

商业贸易

2017年09月07日

王府井 (600859)

——转型展店推动业绩回暖，简化股权扫清混改障碍

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2017年09月06日

收盘价(元)	16.6
一年内最高/最低(元)	16.85/14.3
市净率	1.3
息率(分红/股价)	2.59
流通A股市值(百万元)	9987
上证指数/深证成指	3385.39/11024.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	12.63
资产负债率%	48.33
总股本/流通A股(百万)	776/602
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(600859)点评：上半年营收同比增长12.6%，归母净利润同比增长23.17%，业绩超预期》2017/08/28

《王府井(600859)点评：一季度营收52.51亿元，“新店+收购店”逐步增厚业绩，维持“增持”评级》2017/05/02

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

研究支持

高瑜 A0230117070012
gaoyu@swsresearch.com

联系人

王昊哲



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司系全国百货龙头，合并母公司实现整体上市，理顺股权结构为混改扫清障碍。**王府井是国内为数不多的涵盖综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市、便利店及电子商务等多业态发展、全国性布局的连锁零售集团之一。公司拟通过向王府井国际的四方股东以发行股份和支付现金作为吸收合并对价，对母公司实施吸收合并，以此简化公司持股层级，优化治理结构，实现整体上市，为后续实施混改扫清障碍。
- **百货+购物中心+奥莱，三大主力业态驱动公司增长。**2017年3月，公司以承接债务和支付现金方式收购贝尔蒙特100%股权，合并春天百货和赛特奥莱共12家门店。收购春天百货迅速填补公司在南方地区的经营空白，与现有网点布局形成良好的互补作用；合并赛特奥莱推动公司奥特莱斯业态方面实现跨越式发展。此外，王府井不断调整门店品类和业态布局，加大营销创新，大力开发新资源，数码类小米体验店、大店类名创优品、儿童体验店哈姆雷斯陆续加盟入驻，KTV、电影院、餐饮等娱乐业态占比不断提升，打造生动、鲜活、充满乐趣的购物环境实现门店客流量的回升。
- **布局社区便利店，打造用户流量平台，发力全渠道建设。**2017年3月，王府井与河南爱便利、北京美邻优品达成战略合作，出资2000万成立合资公司在北京地区发展社区便利店项目。门店采取“便利店+油盐酱醋茶+蔬果肉蛋禽”的经营模式，满足社区居民对便利购物和便民服务的需求，通过提高生鲜占比与本土便利店差异化竞争。公司自2016年底成立全渠道中心，统筹集团各业态的全渠道建设，基于微信服务号搭建用户流量平台，通过微信支付、wifi登陆等多种方式引流，目前平台已接入门店38家，微信商城上线门店33家，实现连带销售收入超过8600万元，网上商场实现营收7733万元，同比上升40%。
- **转型升级推动业绩回暖，自有物业重估构建安全边际。**2017年上半年，公司收入利润增长加速，营收同比增长12.6%，归母净利润同比增加23.2%。三大业态中，奥特莱斯营业同比增加53.69%，为收入增长主力。公司通过不断减员降费、组织架构改革、开展降租谈判、提质增效等多重手段，有效控制期间费用，上半年销售+管理费用率同比下降1.04%，经营管理效率有所提高。此外，公司账面现金充足，自有物业质优价高，重估价值约500亿元，溢价超过450亿元，为当前股价提供充足的安全边际。
- **维持盈利预测，维持增持评级。**预计公司2017-2019年实现归母净利润分别为8.1亿元、9.2亿元、10.8亿元，同比增长40.1%、14.6%、17.4%，EPS分别为1.04元、1.19元、1.40元，对应PE分别为16、14、12倍。我们采用可比公司估值法，选取同行业百货类上市公司，未来两年的动态PE水平为23倍、20倍，与同行业公司相比，王府井具有较大的估值优势。此外王府井当前PB仅1.3倍，公司当前估值处于较低水平，股价有上涨空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**项目培育期拉长，在建项目不能按期完工，门店扩张不达预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,795	12,806	20,482	23,626	26,358
同比增长率(%)	2.70	12.60	15.10	15.30	11.60
净利润(百万元)	575	509	805	923	1,084
同比增长率(%)	-13.07	23.17	40.10	14.60	17.40
每股收益(元/股)	0.74	0.66	1.04	1.19	1.40
毛利率(%)	21.4	20.7	19.9	20.1	20.5
ROE(%)	5.5	5.2	7.2	7.6	8.2
市盈率	22		16	14	12

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

投资案件

投资评级与估值

公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04 元、1.19 元、1.40 元，对应 PE 分别为 16、14、12 倍。我们采用可比公司估值法，选取同行业百货类上市公司，未来两年的动态 PE 水平为 23 倍、20 倍，与同行业公司相比，王府井具有较大的估值优势。此外，王府井当前 PB 仅 1.3 倍，公司当前估值处于较低水平，股价有上涨空间，维持“增持”评级。

关键假设点

(1) 各区域收入增速：华中、西南地区新店、次新店较多，随着门店逐步结束培育期，收入增速将逐年提高；东北、华南地区储备门店项目将于 2017-2018 年陆续开业，将在随后几年逐步贡献收入。

(2) 各区域毛利率水平：近 3 年新开门店培育期结束，陆续扭亏为盈，毛利率将出现明显提高。

有别于大众的认识

市场可能认为王府井是一家老牌国企，存在着体制僵化、决策迟缓、模式单一、缺乏活力等国企通病，虽处于估值低位但未来增长潜力有限，缺乏成长空间。

我们认为，一方面此次王府井对母公司王府井国际实施吸收合并，将简化王府井持股层级，减少国有资产出资主体与上市公司之间的决策层级，优化上市公司治理结构，提高管理决策效率，并且在当前国改大背景下，公司存在混改深化的预期，经营效率有进一步提升空间。另一方面，公司 2014 年以来不断进行业态调整、转型升级，在经营业绩上已初见成效，2017 年上半年，公司收入利润增长加速，营收 128.06 亿，同比增长 12.6%，归母净利润 5.09 亿，同比增加 23.2%。三大业态中，公司重点发展的奥特莱斯营业收入 16.13 亿，同比增加 53.69%，已成为收入增长的主力。

2010-2016 年间，零售行业在电商冲击下受到显著挤压，业绩呈现长期低迷，行业销售收入增长率、归母净利润增长率均持续下滑，在 2015 年甚至出现了负增长。零售行业整体哀鸿遍野的大背景下，市场可能认为行业公司业绩仍存下行空间、尚无触底反弹迹象，故而持有徘徊观望态度。

我们认为，线上渠道经过多年的高速增长，已面临着流量红利减弱后的增速放缓趋势，增速已从 100+% 的高点回落至 26%，未来预计仍将出现进一步下滑，对实体零售的周期性影响正在见顶回落。随着“新零售”概念的提出，各大线上平台开始不断向线下拓展，这充分说明过去纯线上的电商发展模式已经遇到了瓶颈、线上巨头正在主动与线下实体零售实现融合，线上线下竞争格局已逐步趋于动态平衡。从经营情况看，王府井在行业低迷期仍持续展店，并且坪效和人效均维持在行业较高水平，上半年收入利润加速增长，较去年同期都出现明显好转。随着公司储备项目的陆续开业和新店、次新店逐渐结束培育期，公司经营业绩将得到持续增厚，我们对公司未来前景持乐观积极态度。

股价表现的催化剂

国企改革出现实质性进展，公司业绩持续超预期

核心假设风险

项目培育期拉长，在建项目不能按期完工，门店扩张不达预期

目录

1. 全国性百货龙头，国企改革加速推进	7
1.1 品牌深耕行业多年，多类业态齐头并进	7
1.2 零售网络全国布局，门店梯次结构合理	8
1.3 吸收合并母公司，简化股权混改可期	9
2. 百货+购物中心+奥莱，三大业态驱动增长	11
2.1 收购春天百货，完善公司全国化布局	11
2.2 传统门店转型升级，体验业态占比提高	12
2.3 合并赛特奥莱，加码奥莱增厚公司业绩	13
3. 发力新零售，布局便利店，打通全渠道	15
3.1 与爱便利合作，布局社区便利店	15
3.2 构建全渠道中心，打造用户流量平台	17
4. 转型推动业绩回暖，自有物业有望重估	18
4.1 老店老区经营稳健，新店新区助力增长	18
4.2 经营效益行业领先，盈利能力逐步改善	20
4.3 股价安全边际充足，自有物业价值亟待重估	21
5. 盈利预测与估值	22

