

强烈推荐-A (维持)

王府井 600859.SH

目标估值: 22.00 元
当前股价: 16.08 元
2017年08月19日

吸收合并王府井国际, 国企改革再进一步

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	77625
已上市流通股(万股)	60160
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	13.7
ROE(TTM)	5.4
资产负债率	38.1%
主要股东	北京王府井国际商业
主要股东持股比例	38.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	2	-5
相对表现	5	-7	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《王府井(600859)——经营规模快速扩张, 区域布局稳步推进》
2017-03-20

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

事件: 王府井拟通过向王府井国际的四方股东王府井东安、国管中心、信升创卓、福海国盛以发行股份和支付现金作为吸收合并对价, 对王府井国际实施吸收合并。吸收合并完成后, 王府井国际持有的上市公司股份全部注销, 上市公司的总股份数量保持不变。

- 王府井国际整体上市的后续步骤。2017年3月王府井国际将 Belmont 及其子公司春天百货注入了上市公司, 实现了王府井国际零售业务的整体上市, 减少了上市公司与控股股东之间的同业竞争。收购王府井国际是王府井国际整体上市的后续步骤, 王府井国际本身不从事具体经营, 只是持股型公司, 整体上市后无存在必要, 收购王府井国际可消除上市公司持股中间层。
- 国企改革再进一步, 减少管理层级。本次收购王府井国际目的在于简化上市公司股权结构, 此前王府井国际四方股东王府井东安、国管中心、信升创卓、福海国盛分别间接持有王府井 24.82%、1.91%、5.73%、5.73% 股份, 本次交易后变为直接持有, 持股比例保持不变。本次交易有助于减少上市公司持股的中间层级, 进一步提高上市公司的决策效率、优化公司治理结构, 推进王府井在战略、财务、人力、管理、风控的一体化融合。
- 子公司层面已尝试管理层持股, 混改继续深化可期。王府井在购物中心、奥莱和便利店等业态都有尝试管理团队持股, 也有引进外部团队对购物中心进行管理, 在解决国有企业效率低、成本高等问题方面取得良好的效果。我们认为未来公司混改继续深化值得期待。
- 低估值百货龙头, 期待混改更进一步。公司总体战略在保持购物中心和奥莱业态发展的同时, 兼顾发展超市便利店业态(与河南爱便利合作成立合资公司, 主要在京津冀地区发展), 公司同店增长较好, 收入增速今年预计逐渐改善, 目前估值仅 16x17PE, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 新开门店不及预期。

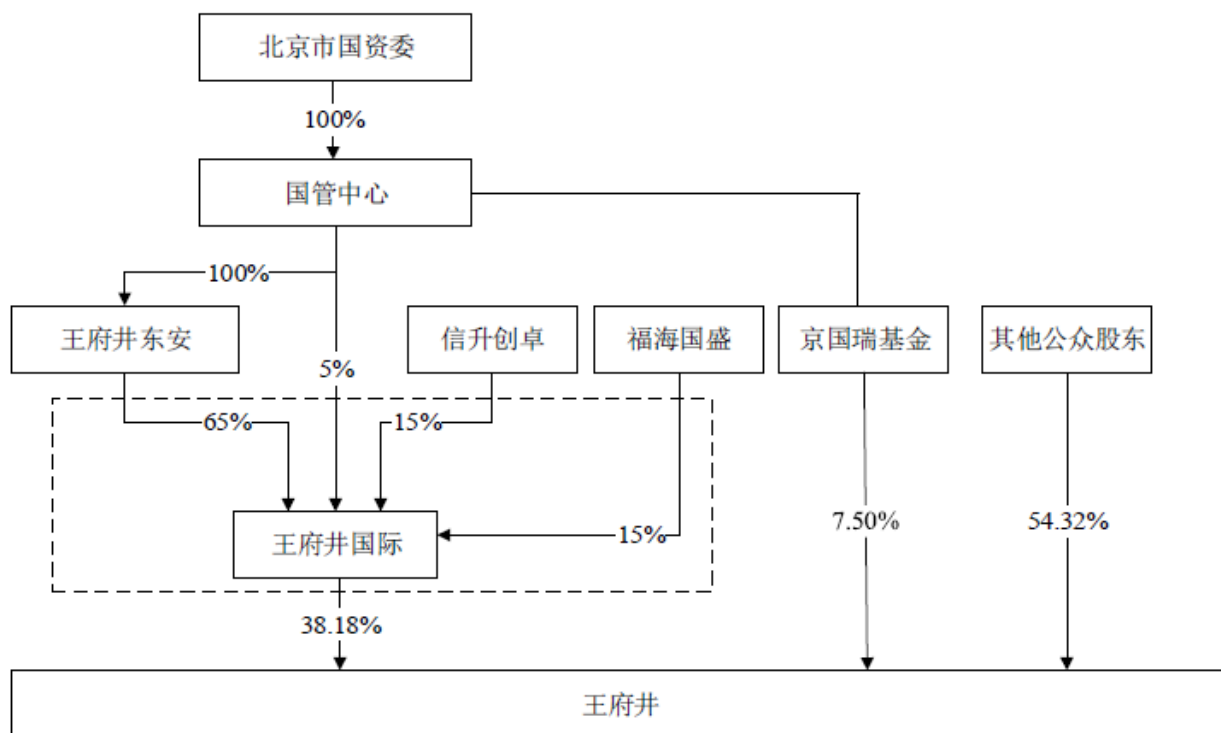
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	17328	17795	18329	18989	19786
同比增长	-5%	3%	3%	4%	4%
营业利润(百万元)	1060	789	1181	1325	1437
同比增长	11%	-26%	50%	12%	9%
净利润(百万元)	661	575	793	896	970
同比增长	4%	-13%	38%	13%	8%
每股收益(元)	1.43	0.74	1.02	1.15	1.25
PE	11.2	21.7	15.8	14.0	12.9
PB	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0

