

强烈推荐-A (维持)

王府井 600859.SH

目标估值: 22.0 元

当前股价: 16.77 元

2017年09月19日

门店显著回暖, 混改深化可期

基础数据

上证综指	3363
总股本(万股)	77625
已上市流通股(万股)	60160
总市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	102
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)——主业回暖、价值低估、国改推进》2017-08-26
- 2、《王府井(600859)——吸收合并王府井国际, 国企改革再进一步》2017-08-20
- 3、《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

公司是全国性百货龙头, 今年业绩回暖明显, 同店增速行业领先, 随着购物中心和奥莱为主的新开门店逐渐成熟, 未来将逐步贡献业绩。公司国改稳步推进, 子公司层面已尝试管理层持股, 此外还引进三胞投资作为战略投资者、实现集团整体上市, 未来公司层面进一步混改值得期待。公司估值较低, 当前股价对应2017年PE为16倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 时隔三年, 营业收入增速重回两位数增长。近年来由于电商冲击, 传统百货业态发展低迷, 受大环境影响公司2014年开始营收增速从此前的10%左右陷入负增长。2016年4季度开始, 随着社会零售总额增速企稳回升, 公司2016年底营收增速由负转正, 并在2017年1、2季度录得10%以上增长。公司同店收入恢复态势良好, 2017年上半年同店收入增长6.8%, 在百货公司中处于前列。公司近两年门店扩张加快, 新开门店以购物中心和奥特莱斯为主, 为后续业绩增长提供充足动力。
- 收购贝尔蒙特, 牵手爱便利, 往“更大”和“更小”发展。1) 3月公司收购控股股东王府井国际持有的贝尔蒙特100%股权, 实现集团整体上市。贝尔蒙特下属子公司经营业态为百货和赛特奥特莱斯, 赛特奥特莱斯在国内奥特莱斯业态领域居于前列; 2) 3月公司与爱便利、美邻优品签署协议, 共同出资5000万元成立北京王府井爱便利商贸有限公司, 采取“便利店+油盐酱醋茶+蔬果肉蛋禽”的模式发展北京便利店市场, 上半年末已有120多家门店, 预计年底门店总数将达到300家。
- 国改动作频频, 自有物业重估价值大。1) 王府井近年来改革动作频频, 新成立的购物中心、奥莱、便利店尝试管理层团队持股, 2016年9月引入三胞投资战略投资者, 2017年4月收购贝尔蒙特实现集团整体上市, 2017年8月吸收王府井国际、简化管理层级; 2) 随着优质物业的稀有性凸显, 百货企业的自有物业价值有望被重估。公司53家门店中14家为自有物业, 2家为自有+租赁, 公司自有物业经营建筑面积总计85.2万平, 按照市场价格计算物业价值175亿, 较当前132亿市值溢价30%。

□ 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	21763	24200	26328
同比增长	-5%	3%	22%	11%	9%
营业利润(百万元)	1060	789	1110	1245	1346
同比增长	11%	-26%	41%	12%	8%
净利润(百万元)	661	575	793	884	953
同比增长	4%	-13%	38%	12%	8%
每股收益(元)	1.43	0.74	1.02	1.14	1.23
PE	11.7	22.6	16.4	14.7	13.7
PB	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、历史悠久，全国性百货龙头	4
二、收购贝尔蒙特强化奥莱，牵手爱便利进军便利店	9
（一）收购贝尔蒙特，强化奥特莱斯业态	9
（二）牵手爱便利，进军便利店领域	10
三、国改动作频频，自有物业重估价值大	12
（一）国改动作频频，效率提升可期	12
（二）自有物业重估价值高	13