图表目录

图 1: 王府井近五年营业收入及增速	7
图 2: 王府井近五年归母净利润及增速	7
图 3: 王府井集团发展历程	7
图 4: 王府井门店分布图	8
图 5: 王府井近年门店数量增速	9
图 6: 王府井门店店龄结构	9
图 7: 吸收合并前王府井股权结构	10
图 8: 吸收合并后王府井股权结构	11
图 9: 贝尔蒙特近三年营业收入(亿元)	11
图 10: 贝尔蒙特近三年及预测净利润(亿元)	11
图 11: 北京双安商场	13
图 12: 长沙王府井百货	13
图 13: 洛阳王府井百货	13
图 14: 西安熙地港 CITYON	13
图 15: 北京赛特奥莱	15
图 16: 沈阳赛特奥莱	15
图 17: 王府井奥莱业务占比 12.6%	15
图 18: 便利店销售额占实体零售额比重不断上升	16
图 19: 便利店销售额增速亮眼	16
图 20: 王府井与爱便利达成战略合作	16
图 21: 王府井爱便利经营 200 多种生鲜品类	16
图 22: 王府井全渠道建设过程	17
图 23: 王府井全渠道场景闭环	18
图 24: 王府井网上商城	18
图 25: 王府井分地区地区营收占比	19
图 26: 王府井 2016 年地区营业面积占比	19
图 27: 王府井 2016 年分地区坪效(万元)	20
图 28: 王府井 2016 年分地区毛利率	20

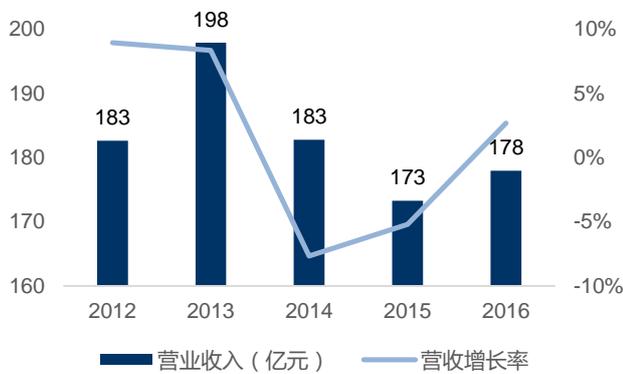
图 29: 2016 年王府井坪效、人效领先于可比公司	20
图 30: 王府井毛利率逐渐上升.....	20
图 31: 王府井 2017H1 管理费用率有所下降	21
图 32: 王府井 2017H1 销售费用率有所下降	21
表 1: 王府井储备项目情况	9
表 2: 北京市最近出台的有关国企改革文件.....	10
表 3: 春天百货门店经营情况.....	12
表 4: 2016 年北京赛特奥莱排名第 6、沈阳 19.....	14
表 5: 2016 年对公司净利润影响 10%以上的门店	18
表 6: 2015-2017H1 年公司新开门店情况.....	19
表 7: 王府井现有物业情况	21

1. 全国性百货龙头，国企改革加速推进

1.1 品牌深耕行业多年，多类业态齐头并进

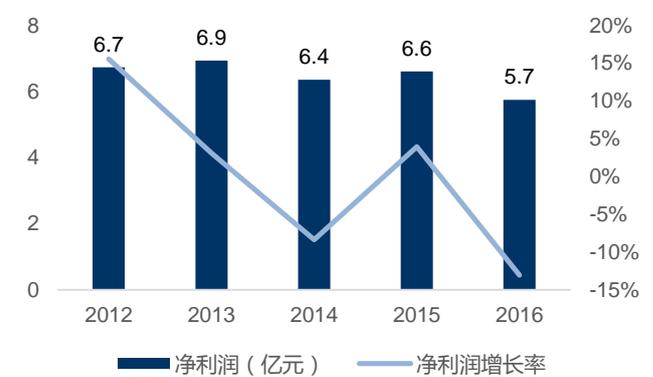
公司系全国性百货龙头，多年深耕积累品牌优势。王府井前身是创立于1955年的“新中国第一店”北京市百货大楼，1993年完成改制，并于次年在上交所挂牌上市。公司实力雄厚，在全国范围内享有很高的知名度，现已成为国内为数不多的涵盖综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市、便利店及电子商务等多业态发展、全国性布局的连锁零售集团之一。公司多年来处于百货行业领先地位，根据中国连锁经营协会数据，2016年中国主要百货连锁企业销售收入王府井荣登榜首，2016年营收规模达到178亿元，归母净利润5.8亿元。

图 1：王府井近五年营业收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：王府井近五年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：王府井集团发展历程



资料来源：公司官网、申万宏源研究

业态不断调整，结构体系完善。随着人们消费习惯的转变，曾经风光无限的百货业步履维艰，百货公司陷入关店、转型、卖壳的泥沼，行业处于变革的十字路口。为适应新的经济环境及消费者的购物习惯，公司不断调整业态、积极转型。2014 年公司将业态发展重点由百货经营模式转为购物中心和奥特莱斯，并在 14、15 年调整、关闭了一些亏损百货门店，于 15 年开出 4 家购物中心、2 家奥莱，16 年新开 3 家购物中心、3 家奥莱。2016 年初，公司发布定增方案，加码购物中心项目和全渠道建设，同时公司名称更为王府井集团股份有限公司，反映公司全业态发展的雄心；2017 年 3 月，公司收购贝尔蒙特，奥特莱斯业态有了巨大突破；与此同时，王府井开始布局便利店，并在短短四个月中开出 100 多家门店。公司目前三大主力业态为传统百货、购物中心、奥特莱斯，另有超市、便利店等业态处于快速发展中。

1.2 零售网络全国布局，门店梯次结构合理

近年来门店加速扩张，区域布局逐步完善。公司近年来开店速度明显提升，进入快速展店时期，零售网络已覆盖华南、西南、华中、西北、华北、东北、华东七大经济区域，19 个省、市、自治区，29 个城市。截止 2017 年 6 月，公司在全国范围内共运营 53 家门店（包含贝尔蒙特旗下购物中心 10 家、奥特莱斯 2 家），总建筑面积为 248.2 万平方米，门店大多分布于一线城市及省会城市，初步构建了由点及面的零售网络布局，其中北京百货大楼、双安商场、成都王府井、长沙王府井、西宁王府井、太原王府井、洛阳王府井、包头王府井等门店在当地市场占据领导地位，构筑了公司坚实的业绩平台，而快速发展的购物中心、奥特莱斯及便利店业态为公司未来的业绩增长添加动力。

图 4：王府井门店分布图



资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

门店梯次结构合理，新店逐步成熟提升公司盈利水平。公司 2015 年新开门店 6 家（含 2 家百货门店转型城市奥莱），2016 年新开门店 7 家，2017 年上半年新开门店 3 家，现有门店中，店龄在 0-3 年的门店占比高达 30%。百货、购物中心门店培育期一般在 3-4 年，随

着新店及次新店的逐步成熟，公司收入利润水平将进一步提升。此外，公司拥有 5 个储备项目，哈尔滨群力文化广场二期购物中心、南昌王府井购物中心计划今年开业，另有佛山、长春、贵阳项目处于建设之中，储备门店助力公司未来增长。

图 5：王府井近年门店数量增速

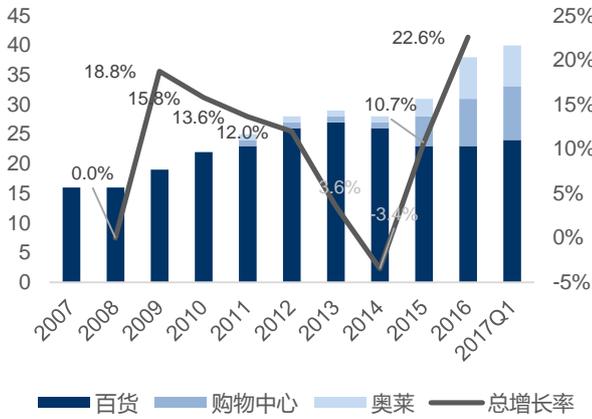
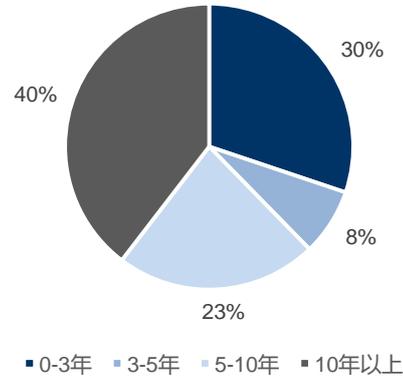


图 6：王府井门店店龄结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：王府井储备项目情况

储备项目	业态	建筑面积 (万平米)	物业性质	持股	投资金额 (亿 元)	预计开业时间
哈尔滨群力文化广场二期购物中心	购物中心	10.56	自有	51%	3	2017
南昌王府井购物中心	购物中心	15	租赁	100%	3.03	2017
佛山王府井购物中心	购物中心	22.4	租赁	50%	5.4	2018
长春远洋奥特莱斯	奥特莱斯	10	自有	60%	4.08	2018
贵阳观山湖区金融城项目商业物业	购物中心	13	自有	75%	9	2019