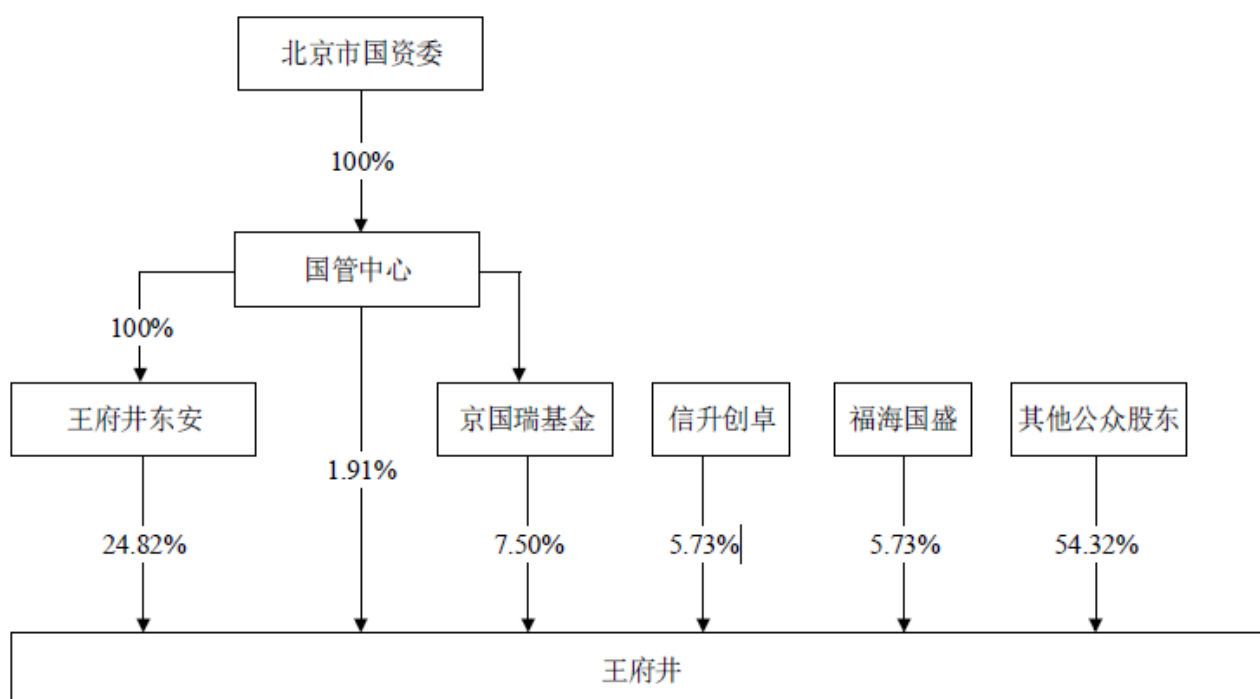
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 收购王府井国际前后王府井股权结构变化