图表目录

图 1: 全国百家、50 家大型零售企业零售额同比增速	4
图 2: 王府井近五年以来收入和净利润增速情况	4
图 3: 王府井同店收入增长情况	5
图 4: 王府井开店数量	5
图 5: 王府井各业态经营面积 (万平方米)	6
图 6: 王府井不同店龄门店经营面积	7
图 7: 王府井门店年龄结构	7
图 8: 王府井各业态毛利率水平	7
图 9: 王府井营收中联营、自营、租赁占比	8
图 10: 王府井联营和自营毛利率水平	8
图 11: 贝尔蒙特营收、净利润 2014-2016 年实际数及 2017-2019 年预测数	9
图 12: 王府井爱便利股东结构	11
图 13: 王府井爱便利门店	11
图 14: 王府井爱便利水果区域	11
图 15: 吸收王府井国际后王府井股东结构变化	13
图 16: 王府井历史 PE Band	15
图 17: 王府井历史 PB Band	15
表 1: 2017 年上半年末王府井各地区门店数量	4
表 2: 王府井各业态门店数量与经营面积	6
表 3: 贝尔蒙特旗下门店	9
表 4: 2016 中国奥特莱斯年销 20 强	10
表 5: 王府井新成立子公司管理层团队持股比例情况	12
表 6: 王府井自有物业价值测算	14
附: 财务预测表	16

一、历史悠久，全国性百货龙头

王府井前身是新中国第一店——北京市百货大楼，创立于 1955 年，历史悠久。经过六十年的发展，公司现已成为一家全国性的百货连锁零售企业。截至 2017 年上半年末，公司共有 53 家门店，经营面积合计 248 万平方米，辐射华北、华中、华南、华东、西南、西北、东北七大经济区域。

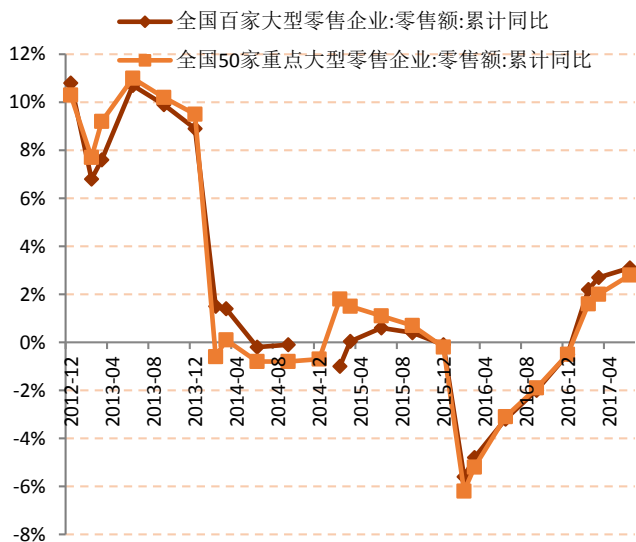
表 1: 2017 年上半年末王府井各地区门店数量

地区	门店数量	门店面积 (万平方米)
华北地区	13	51.9
西北地区	10	61.7
华东地区	3	9.2
西南地区	15	62.2
华南地区	2	5.7
华中地区	9	53.4
东北地区	1	4.1
合计	53	248.2

资料来源：公司公告、招商证券

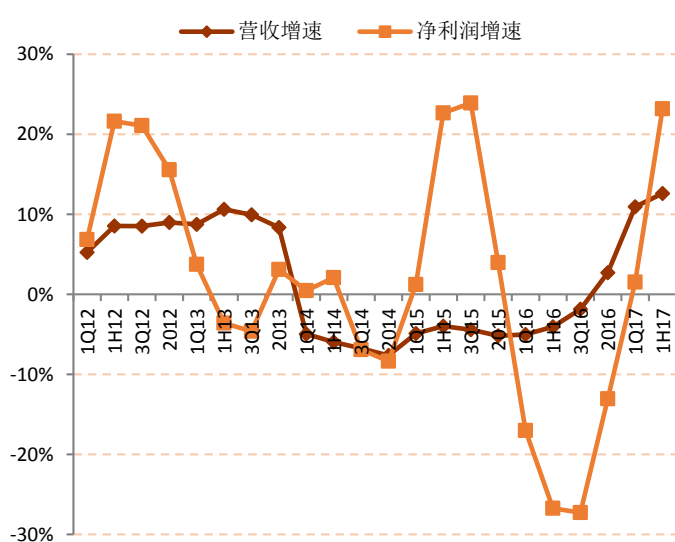
时隔三年，营业收入增速重回两位数增长。近年来由于电商冲击，传统百货业态发展低迷，受大环境影响公司 2014 年开始营收增速从此前的 10% 左右陷入负增长。2016 年 4 季度开始，随着社会零售总额增速企稳回升，公司 2016 年底营收增速由负转正，并在 2017 年 1、2 季度录得 10% 以上增长。