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 吸收合并母公司，简化股权混改可期

十九大召开在即，国企改革推进加快。自 2015 年《关于深化国有企业改革的指导意见》出台，有关国改的声音从未中断。今年 6 月 2 日，国务院国资委召开国企改革吹风会，从公司制混合所有制改革，国有资本投资、运营公司试点，央企兼并重组，公司法人治理结构，国资委职能转变等多方面总结了最新工作进展。6 月份以来，国企改革推进明显加快。从前期国资委、发改委国企改革发力到中央全面深化改革领导小组会议强调国企改革进程，政策面提速迹象已非常明显。8 月份的联通混改被称为力度最大的国企混改，也将上半年的国改推向高潮。下半年国企改革尤其是混改有望实现新突破。

随着顶层设计完善，地方性国企改革也如火如荼的进行着，深圳、上海、北京等一线城市及多家省市相继出台相关方针意见。今年年初，北京市出台了《北京市人民政府关于改革和完善国有资产管理体制的实施意见》，提出将加快培育形成具有核心竞争力的大企业集团和优势产业集群，并加强企业内部的资源整合和企业之间的专业化整合，大力减少企业管理层级。此外，市人民政府、市国资委等还相继出台了《北京市剥离国有企业办社

会职能和解决历史遗留问题实施方案》、《关于贯彻落实〈企业国有资产交易监督管理办法〉的意见》等相关方案意见，国企改革有序推进。

表 2：北京市最近出台的有关国企改革文件

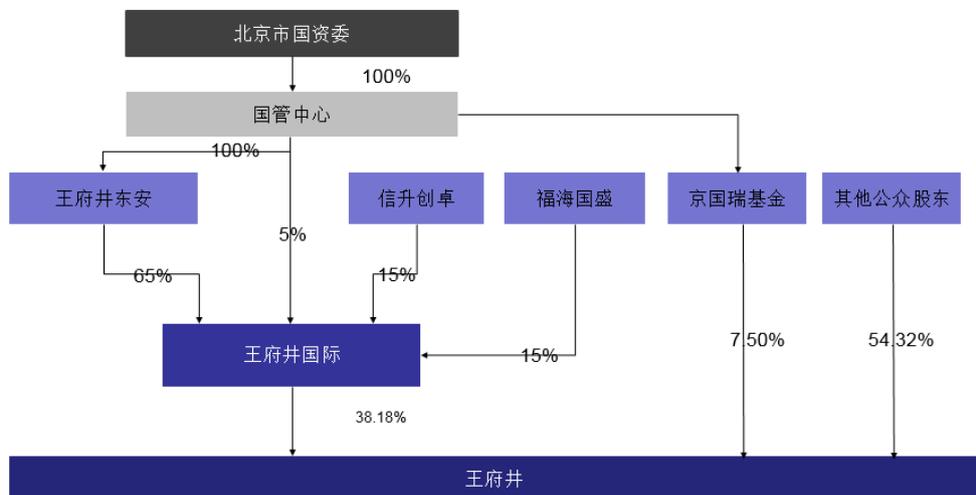
文件	发布时间	主要内容
《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》	2016/12	明确了员工持股及其管理的十项主要内容，从员工范围、出资来源、出资方式、入股价格、持股比例、持股方式、收益和损失、流转和退出、股权管理主体和股权管理方式等十个方面进行了详细的规定。
《北京市人民政府关于改革和完善国有资产管理体制的实施意见》	2017/1	明确按照政企分开、政资分开、所有权与经营权分离的要求，不断增强国有经济活力、控制力、影响力和抗风险能力，提高国有资本配置和运营效率等
《关于贯彻落实〈企业国有资产交易监督管理办法〉的意见》	2017/5	将企业增资和资产转让行为纳入国有资产交易监管范围，规范了各类国有资产交易的审批权限和操作流程，促进以“管资本”为主的监管方式转变。

资料来源：北京市国资委，申万宏源研究

国企改革重要收益标的，混改进一步深化可期。2017年8月19日王府井发布公告，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，吸收合并的对价 43 亿元。合并之前，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，交易完成后变为直接持有，持股比例保持不变。交易完成后，公司实际控制人未发生变化，仍为北京国资委，持股比例 34.23%。本次交易通过吸收合并的方式简化王府井持股层级，实现王府井国际的四方股东王府井东安、国管中心、福海国盛和信升创卓直接持有上市公司的股份，从而进一步减少国有资产出资主体与上市公司之间的决策层级，优化上市公司治理结构。

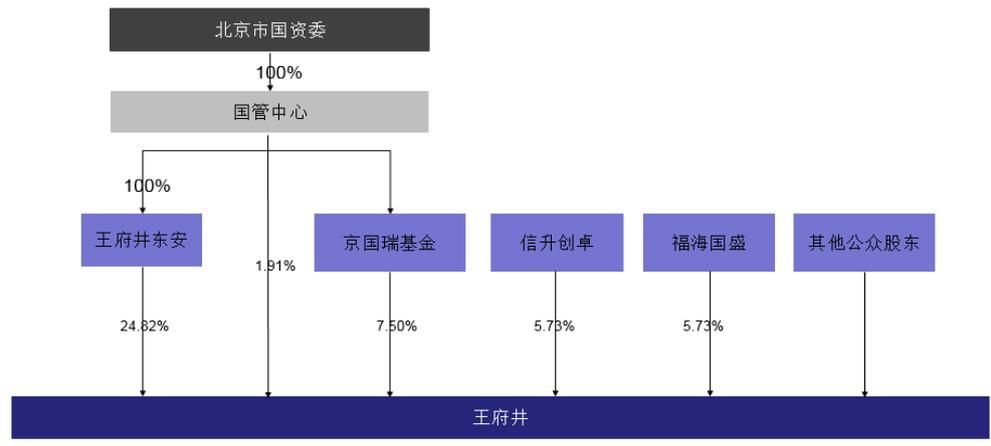
此次重组是在国有企业深化改革的大背景下，贯彻落实各管理部门国企改革思想的重要举措。下一步国改工作中混改是重点，混改路径主要有三种，一是资产证券化，二是通过增资扩股、转让等方式与民资混合，三是国企内部的员工持股。王府井旗下子公司春天百货已部分实现管理层持股，且有管理层持股的贵阳门店盈利能力最强，未来混改继续深化可期，王府井经营效率、盈利能力等仍有较大提升空间。

图 7：吸收合并前王府井股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8: 吸收合并后王府井股权结构



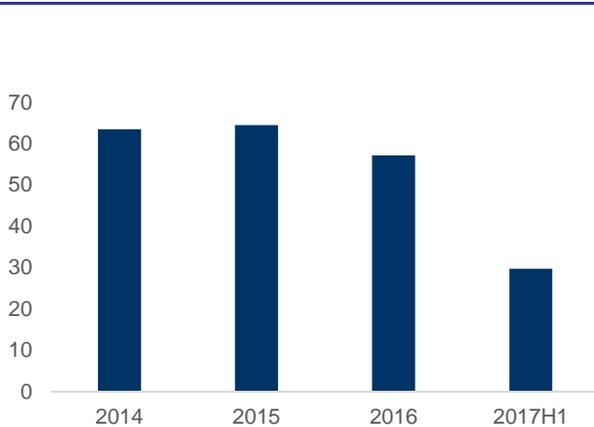
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2. 百货+购物中心+奥莱, 三大业态驱动增长

2.1 收购春天百货, 完善公司全国化布局

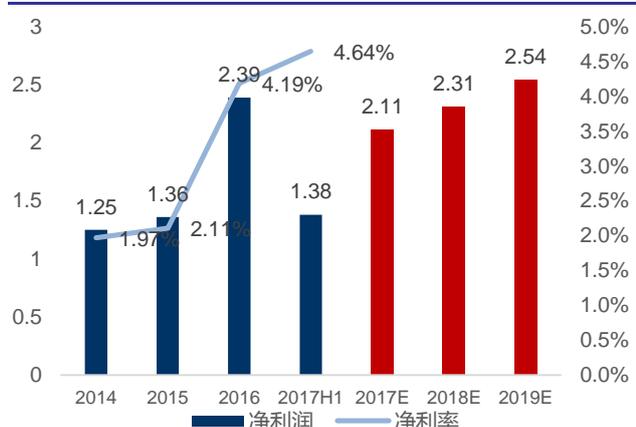
公司以承接债务和支付现金方式收购贝尔蒙特 100% 股权。2017 年 3 月 16 日, 王府井与控股股东王府井国际签订股权转让协议, 以承接债务和支付现金相结合的方式收购王府井国际持有的贝尔蒙特香港有限公司 100% 股权, 交易价格为 51.23 亿元。贝尔蒙特近三年营业收入分别 63.5 亿元、64.5 亿、57.1 亿元, 2016 年由于贝尔蒙特公司剥离了 7 家亏损子公司(厦门世贸巴黎春天百货有限公司、太原巴黎春天百货有限公司、陕西赛特国贸有限公司、青岛中山巴黎春天百货有限公司、青岛四季春天广场有限公司、丝辉商贸(厦门)有限公司、西安世纪长安物业投资管理有限公司), 转让 7 家子公司全部股权至北京王府井东安春天商业管理有限公司, 营收减少的同时净利润大幅增加, 净利率也从 15 年的 2.11% 增加到 16 年的 4.19%。2017 年上半年, 贝尔蒙特实现净利润 1.38 亿, 同比增加 88.44%, 占王府井净利润总额的 27.11%, 公司承诺未来三年利润分别为 2.11、2.31、2.54 亿元, 新增净利润将显著增厚公司业绩。

