

## 商业贸易

2014年10月31日

## 王府井 (600859)

——传统商业销售下滑，转型效果尚待观察

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据:	2014年10月30日
收盘价(元)	19.75
一年内最高/最低(元)	22.19/15
上证指数/深证成指	2391/8091
市净率	1.4
息率(分红/股价)	2.53
流通A股市值(百万元)	9140

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	14.15
资产负债率%	50.42
总股本/流通A股(百万)	463/463
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

《王府井中报点评：消费低迷、电商分流致商业下滑，理财收益稳定业绩》 2014/08/25

《王府井(600859)——消费乏力致商业盈利承压，理财产品贡献业绩增量》 2014/04/28

## 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

## 联系人

马晓天  
(8621)23297646  
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

## 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	19,790	8	694	3	1.50	19.8	11.1	13	3
14Q1-Q3	13,553	-7	487	-7	1.05	20.7	7.4		
2014E	18,602	-6	643	-7	1.39	19.4	10.8	14	3
2015E	18,044	-3	657	2	1.42	19.2	10.6	14	3
2016E	18,405	2	678	3	1.47	19.5	10.5	13	3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

## 投资要点:

- **公司业绩低于预期。**公司前三季度实现收入 135.53 亿，同比下降 6.77%；实现归母净利润 4.87 亿，同比下降 6.92%；扣非后归母净利润 4.00 亿，同比下降 15.08%；加权平均 ROE 为 7.53%，较去年同期减少 1.02 个百分点，EPS 为 1.05 元，低于预期 15%。其中，14Q3 实现收入 41.2 亿，同比下降 8.55%；归母净利润 1.09 亿，同比下降 28.76%。
- **门店调整及同店销售下降，导致收入持续下滑。**公司前三季度实现收入 135.53 亿，同比下降 6.77%。14Q1-Q3 收入分别为 52.4 亿、41.93 亿、41.19 亿，同比下降 4.97%、7.19%、8.55%。报告期内公司已完成洛阳王府井购物中心有限责任公司、乐山王府井购物中心有限责任公司和佛山王府井商业有限责任公司等三家公司的设立手续，并纳入合并报表范围，但并未创造收入，其中洛阳和乐山店预计 15 年上半年开业。此外，焦作门店在 9 月 26 日开业，对 Q3 收入影响甚微。湛江王府井在报告期内停止营业。同店方面，14H1 同店销售下降 7.89%，Q3 下滑趋势仍然持续。新店尚未创收，关店及同店销售下滑，共同导致收入继续下滑。
- **毛利率改善，费用率上升，信托投资收益稳定业绩。**1-9 月综合毛利率 20.65%，同比增加 0.98 个百分点。理性促销和购物中心的租赁业务占比加大，助毛利率提升。1-9 月期间费用率为 15.13%，同比增加 1.28 个百分点。其中销售费用率 11.58%，同比增加 0.93 个百分点；管理费用率 3.08%，同比增加 0.40 个百分点；财务费用率 0.47%，同比减少 0.04 个百分点。薪酬和租金刚性上涨，致费用率上升，侵蚀利润空间。此外，关闭湛江店支付给物业方和供应商大笔补偿款，使得营业外支出大增 1481.71 万至 3637.58 万；以信托收益为主的投资收益为 1.16 亿，同比增长 181.64%，助稳定业绩。公司前三季度净利率 3.59%，同比增加 0.01 个百分点。

- **与恒大合作成立合资公司，战略转型继续推进。**公司公告与恒大集团合资成立商业物业公司，其中恒大集团出资 5.1 亿元，持股 51%，王府井出资 4.9 亿元，持股 49%。本次合作将为公司输送商业地产资源，量身打造商业物业，提升自有物业比例，提升经营效率。此次合作暂不影响今年收入利润。对内公司继续推进战略转型，全渠道会员体系设计及搭建业务规划已完成，预计明年初上线；企业级单品管理业务规划及结构搭建已完成，并与试点门店供应商达成库存共管合作意向；网上商城、微信购物、王府井移动商城等网络渠道拓展稳步推进。
- **下调盈利预测，维持增持。**公司是全国连锁扩张的传统百货，目前全国网络渠道已形成。由于消费疲软、电商分流、体验式消费占比较低，导致消费乏力、新店培育期拉长，公司短期商业业绩承压。转型效果短期尚不能体现，我们下调盈利预测。原预计 14-16 年 EPS 为 1.65、1.81、1.99 元，现下调 14-16 年 EPS 至 1.39、1.42、1.47 元，对应当前股价 PE 为 14、14、13 倍，维持“增持”的投资评级。

### 合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	18,264	19,790	18,602	18,044	18,405
营业总成本	17,347	18,904	17,838	17,299	17,597
营业成本	14,730	15,867	14,994	14,580	14,816
营业税金及附加	194	221	203	197	202
销售费用	1,768	2,118	2,009	1,949	1,988
管理费用	543	578	558	550	571
财务费用	112	119	59	27	19
资产减值损失	0	1	15	(4)	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(11)	86	99	97	87
营业利润	906	972	863	842	895
营业外收支	10	10	(20)	20	0
利润总额	917	982	843	862	895
所得税	245	285	197	203	214
净利润	672	697	646	660	681
少数股东损益	(1)	3	3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	673	694	643	657	678

资料来源:申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。