图 1: 全国百家、50 家大型零售企业零售额同比增速



资料来源：Wind、招商证券

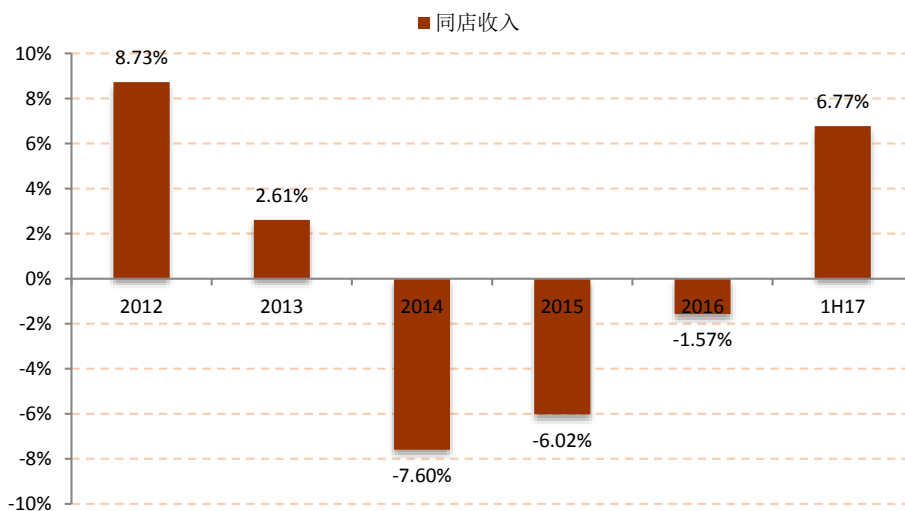
图 2: 王府井近五年以来收入和净利润增速情况



资料来源：公司财报、招商证券

- 同店收入恢复态势良好。公司 2017 年上半年同店收入增长 6.8%，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。

图 3: 王府井同店收入增长情况

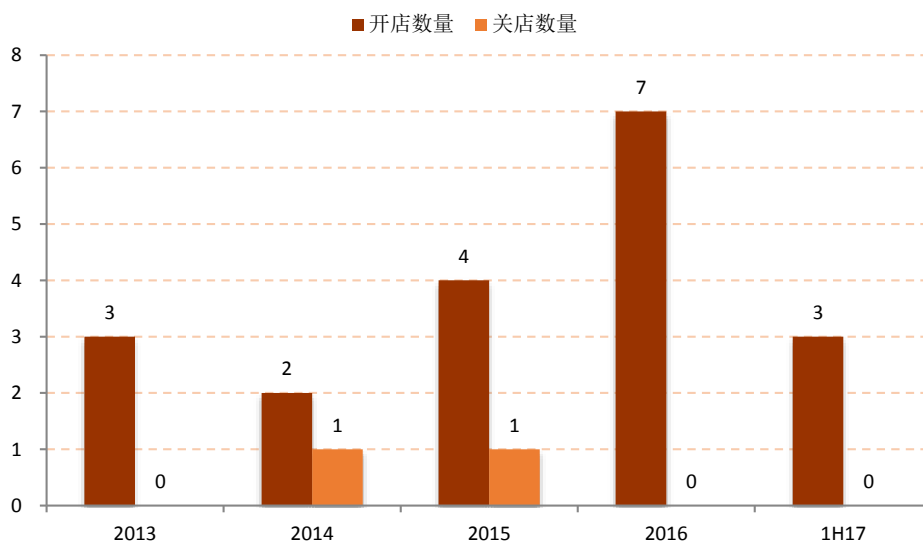


资料来源: 公司财报、招商证券

门店扩张加快, 新开门店以购物中心和奥特莱斯为主。在新开门店业态调整的同时, 公司门店内容也有积极的变化, 减少商品零售面积, 增加综合百货的功能面积。

- 近两年门店扩张加快。公司 2013-2014 年净新开门店 4 家, 其中: 2013 年开店 3 家, 2014 年开店 2 家、关店 1 家); 2015-1H17 净新开门店 13 家, 其中: 2015 年开店 4 家、关店 1 家, 2016 年开店 7 家, 1H17 开店 3 家 (不考虑并购贝尔蒙特带来的门店增长)。