图 9: 贝尔蒙特近三年营业收入(亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 贝尔蒙特近三年及预测净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

春天百货与现有门店形成互补，助力公司加快南方布局。 贝尔蒙特旗下的春天百货共有 10 家门店并入公司，从区域分布来看，王府井的门店主要位于北方市场，而春天百货的网点分布于厦门、贵阳、遵义、六盘水等王府井尚未进驻的南方城市，且经过多年培育在这些区域已具有较高的知名度。收购春天百货后，公司能够迅速填补在南方地区的经营空白，与现有网点布局形成良好的互补作用，进一步提升王府井品牌在全国零售市场的影响力，也为公司进一步开拓南方市场打下基础。此外，春天百货在杭州、贵阳、厦门等地有储备项目，春天百货的土地储备为王府井百货增加资产持有提供助力，而王府井的实力也能缓解春天百货的资金压力。

表 3：春天百货门店经营情况

序号	门店名称	经营业态	开业时间	所在省份	经营面积 (m2)
1	北京赛特店	百货	1992.12	北京	23,104
2	厦门中山店	百货	1998.12	福建	20,137
3	厦门嘉禾店	百货	1998.12	福建	11,450
4	贵阳国贸店	百货	2002.9	贵州	13,400
5	遵义国贸店	百货	2003.9	贵州	30,000
6	贵州国晨店	百货	2005.11	贵州	8,900
7	贵阳南国花锦店	百货	2008.1	贵州	17,000
8	六盘水国贸店	百货	2008.1	贵州	8,000
9	TPMALL 国贸店	百货	2011.9	贵州	21,000
10	逸天城店	百货	2014.9	贵州	40,000
合计	-	-	-	-	285,991

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2.2 传统门店转型升级，体验业态占比提高

百货加强场景式、体验式消费，回归零售服务本质。 我国零售行业的发展随着经济水平的提高不断演进，在物质匮乏、居民消费能力较低的阶段，零售的核心在于商品品类的丰富性，企业的竞争优势在于拥有优质的物业资源，丰富的商品叠加良好的地理位置将为门店带来源源不断的客流。随着电商的繁荣发展、居民消费方式的改变，零售企业聚客的核心能力也出现了变化，与电商差异化竞争、吸引客流量的重点变为提高顾客的购物体验。

门店品牌组合逐步调整，不断增加体验业态。 王府井不断加大营销创新，经营重点从价格拉动到价值提升，从商品齐全到场景体验，从商品销售到消费服务等进行了一系列转变，努力引流增效，大力开发新资源，数码类小米体验店、大店类名创优品、儿童体验店 哈姆雷斯陆续加盟入驻，KTV、电影院、餐饮等娱乐业态占比不断提升，为打造生动、鲜活、充满乐趣的购物方式提供重要的资源保障。北京双安商场店大量引入自有品牌，转型服务周边的大学老师和学生；长沙王府井百货将商场一层打造成了潮牌层，引入大量潮牌；王府井百货大楼总店在五层开辟一个美容专区，专门给一层的化妆品品牌开设了一个个小房子，服务于 VIP 用户的试用、体验；洛阳王府井百货引入小米体验店引爆客流，16 年的销售额高达 1 个亿。2016 年 4 月份开业的熙地港西安购物中心更是充分体现了公司经营思路的转变。熙地港（西安）购物中心是由公司与美国知名零售

地产开发商及运营商塔博曼公司共同为西安消费者打造的具有国际一流品质的区域型一站式购物中心，该项目主力店西安王府井百货是公司打造的首家主题百货商店，融合了快时尚、轻奢、亲子、教育和美食等多种业态，丰富的品类组合为消费者带来了独特的多元化休闲娱乐消费体验。

图 11：北京双安商场



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 12：长沙王府井百货



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 13：洛阳王府井百货



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 14：西安熙地港 CITYON



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.3 合并赛特奥莱，加码奥莱增厚公司业绩

依托公司品牌资源加码奥莱业务，丰富公司现有业态。受经济发展速度放缓、电商冲击等因素的影响，传统百货经营状况不尽如人意，奥特莱斯业态进入快速发展期。公司自 2014 年开始逐步大力发展奥特莱斯业态，2015 年将呼和浩特王府井店、重庆王府井解放碑店改造为城市奥特莱斯，2016 年新开银川王府井奥莱、王府井赛特奥莱临潼店、王府井赛特奥莱机场店共 3 家奥特莱斯。根据商业地产服务商 RET 的研究报告，品牌组合、建筑设计、集团资源是影响奥特莱斯经营差异的三大根本因素，而百货与奥特莱斯在品牌资源、区域资源、集团资源等方面具有很强的互补性和协同性，百货的资源优势在于拥有众多的品牌合作方，这使得百货公司背景的奥特莱斯拥有更多的品牌资源、更低的经营层本、更

高的货源折扣。目前国内销售规模排名前十的奥莱项目中，拥有百货公司背景的奥特莱斯占比高达 60%。

合并赛特奥莱，实现奥莱跨越式发展。王府井旗下拥有呼和浩特王府井奥莱、南宁王府井奥莱、以及新开的银川王府井奥莱、王府井赛特奥莱临潼店、王府井赛特奥莱机场店共 5 家奥莱门店，总经营面积 28.5 万平方米。贝尔蒙特旗下的赛特奥特莱斯在国内奥特莱斯业态领域居于前列，北京赛特奥莱 2009 年开业，经营面积 4 万平方米，2016 年营收 20.5 亿元，全国奥莱排名第 6；沈阳赛特奥莱 2012 年开业，经营面积 5.3 万平方米，2016 年销售收入 7 亿元，排名第 19，门店成长性较好，自 2012 年开业以来每年维持 30% 以上的销售收入增速。合并赛特奥莱后，公司实现奥特莱斯业态方面的跨越式发展，进一步提升持续盈利能力。此外，王府井与赛特奥莱在经营业态、品牌资源、区域资源、经营管理等方面可以产生较高的协同效益，合并后公司市占率进一步提高，经营规模优势、商业资源优势、渠道优势和品牌优势更加显著，市场地位、议价能力也将随之提升，在销售商品的品牌规划和布局方面掌握更大的主动权。

表 4：2016 年北京赛特奥莱排名第 6、沈阳 19

排名	项目名称	地区	城市	开业时间	商业面积 (万平方米)	2016 年销售额 (亿元人民币)
30 亿规模	1 百联奥特莱斯	华东	上海	2006/4/28	6.8	43.17
	佛罗伦萨小镇·京津名品奥特莱斯	华北	天津	2011/6/9	4.87	36
	2 北京燕莎奥特莱斯购物中心	华北	北京	2002/12/28	10	36
20 亿规模	3 沈阳兴隆大奥莱	东北	沈阳	2013/4/11	12.5	23.1
	4 时代·奥特莱斯·成都	西南	成都	2009/12/18	4.4	22
	5 重庆西部奥特莱斯广场	西南	重庆	2008/9/20	5	21
	6 北京赛特奥莱	华北	北京	2009/7/25	4	20.5
	7 武汉百联奥特莱斯主题公园	华中	武汉	2012/1/12	5.7	19.3
	杉井奥特莱斯广场-宁波	华东	宁波	2011/9/23	4	19.3
	8 北京首创奥特莱斯	华北	北京	2013/5/1	6.2	18
10 亿规模	9 百联奥特莱斯广场（杭州·下沙）	华东	杭州	2010/9/21	4.9	17.2
	10 北京八达岭奥莱	华北	北京	2015/10/1	3.5	14.8
	11 佛罗伦萨小镇·上海名品奥特莱斯	华东	上海	2015/1/21	5.5	14
	长沙友阿奥特莱斯购物公园	华中	长沙	2011/1/23	6	14
	12 万宁首创奥特莱斯	华南	万宁	2014/6/1	10	12.3
	13 百联奥特莱斯广场（江苏·无锡）	华东	无锡	2013/6/29	8	12.138
	14 南京金鹰奥莱城	华东	南京	2011/4/15	3.2	12
	15 广州海印又一城奥特莱斯	华南	广州	2012/4/29	6	9.8
	16 长春欧亚奥特莱斯	东北	长春	2009/8/14	5.7	9.26
	17 杉杉奥特莱斯广场·哈尔滨	华东	哈尔滨	2015/9/24	6	8.5
18	上海米格天地奥莱	华北	上海	2013/1/18	6	8.5
	北京斯普瑞奥特莱斯	华东	北京	2011/6/5	6.5	8.2
	砂之船（南京）奥莱	华东	南京	2015/9/19	7.8	8.2
	19 沈阳赛特奥莱	东北	沈阳	2012/8/4	5.3	7
20 奕欧来苏州购物村	华东	苏州	2014/5/15	3.2	6.5	

