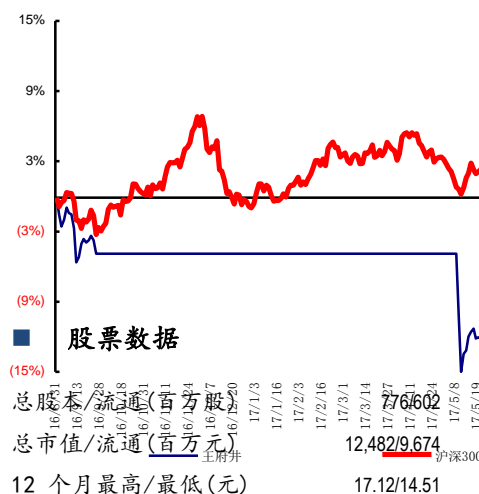


商业贸易 一般零售

收购助力业绩增长, 混改稳步推进

■ 走势比较



■ 相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

助理研究员: 蔡小为

电话:

E-MAIL: caixw@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117070013

事件: 公司近日发布 2017 年中报, 实现营业收入 128.1 亿元, 同比增长 12.60%; 归母净利润 5.09 亿元, 同比增长 23.17%; 扣非后归母净利润 4.54 亿元, 同比增长 22.88%; 每股收益 0.655 元, 同比下降 4.68%。经营活动现金流 2.90 亿元, 同比增长 312.28%。

主业稳健, 现金流良好。 报告期内, 公司营收/归母净利润/扣非归母净利润同比分别增长 12.6%/23.2%/22.9%, 经调整 2016 年业绩数据后, 当期涨幅相比上年同期变化 -13.0pcts/34.1pcts/28.7pcts; 同店同比增长 6.77%。业绩超预期。

公司单季度营收自 2016Q3 以来随行业回暖的趋势保持正增长, 上半年的收入增长得益于交易次数和客单价的双增长、成熟门店及中西部二三线城市门店的销售增长, 背后离不开收购贝尔蒙特扩大市场占有率所带来的销售提升; 销售的增长带动经营活动现金流大幅增长 312%至 2.9 亿, 当期的应收账款也大幅下降 40%至 1.32 亿。

综合毛利率小幅下降, 人工、租赁费用控制良好。 报告期内, 综合毛利率 20.7%, 较上年同期更正业绩数据后的毛利率下降了 0.9pcts, Q2 单季度毛利率 20.6%, 环比 Q1 下降 0.3pcts。毛利率的下降, 从营业模式的角度看, 主要系占营收比例最大的联营模式下的毛利率同比下跌 2.05pcts 至 15.89%; 从业态的角度看, 主要系两大业态 (“百货/购物中心” 和 “奥特莱斯”) 当期的营业成本增速超过其各自收入的增速 1.15pcts/2.91pcts; 从业务区块的角度看, 华北/华中/华南/西南/西北/华东/东北各区域毛利率整体有不同幅度下降。鉴于上半年公司于各大区布局新店 15 家, 其中一部分门店接手于贝尔蒙特, 一部分为新开门店—这些店尚处于转型调整阶段或是新店培育阶段, 要适应后实现完全盈利尚需时日, 前期成本较高在预期范围以内, 后续有望得到进一步改善。

报告期内, 期间费用率 14.0%, 较上年同期更正业绩数据后的期间费用率下降 1.3 个百分点, 主要得益于三大费用增速的良好控制 (+2.7%) 和上半年营收的良好增长 (+12.6%)。其中, 销售费用率/管理费用率各自下降了 0.7pcts/0.3pcts。销售费用率主要得益于人工费和租赁费两项的良好控制, 在当期销售费用增量中占比从 139%/116%下降至 1%/49%; 管理费用率方面, 费用结构变化不大 (仍然以人工费为主导, 占比 70%以上), 但当期费用性税金大幅下降为零以及修理费、水电费等减少拉低了整体管理费用致使管理费用率有所下降, 占比较高的人工费用在绝对增量额度上也有所控制, 从前期

的 5835 万下降至 1736 万。

展店有序，渠道下沉，三大业态齐发力。报告期内，公司新增门店数量 15 家（12 家购物中心/百货，2 家奥莱），其中 Q1 新增 2 家，Q2 新增 13 家；关闭门店 0 家；期末门店数 53 家，经营建筑总面积 248.2 万平米，较年初增加 48.2 万平米。其中，15 家新店里 8 家位于西南大区，公司在该区域的市占率有所提升。公司一季度未完成华中郑州地区两家百货/购物中心开放营业；二季度完成对贝尔蒙特香港有限公司 100% 的股权收购，并取得原春天百货在华北地区、华东地区、东北地区及西南地区的 13 家门店（包含百货、购物中心和奥特莱斯业态，冰以百货业态为主）；同时，公司还推动沈阳赛特奥莱二期扩建项目，启动百子湾地块项目开发，并继续在全国范围推进开发多个购物中心及奥特莱斯新项目。

缩短持股层级，优化治理结构，混改路上又进一步。8 月份，公司拟吸收合并王府井国际，向王府井国际的四大股东（王府井东安、国管中心、信升创卓、福海国盛）发行股份并支付现金。王府井国际母公司层面为持股型公司，本身并不从事具体经营业务，其主要持有的资产为货币资金和对公司的股权投资，因而此交易后，公司的主营业务不受到影响。本次交易前，王府井国际的四大股东分别间接持有王府井 24.8%、1.9%、5.7% 和 5.7% 的股份，通过本次交易变为直接持有，比例不变，减少公司持股的中间层级，进一步提高公司的决策效率、优化公司治理结构。在此基础上，公司上半年重组百货事业部，促进百货业态的专业化；继续完善购物中心和奥特莱斯管理公司的运营管理模式，实行市场化运营，公司后续混改力度有望进一步加强。

盈利预测与评级：公司上半年业绩超预期，单季度继续保持正增长，成功收购贝尔蒙特，扩展业务区域，增强二三线城市的市占率，未来有望通过整合培育接手门店增加营收，逐步提高毛利率。公司于 8 月份吸收合并王府井国际，缩减控股层级，提高决策效率，未来有望进一步享受混改红利。公司当前估值低，仅 16X17PE。

我们预计 2017-2019EPS 分别为 1.03/1.21/1.39 元，维持“买入”评级，目标价 22 元。

风险提示： 新店培育整合速度不及预期，混改进度放缓

■ 盈利预测：

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 17795.1 | 20108.5 | 22119.3 | 24110.1 |
| (+/-%) | 2.7% | 13.0% | 10.0% | 9.0% |
| 净利润(百万元) | 574.8 | 796.7 | 935.9 | 1079.2 |
| (+/-%) | -13.1% | 38.6% | 17.5% | 15.3% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.74 | 1.03 | 1.21 | 1.39 |
| 市盈率(PE) | 22 | 16 | 13 | 12 |

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。