图 4: 王府井开关店数量



资料来源: 公司财报、招商证券

- 新开门店以购物中心和奥特莱斯为主。公司 2016 年新开的 7 家门店中 3 家是奥特莱斯、3 家是购物中心门店, 2017 年上半年新开的 3 家门中 2 家是购物中心。截

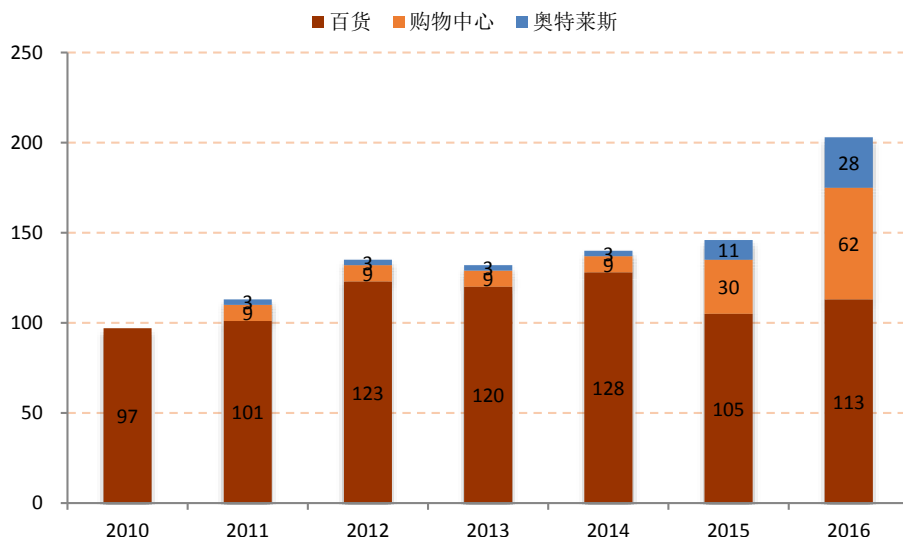
至 2016 年末，公司购物中心和奥特莱斯业态的经营面积达到 90 万平方米，基本接近传统百货业态经营面积。

表 2: 王府井各业态门店数量与经营面积

	门店数量			经营面积 (万平方米)		
	传统百货	购物中心	奥特莱斯	传统百货	购物中心	奥特莱斯
2010	22			97		
2011	23	1	1	101	9	3
2012	26	1	1	123	9	3
2013	27	1	1	120	9	3
2014	26	1	1	128	9	3
2015	23	5	3	105	30	11
2016	25	8	5	113	62	28
1H17	34	10	7			

资料来源: 公司财报、招商证券

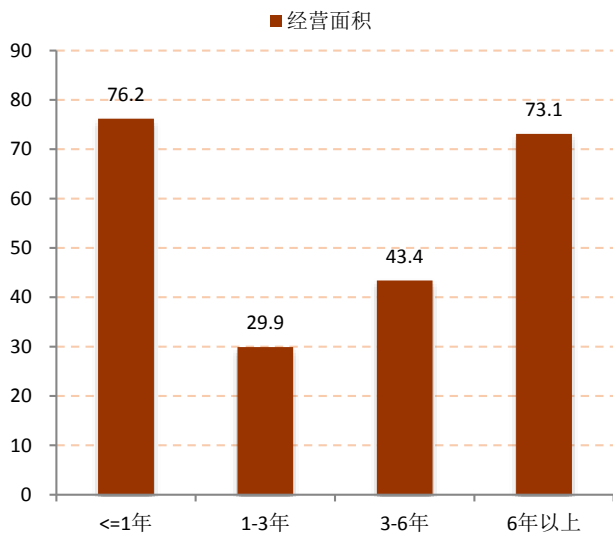
图 5: 王府井各业态经营面积 (万平方米)