资料来源：赢商网、申万宏源研究

图 15: 北京赛特奥莱



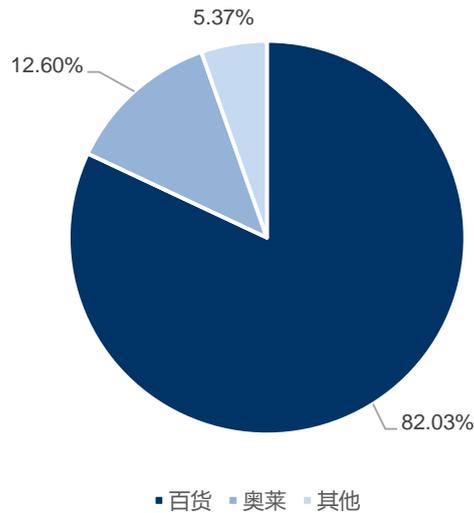
资料来源：搜狐网，申万宏源研究

图 16: 沈阳赛特奥莱



资料来源：搜狐网，申万宏源研究

图 17: 王府井奥莱业务占比 12.6%



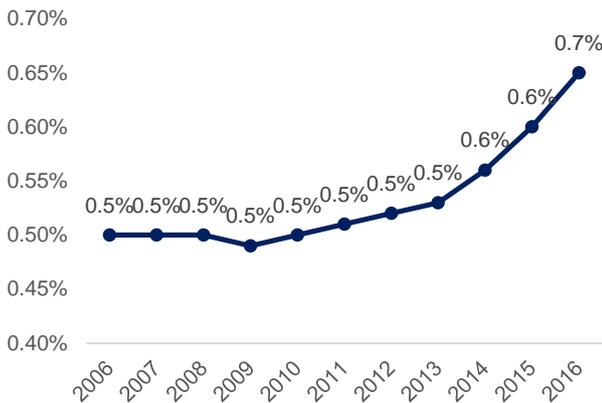
资料来源：公司公告、申万宏源研究

3. 发力新零售，布局便利店，打通全渠道

3.1 与爱便利合作，布局社区便利店

行业景气低迷，便利店成线下零售新风口。2016 年我国人均 GDP 为 8113 美元，根据国际历史经验，目前我国处于便利店的快速导入时期。Euromonitor 数据显示，自 2013 年起中国便利店销售额占实体零售额的比重加速上升，从 13 年的 0.52% 一路增长至 2016 年 0.65%。与此同时，便利店整体销售额快速增加，根据中国连锁经营协会，2016 年便利店销售额突破 1300 亿元，同比增长 13%，销售额增速自 2011 年起超越百货和超市增速，且增速差距不断拉大。

图 18: 便利店销售额占实体零售额比重不断上升



资料来源: euromonitor、申万宏源研究

图 19: 便利店销售额增速亮眼



资料来源: euromonitor、申万宏源研究

与爱便利达成战略合作，布局社区便利店。公司早在 2005 年就出资 7369 万元收购了柒一拾壹(北京)有限公司 25% 的股权，以高起点的方式进入便利店业态，16 年 8 月又对其增资 1,500 万元以维持股权比例，公司对便利店业务的发展信心可见一斑。2017 年 3 月，王府井与河南爱便利、北京美邻优品达成战略合作，出资 2000 万成立合资公司在北京地区发展社区便利店项目，持股比例 40%。爱便利成立于 2012 年，初期是为传统便利店提供订货、配送服务，后期通过加盟方式成立了线下门店，目前拥有 1500 余家门店，其中郑州地区用不到 3 年的时间开拓了 500 多家门店，2016 年实现销售额 6 亿元。双方通过战略合作相互借力，王府井优质的供应商和品牌资源有助于爱便利降低商品采购成本，爱便利整合上游供应链、拓展管理加盟门店的能力也将助力王府井的便利店业务迅速开展。

增加生鲜占比，与本土便利店进行差异化竞争。王府井爱便利品牌定位于社区便利店，采取“便利店+油盐酱醋茶+蔬果肉蛋禽”的经营模式，满足社区居民对刚需、高频、及时、便利购物和便民服务的需求，提供更多的生鲜产品是其与好邻居、全时等本土便利店差异化竞争的重要举措。目前门店生鲜产品品种达 200 多个，占店内总品类的 1/6，同时提供充电、充值、打气筒、医药箱、租借雨伞等便民服务。

图 20: 王府井与爱便利达成战略合作



资料来源: 公司官网、申万宏源研究

图 21: 王府井爱便利经营 200 多种生鲜品类



资料来源: 公司官网、申万宏源研究

采用加盟方式快速扩张，填补北方市场空白。王府井爱便利主要采取加盟模式，目前不仅不收取加盟费，在店铺翻牌重装期间还会以进货返利的方式予以补贴，以实现门店的快速扩张。目前我国便利店市场南北发展差异显著，北方市场存在空白，不如南方市场发展成熟，故王府井爱便利目前专攻北京地区，通过密集展店形成规模优势。截至 2017 年 6 月，北京地区已开设 120 多家便利店，预计年底开出 300 家便利店，到 2018 年底超过 1000 家。

3.2 构建全渠道中心，打造用户流量平台

成立全渠道管理中心，统筹各业态全渠道建设。王府井早在 2012 年就组建了一支电商团队，成立独立的电商公司，上线官方商城，开展自营、海淘等业务，并试行线下门店发货，是国内最早一批拥抱电商的传统零售企业。经过不断的摸索尝试，王府井开始从内部组织架构入手，重新定位门店和电商的关系。2014 年，公司提出全渠道发展战略，并将全渠道建设作为基础性工作，全面开启第三次创业。目前公司已构建了前中后台三个 IT 架构，成立了独立的大数据中心，初步形成了一个完整闭环，整合线上线下商品资源和顾客资源。2016 年 11 月，公司合并原有市场部、电商公司和全渠道项目组，成立全渠道中心，直接上升为总部机构，统筹集团各业态的全渠道建设。

图 22：王府井全渠道建设过程

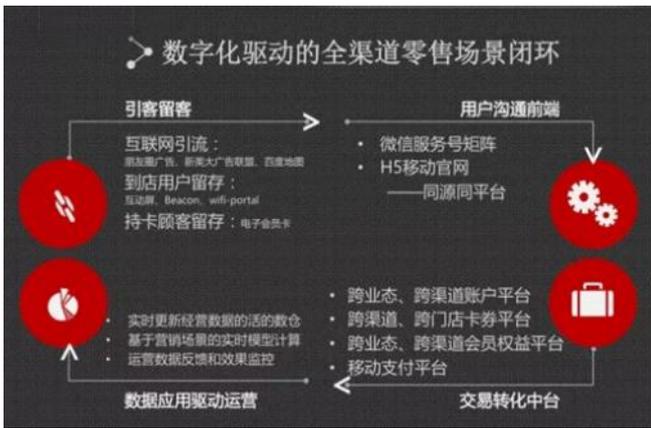


资料来源：亿邦动力网，申万宏源研究整理

搭建移动端用户流量平台，全渠道布局效果初显。公司全渠道中心包括 6 个部分，4 个核心业务模块分别为用户运营、移动平台运营、商品运营、仓储物流运营，其核心任务是搭建移动端的用户流量平台，进行存量用户的上线和互联网用户的引流，然后将流量转

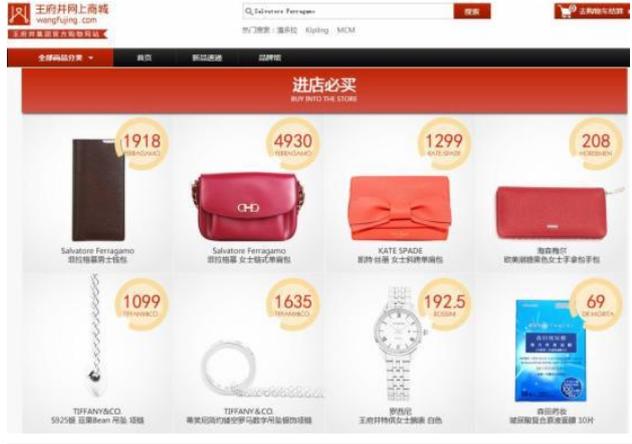
化成到店消费或线上直接消费。鉴于 APP 过高的搭建和流量成本，公司目前没有开发独立的 APP，而是基于微信服务号搭建了一套门店移动管理系统，通过微信支付、wifi 登陆等多种方式引流。截至 2017 年 6 月 30 日，公司微信平台已完成接入 38 家门店，累计粉丝达到 153 万人，微信商城上线门店达到 33 家，实现连带销售收入超过 8600 万元，王府井网上商城实现营业收入 7733 万元，同比上升 40%。

