	5.16%	5.44%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE(%)</b>	9.24%	8.96%	9.46%	9.85%	10.70%
<b>经营活动现金流</b>	173	650	995	1129	1233	<b>偿债能力</b>					
净利润	636	661	713	773	877	<b>资产负债率(%)</b>	50%	47%	45%	45%	45%
折旧摊销	1138.61	1136.71	0.00	353.30	353.30	<b>流动比率</b>	1.55	1.80	2.25	2.39	2.54
财务费用	115	-54	117	117	117	<b>速动比率</b>	1.47	1.70	2.16	2.29	2.43
应收账款减少	0	0	19	-3	-3	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-9	-9	-10	<b>总资产周转率</b>	1.32	1.25	1.30	1.36	1.39
<b>投资活动现金流</b>	274	-470	1691	99	99	<b>应收账款周转率</b>	205	225	252	299	299
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	10.25	10.47	11.12	11.32	11.36
长期股权投资减少	0	0	1592	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	168	183	100	100	100	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	1.38	1.43	1.18	1.28	1.46
<b>筹资活动现金流</b>	-344	-304	241	220	-643	<b>每股净现金流(最新摊薄)</b>	0.22	-0.27	4.87	2.41	1.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	14.88	15.95	12.51	13.03	13.61
长期借款增加	0	0	800	800	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	139	0	0	<b>P/E</b>	12.55	12.07	14.58	13.45	11.84
资本公积增加	-31	0	0	0	0	<b>P/B</b>	1.16	1.08	1.38	1.32	1.27
<b>现金净增加额</b>	103	-124	2928	1449	689	<b>EV/EBITDA</b>	1.90	2.02	3.26	2.67	2.04

资料来源: 公司财报, 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，8 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，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

## 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。