资料来源: 公司财报、招商证券

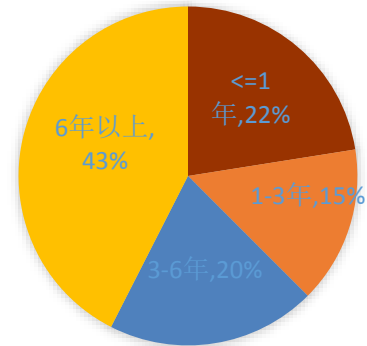
- **门店调整，增加功能区面积。**公司 2015 年以来减少商品零售面积，增加现有综合百货的功能面积。在新开门店中，贯彻购物中心化筹备理念，普遍加大功能区面积，从原有的 10%以内增加到近 20%。
- **老店支撑现有业绩，新店成未来利润增长点。**公司门店结构梯次较好，现有门店中 3 年以内店龄的门店占比 37%，随着新店及次新店的逐步成熟，将成为后续的利润增长点。

图 6: 王府井不同店龄门店经营面积



资料来源: 公司财报、招商证券

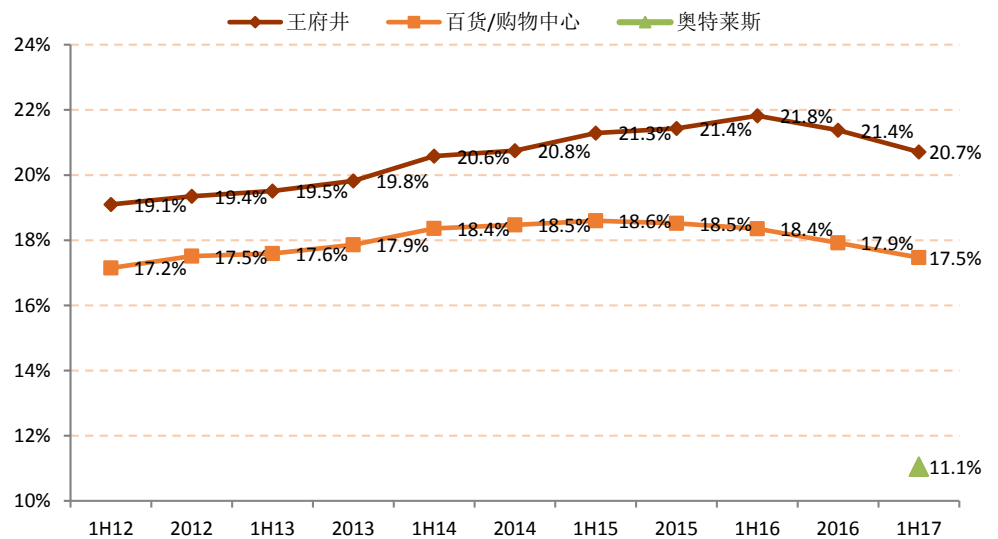
图 7: 王府井门店年龄结构



资料来源: 公司财报、招商证券

毛利率连续五年提升, 2017 年因并购奥特莱斯导致下降。公司 2012 年至 2016 上半年年毛利率水平持续提升, 2017 年毛利率略有下降, 主要是奥特莱斯业态占比提升所致, 奥特莱斯毛利率低于百货近 10 个百分点。