图 23：王府井全渠道场景闭环



资料来源：电子商务中心，申万宏源研究

图 24：王府井网上商城



资料来源：亿邦动力网、申万宏源研究

4. 转型推动业绩回暖，自有物业有望重估

4.1 老店老区经营稳健，新店新区助力增长

老店构建业绩基础，新店提供增长空间。公司现有门店中，对净利润影响超过 10% 的门店基本上公司的王牌老店，包括北京双安商场、成都王府井、长沙王府井、西宁王府井以及福州王府井，这些门店大都开店较早，在当地市场有很高的知名度，占据领导地位，构筑了公司坚实的业绩基础，保障公司经营稳健。占比高达 30% 的新店、次新店目前大多处于培育期，这些门店为公司未来业绩增长提供充足的空间。王府井未来展店方向为现有区域的门店加密，密集展店形成的规模优势有助于缩短新项目培育期，推动公司收入利润加速增长。

表 5：2016 年对公司净利润影响 10% 以上的门店

店名	开业时间	营业收入(百万 元)	同比	利润总额 (百万元)	同比	净利润(百万 元)	同比
北京双安商场	1994	1665	-7.17	104.61	-13.18	77.29	-14.08
成都王府井	1999	6143	-2.95	560.56	-3.7	415.63	-4.11
长沙王府井	2004	1167.3	-2.95	106.3	3.47	79.65	3.64
西宁王府井	一店 2006, 二店 2013	1633.3	-1.13	93.95	-22.1	60.67	-32.87
福州王府井	2012	279.3	-11.61	77.56	138.99	77.56	-

资料来源：公司公告、申万宏源研究

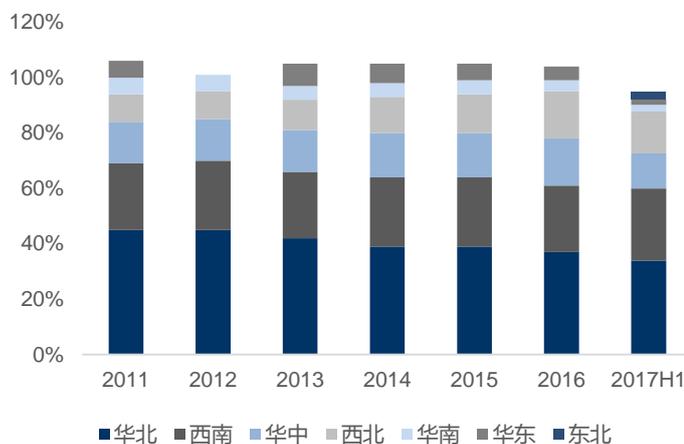
表 6：2015-2017H1 年公司新开门店情况

店名	开业时间	净利润(百万元)	
		2015	2016
洛阳王府井购物中心	2015 年 5 月	-7.18	5.75
乐山王府井购物中心	2015 年 9 月	-7.62	5.96
长沙王府井购物中心	2015 年 12 月	-7.69	-3.77
北京右安门王府井购物中心	2015 年 12 月	-	-
银川王府井购物中心	2016 年 2 月	-	25.28
熙地港（西安）购物中心	2016 年 4 月	-	-124.67
西安王府井百货	2016 年 4 月	-	-29.4
银川王府井奥莱	2016 年 10 月	-	-2.58
南充王府井购物中心	2016 年 12 月	-	-
王府井赛特奥莱临潼店	2016 年 12 月	-	-
王府井赛特奥莱机场店	2016 年 12 月	-	-
郑州熙地港购物中心	2017 年 3 月	-	-
郑州王府井百货熙地港店	2017 年 3 月	-	-
贵阳国贸凯里购物中心	2017 年 3 月	-	-

资料来源：公司公告、申万宏源研究

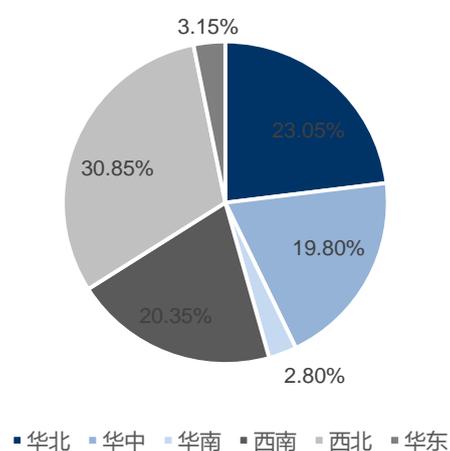
华北西南为营收主力，华东华南改善空间大。2016 年华北地区 62.73 亿，占总收入比例的 35%，西南地区营收 40.76 亿，占比 23%，华北和西南地区是公司经营的成熟区域，为公司贡献近 60%的收入，为目前的营收主力；华中、西北、华南、华东地区占比分别为 16%、16%、4%、1%，仍有很大发展空间。从坪效来看，2016 年公司整体坪效为 1.65 万元/平/年，西南地区坪效最高，达 2.34 万元；华东、华中地区坪效最低，分别为 0.56 万元和 1.06 万元。从毛利率来看，公司整体毛利率 17.92%，西南、华北两个成熟区域毛利最高，分别为 19.31%和 18.84%；华东地区毛利最低，只有 11.31%。公司目前华南地区只有广州王府井和南宁王府井 2 家门店，华东地区除 Belmont 旗下 2 家春天百货外只有福州王府井 1 家门店，区域存量门店少，市场竞争激烈，无论坪效还是毛利率都处于六大区中最低，未来有较大改善空间。

图 25：王府井分地区地区营收占比



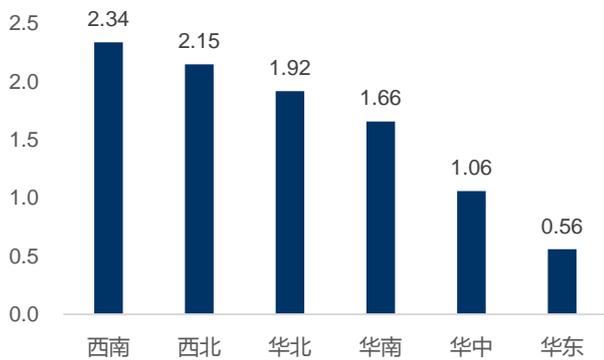
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 26：王府井 2016 年地区营业面积占比



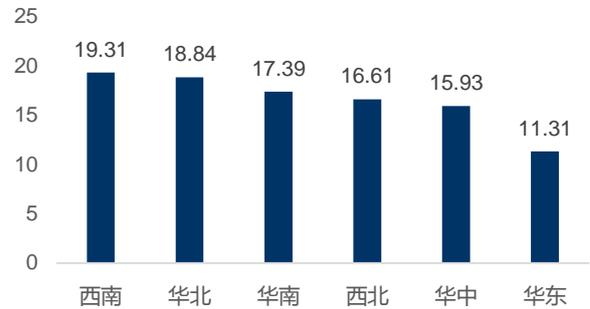
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 27: 王府井 2016 年分地区坪效 (万元)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 28: 王府井 2016 年分地区毛利率



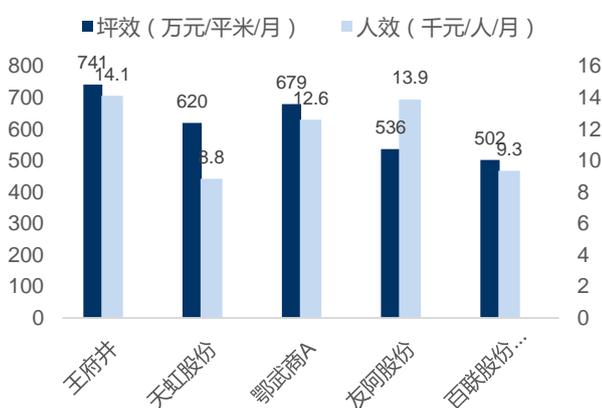
资料来源: 公司公告、申万宏源研究

4.2 经营效益行业领先, 盈利能力逐步改善

奥莱业务助力收入快速增长, 坪效人效均保持行业领先水平。2017 年上半年, 公司收入利润增长加速, 营收 128.06 亿, 同比增长 12.6%, 归母净利润 5.09 亿, 同比增加 23.2%。三大业态中, 百货\购物中心实现营收 105.05 亿, 同比增长 7.69%, 增速平稳; 奥特莱斯营业收入 16.13 亿, 同比增加 53.69%, 为收入增长主力。从坪效和人效水平来看, 王府井 2016 年坪效为 741 元/平方米/月, 人效为 1.41 万元/人/月, 均领先于同行业公司, 说明公司在近几年加速展店的过程中仍保持着较高的经营效益, 门店扩张效率很高。

