

强烈推荐-A (维持)

王府井 600859.SH

当前股价: 16.08 元
2017年08月26日

主业回暖、价值低估、国改推进

基础数据

上证综指	3332
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)	12.6
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	48.3%
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《王府井(600859)一吸收合并王府井国际, 国企改革再进一步》2017-08-20
- 2、《王府井(600859)一经营规模快速扩张, 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

王府井公布 2017 年半年报: 公司实现营业收入 128.06 亿元, 同比增长 12.60%; 归属于上市公司股东的净利润 5.09 亿元, 同比增长 23.17%。EPS 为 0.65 元/股。门店数量扩张至 53 家, 同店收入增长 6.77%。百货、购物中心、奥特莱斯、便利店多业态并举。近期吸收合并王府井国际减少管理层级, 国改稳步推进。预计 17/18 年 EPS 为 1.02/1.15 元, 对应 PE16x、14x, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 主业显著回暖, 净利率创近年新高。公司 4 月完成贝尔蒙特并表, 统计口径有所变化, 上半年实现营业收入 128.06 亿元, 调整后同比增长 12.60%。上半年新增门店 15 家至 53 家, 经营面积增长 20.78%, 其中收购贝尔蒙特贡献 12.94% 的增长。同店收入增长 6.77%, 主要受益于中西部二三线城市门店运营情况良好和沈阳奥莱的逐步成熟, 交易次数和客单价实现双增长。得益于销售的增长, 经营活动现金流量净额同比增长 312%, 现金状况明显好转。由于奥特莱斯业态占比提升, 毛利率同比减少 0.9pc 至 20.71%。费用管控得当, 期间费用率同比减少 1.4pc, 三费费用率均有所减少。归母净利润为 5.09 亿元, 同比增长 23.17%, 净利率达 4.1%, 为近年来新高。
- 积极转型, 多业态并举。近年来由于电商冲击, 传统百货业态发展低迷, 公司积极向购物中心、奥特莱斯等业态转型。今年为响应北京完善社区服务的号召, 公司当下发展重心往便利店业态倾斜, 于 6 月与爱便利合资成立王府井爱便利公司, 主要通过加盟翻牌已有店铺的方式, 开店速度迅猛, 目前已开设了 120 家便利店。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。
- 低估值百货龙头, 国改稳步推进。公司近期吸收王府井国际, 属整体上市后续步骤, 能有效减少决策层级, 提升运营效率。同时子公司已有管理层持股尝试, 上市公司层面进一步混改值得期待。公司今年业绩明显回暖, 同店增速行业领先, 当前股价对应 2017 年 PE 为 16 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 国改进程缓慢, 实体零售复苏不及预期。

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

表 1: 公司 17Q2 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q2	17Q1	17Q2	同比 (经调整)	环比
营业收入	3955	5251	7555	13.8%	43.9%
营业毛利	881	1096	1556	8.0%	42.0%
销售费用	492	558	804	4.2%	44.1%
管理费用	159	194	235	2.2%	21.4%
财务费用	7	4	1	-97.4%	-82.7%
营业利润	219	274	458	31.6%	67.3%
归属于母公司所有者的净利润	152	190	319	41.1%	67.6%
EPS (元)	0.20	0.24	0.41		

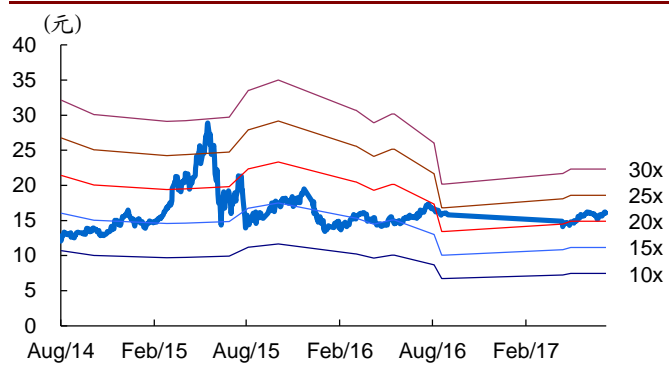
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业总收入	4073	3897	4374	4733	3955	4025	5082	5251	7555
营业毛利	883	852	933	1015	881	887	1022	1096	1556
销售费用	518	498	551	521	492	547	507	558	804
管理费用	134	127	168	185	159	151	233	194	235
财务费用	-79	6	24	12	7	0	1	4	1
营业利润	302	205	242	266	219	151	153	274	458
归属母公司所有者净利润	238	139	58	187	152	99	136	190	319
EPS (元)	0.31	0.18	0.07	0.24	0.20	0.13	0.18	0.24	0.41
主要比率									
毛利率	21.7%	21.9%	21.3%	21.4%	22.3%	22.0%	20.1%	20.9%	20.6%
销售费用率	12.7%	12.8%	12.6%	11.0%	12.4%	13.6%	10.0%	10.6%	10.6%
管理费用率	3.3%	3.3%	3.8%	3.9%	4.0%	3.7%	4.6%	3.7%	3.1%
财务费用率	-1.9%	0.2%	0.6%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
营业利润率	7.4%	5.3%	5.5%	5.6%	5.5%	3.8%	3.0%	5.2%	6.1%
有效税率	22.7%	27.7%	52.7%	29.9%	31.6%	36.2%	37.5%	32.3%	26.4%
净利率	5.8%	3.6%	1.3%	4.0%	3.9%	2.5%	2.7%	3.6%	4.2%
YoY									
收入	-2.9%	-5.4%	-7.4%	-5.0%	-2.9%	3.3%	16.2%	10.9%	13.8%
归属母公司净利润	53.5%	28.2%	-61.1%	-17.0%	-36.0%	-29.0%	134.5%	1.5%	41.1%

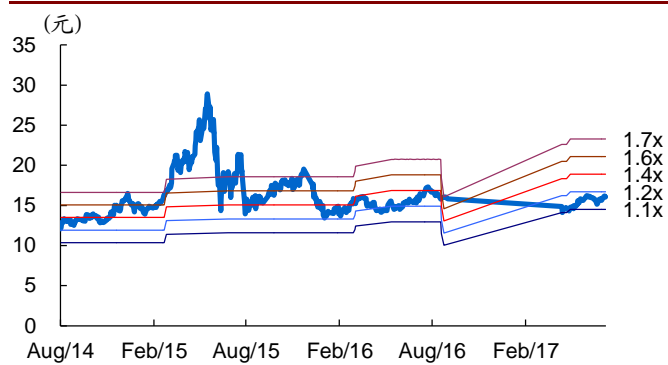
数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 王府井历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 王府井历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

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	3205	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	13675	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。