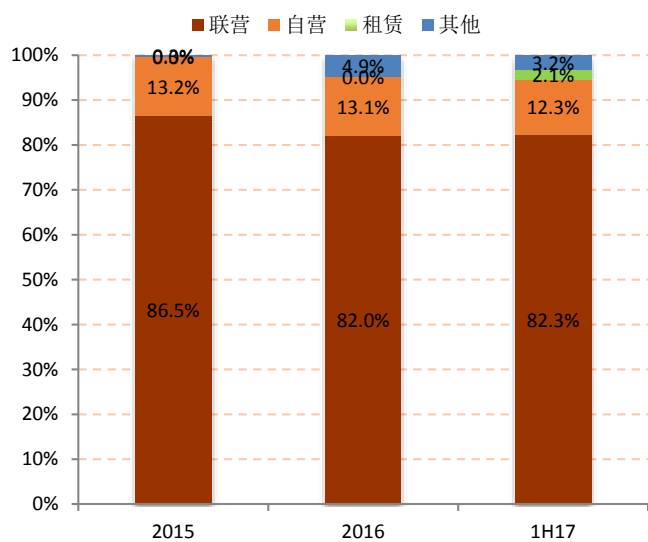
图 8: 王府井各业态毛利率水平



资料来源: 公司财报、招商证券

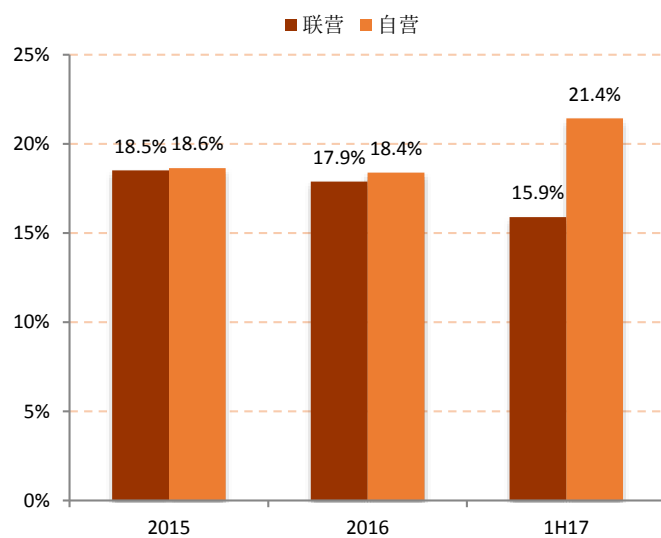
- **不断压缩联营占比。**2015 年至 2017 年上半年, 公司联营商品毛利率从 18.5% 下降至 15.9%, 自营商品毛利率从 18.6% 提高至 21.4%。公司也在不断压缩联营占比, 从 2015 年的 86.5% 下降了 4.2 个百分点至 2017 年上半年的 82.3%。

图 9: 王府井营收中联营、自营、租赁占比



资料来源: 公司财报、招商证券

图 10: 王府井联营和自营毛利率水平



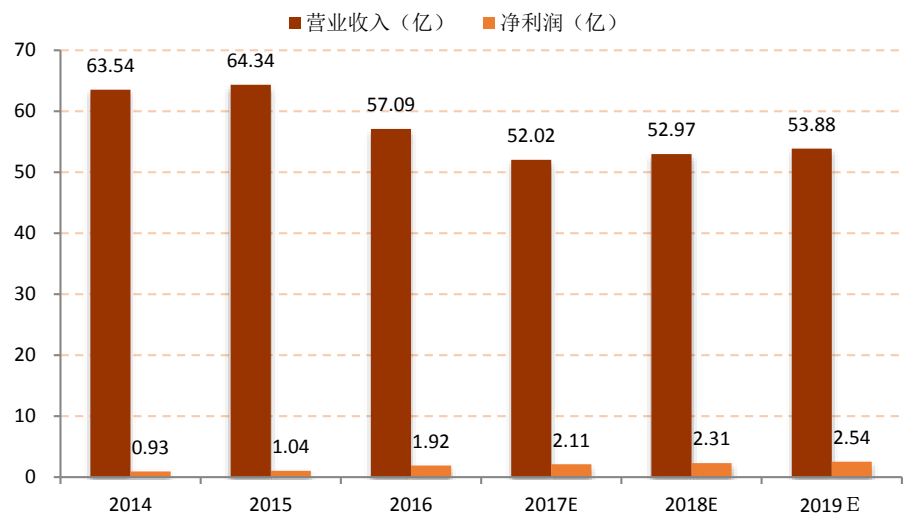
资料来源: 公司财报、招商证券

二、收购贝尔蒙特强化奥莱，牵手爱便利进军便利店

(一) 收购贝尔蒙特，强化奥特莱斯业态

2017年3月，公司以承接债务和支付现金相结合的方式收购控股股东王府井国际持有的贝尔蒙特100%股权。贝尔蒙特下属子公司经营业态为百货和赛特奥特莱斯，赛特奥特莱斯在国内奥特莱斯业态领域居于前列。目前已在北京、厦门、贵阳、遵义、沈阳、六盘水等多个城市开设了10家连锁百货、2家奥特莱斯，经营面积合计28万多平米。收购贝尔蒙特后，公司在奥特莱斯领域实现跨越式发展。