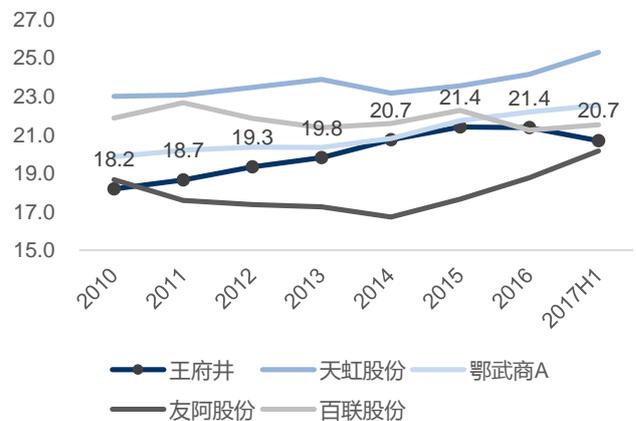
盈利能力逐步改善, 经营管理效率提升仍有空间。近年来王府井综合毛利率不断走高, 2016 年达到 21.38%, 公司目前持续发展自有品牌和自营业务, 有利于进一步提高公司的毛利水平。费用率方面, 公司 2017 年上半年销售\管理费用率分别下降 0.7pct 和 0.3pct, 销售+管理费用率同比下降 1.04%, 公司通过不断减员降费、进行组织架构改革、开展降租谈判、提质增效等多重手段, 有效控制期间费用, 经营管理效率有所提高。目前, 王府井管理和销售费用率均处于行业中游水平, 经营管理效率提升仍有空间。

图 29: 2016 年王府井坪效、人效领先于可比公司



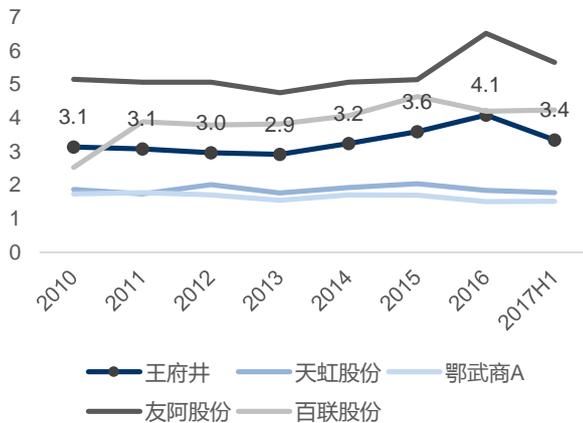
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 30: 王府井毛利率逐渐上升



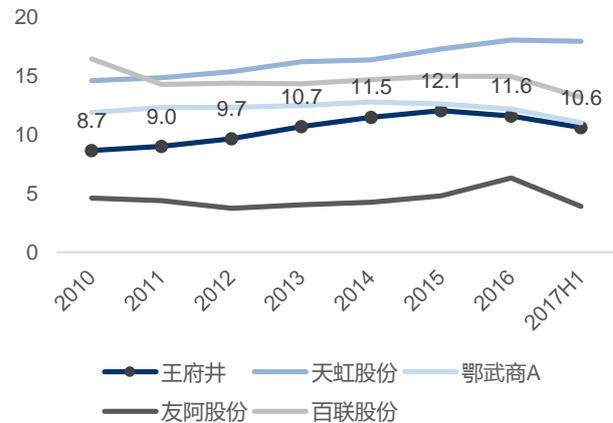
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 31: 王府井 2017H1 管理费用率有所下降



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 32: 王府井 2017H1 销售费用率有所下降



资料来源: wind, 申万宏源研究

4.3 股价安全边际充足, 自有物业价值亟待重估

公司账面现金充足, 自有物业质优价高, 为股价提供安全边际。截至 2017 年 6 月, 公司拥有货币资金 67.6 亿元, 固定资产 48 亿元, 在建工程 10.3 亿元, 三项资产账面价值共 126 亿元, 与公司当前市值基本持平。公司目前 53 家门店大多分布于一线城市及省会城市的核心商圈, 重估溢价高, 为公司市值提供充足的安全边际。根据我们初步计算, 王府井自有物业重估价值约 500 亿, 溢价超过 450 亿元, 对比目前市值还有很大的提升空间。

表 7: 王府井现有物业情况

名称	位置	持股比例	面积 (万平方米)	权益面积 (万平方米)	权益单价 (万元)	权益总价 (亿元)
王府井 北京区						
北京百货大楼	北京王府井	100%	10.00	10.0	10	100.00
北京东安市场	北京王府井	100%	-	-	10	-
北京双安商场	北京海淀区	100%	4.30	4.3	5	21.50
北京长安商城	北京西城区复兴门	100%	2.00	2.0	5	10.00
北京大兴王府井	北京大兴	100%	4.30	4.3	3	12.90
右安门王府井购物中心	北京市西城区	100%	2.00	2.0	5	10.00
西南区						
成都王府井	成都武侯区	100%	5.93	5.9	4	23.72
成都王府井购物中心	成都武侯区	100%	9.20	9.2	4	36.80
重庆王府井奥莱	重庆渝中区	100%	4.70	4.7	3	14.10
重庆王府井沙坪坝店	重庆沙坪坝区	100%	4.00	4.0	2.5	10.00
昆明王府井	昆明市五华区	100%	3.40	3.4	1.5	5.10
乐山王府井购物中心	乐山市中区	100%	5.00	5.0	0.8	4.00
华中区						
武汉王府井	武汉市中山大道	100%	8.00	8.0	2.5	20.00
长沙王府井	长沙市天心区	100%	8.00	8.0	2.5	20.00
长沙王府井购物中心	河西金星大道	0%	6.50	-	1.5	-

	洛阳王府井	洛阳市西工区	100%	4.70	4.7	1	4.70
	洛阳王府井购物中心	洛阳市涧西区	100%	8.21	8.2	1.2	9.85
	郑州王府井	郑州市中原区	100%	6.00	6.0	2	12.00
	焦作王府井	焦作市解放区	100%	6.00	6.0	0.8	4.80
	太原王府井	太原市小店区	100%	8.40	8.4	1.5	12.60
	福州王府井	福州市五四路	100%	6.67	6.7	4	26.66
	西北区						
	银川王府井东方红店	银川市兴庆区	100%	8.35	8.3	1	8.35
	包头王府井昆区店	包头市昆都仑区	100%	4.00	4.0	1	4.00
	包头王府井青山店	包头市青山区	100%	3.00	3.0	1	3.00
	呼和浩特王府井奥莱	呼和浩特市回民区	100%	3.00	3.0	1.2	3.60
	鄂尔多斯王府井	鄂尔多斯市东胜区	100%	6.10	6.1	0.8	4.88
	西宁王府井中心广场店	西宁市城中区	100%	6.32	6.3	1.5	9.48
	西宁王府井新宁广场店	西宁市城西区	100%	3.70	3.7	1.4	5.18
	乌鲁木齐王府井奥莱	乌鲁木齐市天山区	100%	3.50	3.5	1.4	4.90
	兰州王府井	兰州市城关区	100%	5.10	5.1	1.5	7.65
	王府井赛特奥莱临潼店	西安市临潼区	100%	7.80	7.8	1.5	11.70
	熙地港购物中心	西安市凤城七路	50%	14.80	7.4	1.5	11.10
	熙地港购物中心	郑州郑东新区	51%	22.55	11.5	2.0	23.00
	华南区						
	广州王府井	广州市越秀区	100%	3.00	3.0	4	12.00
	南宁王府井	南宁市青秀区	100%	2.50	2.5	2.5	6.25
贝尔蒙特	北京区						
	北京赛特奥莱	北京市朝阳区	100%	4.00	4.0	4	16.00
	西南区						
	贵阳国贸店	贵阳市南明区	75%	1.07	0.8	1	0.38
	贵阳南国花锦店	贵阳市云岩区	75%	1.73	1.3	1	0.64
	东北区						
	沈阳赛特奥莱	棋盘山国际风景区	100%	5.30	5.3	1	2.65
	华南区						
	厦门中山店	厦门市思明区	100%	2.00	2.0	2.5	5.00
	厦门嘉禾店	厦门市思明区	100%	1.1	1.1	2.5	2.75
合计				226.2	200.6		501.23

资料来源：公司公告、搜房网、申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

我们预计：

公司 2017-2019 年营业收入分别为 205 亿元、236 亿元、264 亿元，同比增速分别为 15.1%、15.3%、11.6%，其中华中、西南地区新店、次新店较多，随着门店逐步结束培育期，收入增速将逐年提高；东北、华南地区储备门店项目将于 2017-2018 年陆续开业，将在随后几年逐步贡献收入。

公司 2017-2019 年毛利率分别为 19.9%、20.1%、20.5%，毛利率提高主要来源于近 3 年新开门店培育期结束，陆续扭亏为盈。

公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 8.1 亿元、9.2 亿元、10.8 亿元，同比增长 40.1%、14.6%、17.4%。由于公司 16 年新开门店较多，净利率出现明显下降，加之 17 年收购贝尔蒙特，净利率大幅提高，公司 17 年净利润增速将显著提升。

公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04 元、1.19 元、1.40 元，对应 PE 分别为 16、14、12 倍。我们采用可比公司估值法，选取同行业百货类上市公司，未来两年的动态 PE 水平为 23 倍、20 倍，与同行业公司相比，王府井具有较大的估值优势。此外，王府井当前 PB 仅 1.3 倍，公司当前估值处于较低水平，股价有上涨空间，维持“增持”评级。

表 8：可比上市公司未来两年估值情况（股价采用 2017-09-06 收盘价）

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2017E 净利润 (亿元)	2018E 净利润 (亿元)	2017PE	2018PE
600827.SH	百联股份	259.9	9.69	11.06	27	24
002277.SZ	友阿股份	91.1	3.71	4.70	25	19
002419.SZ	天虹股份	120.4	6.42	7.43	19	16
	平均				23	20