本次交易实施前，王府井的股权结构如下：

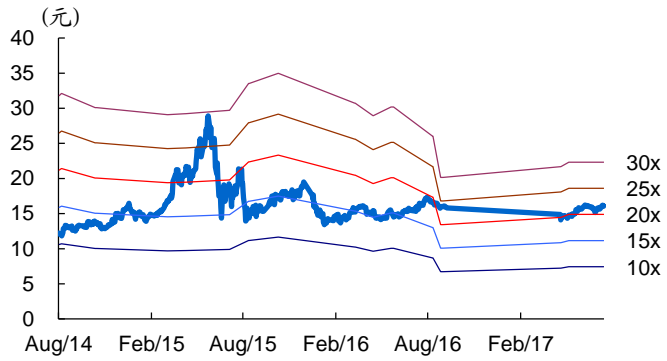


本次交易实施后，王府井的股权结构如下：



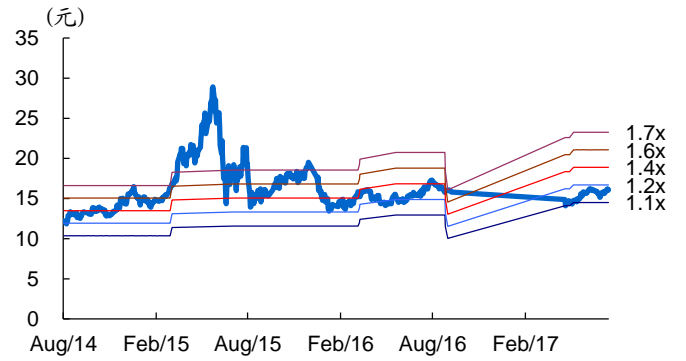
资料来源：招商证券

图 2: 王府井历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 王府井历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《王府井 (600859) 一经营规模快速扩张, 区域布局稳步推进》2017/03/20

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7363	10185	10368	10844	11410
现金	5851	8027	8174	8572	9044
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	81	169	156	161	168
其它应收款	997	1315	1355	1404	1463
存货	412	395	397	409	426
其他	22	280	287	297	309
非流动资产	6590	7603	7918	8224	8518
长期股权投资	565	689	689	689	689
固定资产	2180	2733	3262	3748	4196
无形资产	944	1027	925	832	749
其他	2901	3153	3043	2955	2885
资产总计	13954	17788	18286	19067	19928
流动负债	4086	4631	4716	4831	4981
短期借款	3	0	0	0	0
应付账款	1614	1855	1901	1961	2041
预收账款	1654	1609	1648	1701	1770
其他	814	1167	1168	1168	1169
长期负债	2481	2486	2486	2486	2486
长期借款	0	148	148	148	148
其他	2481	2338	2338	2338	2338
负债合计	6566	7117	7202	7317	7467
股本	463	776	776	776	776
资本公积金	3489	5996	5996	5996	5996
留存收益	3436	3604	4008	4666	5368
少数股东权益	5	294	302	311	321
归属于母公司所有者权益	7104	10376	10781	11439	12141
负债及权益合计	13954	17788	18286	19067	19928

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	650	980	1200	1330	1435
净利润	661	575	793	896	970
折旧摊销	476	477	430	440	452
财务费用	120	120	(34)	20	20
投资收益	(183)	3	(50)	(75)	(75)
营运资金变动	(428)	(182)	52	37	54
其它	4	(11)	10	13	14
投资活动现金流	(470)	(1006)	(699)	(674)	(674)
资本支出	(244)	(598)	(749)	(749)	(749)
其他投资	(226)	(408)	50	75	75
筹资活动现金流	(304)	2202	(354)	(258)	(289)
借款变动	(253)	(546)	0	0	0
普通股增加	0	313	0	0	0
资本公积增加	0	2791	0	0	0
股利分配	(231)	(231)	(388)	(238)	(269)
其他	180	(126)	34	(20)	(20)
现金净增加额	(124)	2176	147	398	472

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17328	17795	18329	18989	19786
营业成本	13615	13990	14333	14792	15394
营业税金及附加	176	198	204	211	220
营业费用	2092	2067	2053	2051	2097
管理费用	623	727	642	665	693
财务费用	(54)	21	(34)	20	20
资产减值损失	(0)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	183	(3)	50	75	75
营业利润	1060	789	1181	1325	1437
营业外收入	20	86	20	20	20
营业外支出	144	26	26	26	26
利润总额	936	849	1175	1318	1431
所得税	274	283	374	413	451
净利润	661	566	801	905	980
少数股东损益	0	(9)	8	9	10
归属于母公司净利润	661	575	793	896	970
EPS (元)	1.43	0.74	1.02	1.15	1.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	3%	3%	4%	4%
营业利润	11%	-26%	50%	12%	9%
净利润	4%	-13%	38%	13%	8%
获利能力					
毛利率	21.4%	21.4%	21.8%	22.1%	22.2%
净利率	3.8%	3.2%	4.3%	4.7%	4.9%
ROE	9.3%	5.5%	7.4%	7.8%	8.0%
ROIC	9.0%	5.0%	6.8%	7.5%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	40.0%	39.4%	38.4%	37.5%
净负债比率	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
流动比率	1.8	2.2	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.7	2.1	2.1	2.2	2.2
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	34.1	34.7	36.2	36.7	36.9
应收帐款周转率	225.1	142.2	113.0	119.8	120.2
应付帐款周转率	8.2	8.1	7.6	7.7	7.7
每股资料 (元)					
每股收益	1.43	0.74	1.02	1.15	1.25
每股经营现金	1.41	1.26	1.55	1.71	1.85
每股净资产	15.35	13.37	13.89	14.74	15.64
每股股利	0.50	0.50	0.31	0.35	0.38
估值比率					
PE	11.2	21.7	15.8	14.0	12.9
PB	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	20.8	24.7	15.8	13.9	13.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。