资料来源：wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

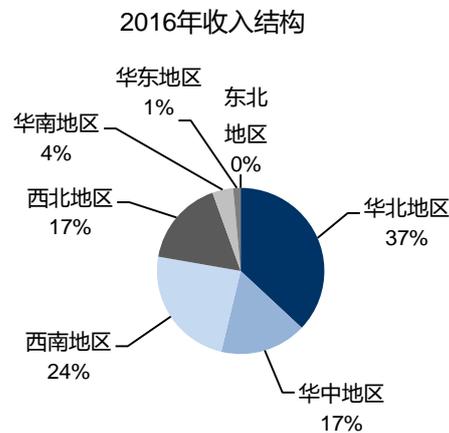
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,328	17,795	20,482	23,626	26,358
华北地区	6,486	6,273	6,461	6,784	7,123
华中地区	2,702	2,838	3,264	3,917	4,700
西南地区	4,117	4,076	4,483	5,156	5,929
西北地区	2,241	2,845	4,267	5,547	6,102
华南地区	755	682	682	682	696
华东地区	287	244	219	208	198
东北地区	-	-	100	125	163
营业总成本	16,451	17,004	19,521	22,466	24,925
营业成本	13,615	13,990	16,397	18,886	20,962
华北地区	5,244	5,091	5,266	5,522	5,791
华中地区	2,268	2,386	2,742	3,282	3,929
西南地区	3,262	564	3,676	4,222	4,850
西北地区	1,859	3,289	3,755	4,876	5,358
华南地区	624	2,372	566	563	571
华东地区	252	216	191	180	170
东北地区	-	-	110	131	163
营业税金及附加	176	198	228	263	294
销售费用	2,092	2,067	2,171	2,481	2,741
管理费用	623	727	717	827	923
财务费用	(54)	21	10	11	8
资产减值损失	(0)	(0)	(1)	0	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	183	(3)	117	99	71
营业利润	1,060	789	1,078	1,257	1,502
营业外收支	(124)	60	50	55	60
利润总额	936	849	1,128	1,312	1,562
所得税	274	283	336	403	496
净利润	661	566	792	908	1,067
少数股东损益	0	(9)	(13)	(15)	(18)
归母净利润	661	575	805	923	1,084

资料来源：申万宏源研究

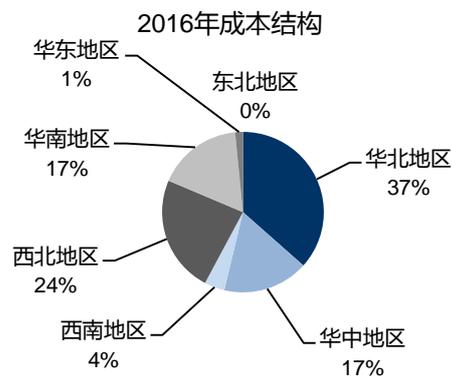
关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
收入增速				
华北地区	-3%	3%	5%	5%
华中地区	5%	15%	20%	20%
西南地区	-1%	10%	15%	15%
西北地区	27%	50%	30%	10%
华南地区	-10%	0%	0%	2%
华东地区	-15%	-10%	-5%	-5%
东北地区	0%	20%	25%	30%

收入结构



成本结构

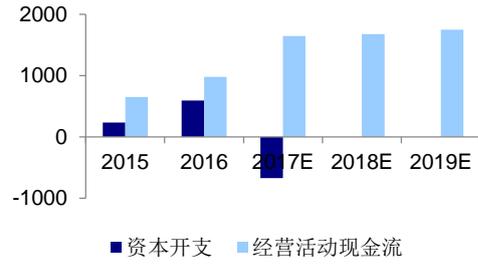


合并资产负债表

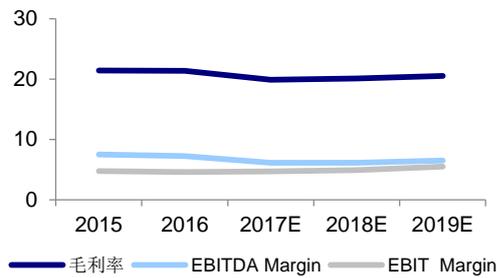
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,363	10,185	11,928	13,861	15,737
现金及等价物	5,851	8,027	9,778	11,594	13,361
应收款项	1,100	1,608	1,635	1,665	1,691
存货净额	412	395	463	533	592

资本开支与经营活动现金流

其他流动资产	0	156	52	69	93
长期投资	2,158	1,668	1,668	1,668	1,668
固定资产	2,202	3,595	3,365	3,134	2,903
无形资产及其他资产	2,231	2,339	1,622	1,577	1,532
资产总计	13,954	17,788	19,255	20,913	22,513
流动负债	4,086	4,631	5,333	6,082	6,616
短期借款	3	0	0	50	0
应付款项	3,603	3,931	4,607	5,306	5,889
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2,481	2,486	2,483	2,481	2,479
负债合计	6,566	7,117	7,816	8,564	9,095
股本	463	776	776	776	776
资本公积	3,205	5,830	5,830	5,830	5,830
盈余公积	1,257	1,325	1,617	1,901	2,186
未分配利润	2,179	2,278	2,792	3,431	4,230
少数股东权益	5	294	281	266	249
股东权益	7,387	10,671	11,439	12,349	13,418
负债和股东权益合计	13,954	17,788	19,255	20,913	22,513

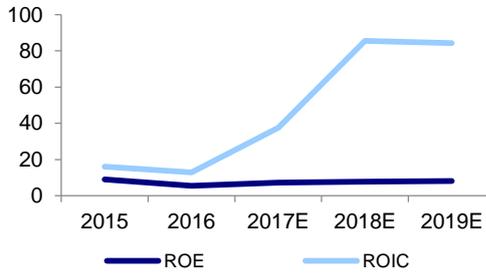


经营利润率(%)



资料来源: 申万宏源研究

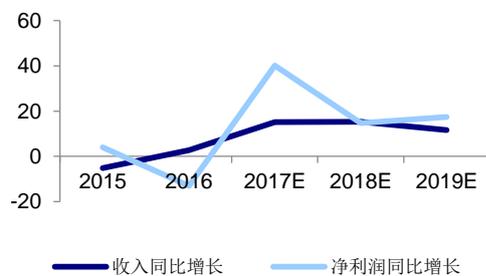
投资回报率趋势(%)



合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	661	566	792	908	1,067
加: 折旧摊销减值	476	476	274	276	275
财务费用	120	120	10	11	8
非经营损失	(179)	1	(117)	(99)	(71)
营运资本变动	(426)	(183)	582	599	498
其它	0	0	104	(17)	(23)
经营活动现金流	650	980	1,645	1,677	1,754
资本开支	234	597	0	0	0
其它投资现金流	230	(109)	117	99	71
投资活动现金流	(470)	(1,006)	117	99	71
吸收投资	0	2,948	0	0	0
负债净变化	3	(330)	(50)	50	(50)
支付股利、利息	306	546	10	11	8
其它融资现金流	(1)	130	49	0	0
融资活动现金流	(304)	2,202	(11)	39	(58)
净现金流	(124)	2,176	1,752	1,816	1,767

收入与利润增长趋势(%)

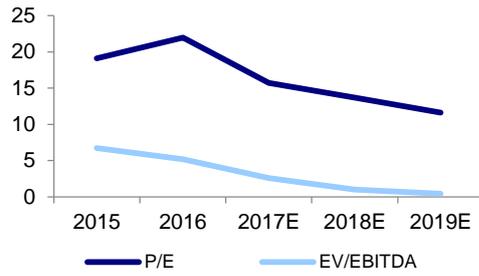


资料来源: 申万宏源研究

相对估值(倍)

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.74	1.04	1.19	1.40
每股经营现金流	0.84	1.26	2.12	2.16	2.26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	9.51	13.37	14.37	15.57	16.96
关键运营指标(%)					
ROIC	16.0	12.9	27.4	50.0	53.6
ROE	9.0	5.5	7.2	7.6	8.2
毛利率	21.4	21.4	19.9	20.1	20.5
EBITDA Margin	7.5	7.2	6.1	6.1	6.5
EBIT Margin	4.7	4.6	4.7	4.9	5.5
收入同比增长	(5.2)	2.7	15.1	15.3	11.6
净利润同比增长	4.0	(13.1)	40.1	14.6	17.4
资产负债率	47.1	40.0	40.6	40.9	40.4
净资产周转率	2.35	1.71	1.84	1.96	2.00
总资产周转率	1.24	1.00	1.06	1.13	1.17
有效税率	36.4	33.3	33.3	33.3	33.3
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	19.1	22.0	15.7	13.7	11.7
P/B	1.7	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/Sale	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0
EV/EBITDA	6.7	5.2	3.2	1.5	0.8



资料来源：申万宏源研究

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。