图 11：贝尔蒙特营收、净利润 2014-2016 年实际数及 2017-2019 年预测数



资料来源：公司公告、招商证券

- 弥补贵州辽宁区域布局。贝尔蒙特经营的贵阳零售门店在贵州地区具有较高的知名度，借助贝尔蒙特公司进入贵州，辽宁地区市场，弥补区域空白。

表 3：贝尔蒙特旗下门店

门店名称	经营业态	开业时间	所在省份	营业面积 (平方米)
北京赛特店	百货	1992.12	北京	23,104
厦门中山店	百货	1998.12	福建	20,137
厦门嘉禾店	百货	1998.12	福建	11,450
贵阳国贸店	百货	2002.9	贵州	13,400
遵义国贸店	百货	2003.9	贵州	30,000
贵州国晨店	百货	2005.11	贵州	8,900
贵阳南国花锦店	百货	2008.1	贵州	17,000
六盘水国贸店	百货	2008.1	贵州	8,000
北京赛特奥莱店	奥特莱斯	2009.7	北京	40,000
TP MALL 国贸店	百货	2011.9	贵州	21,000
沈阳赛特奥莱店	奥特莱斯	2012.8	辽宁	53,000
逸天城店	百货	2014.9	贵州	40,000

资料来源：公司公告、招商证券

- 贝尔蒙特旗下拥有的赛特奥特莱斯在国内奥特莱斯业态领域处于领先地位。1) 北

京奥莱成立于 2009 年营业面积 4.3 万平米，2016 年营业收入 20.5 亿，位列 2016 中国奥特莱斯排行榜第 6 位，在京津地区具有极高的知名度；2) 沈阳奥莱成立于 2012 年，营业面积 2.9 万平米，2016 年营业收入 7 亿元，位居 2016 中国奥特莱斯排行榜第 19 位。

表 4: 2016 中国奥特莱斯年销 20 强

项目名	城市	开业时间	商业面积 (万平方米)	2016 年营收(亿元)
1 百联奥特莱斯广场 (上海-青浦)	上海	2006 年 4 月 28	6.8	43.2
2 佛罗伦萨小镇·京津名品奥特莱斯	天津	2011 年 6 月 9	4.87	36
北京燕莎奥特莱斯购物中心	北京	2002 年 12 月	10	36
3 沈阳兴隆大奥莱	沈阳	2013 年 4 月 11	12.5	23.1
4 时代·奥特莱斯·成都	成都	2009 年 12 月	4.4	22
5 重庆西部奥特莱斯广场	重庆	2008 年 9 月 20	5	21
6 北京赛特奥莱	北京	2009 年 7 月 25	4.3	20.5
7 武汉百联奥特莱斯主题公园	武汉	2012 年 1 月 12	5.7	19.3
杉井奥特莱斯广场·宁波	宁波	2011 年 9 月 23	4	19.3
8 北京首创奥特莱斯	北京	2013 年 5 月 1	6.2	18
9 百联奥特莱斯广场 (杭州·下沙)	杭州	2010 年 9 月 21	4.9	17.2
10 北京八达岭奥莱	北京	2015 年 10 月 1	3.5	14.8
11 佛罗伦萨小镇·上海名品奥特莱斯	上海	2015 年 1 月 21	3.5	14
长沙友阿奥特莱斯购物公园	长沙	2011 年 1 月 23	6	14
12 万宁首创奥特莱斯	万宁	2014 年 6 月 1	10	12.3
13 百联奥特莱斯广场 (江苏·无锡)	无锡	2013 年 6 月 29	8	12.1
14 南京金鹰奥莱城	南京	2011 年 4 月 15	3.2	12
15 广州海印又一城奥特莱斯	广州	2012 年 4 月 29	6	9.8
16 长春欧亚奥特莱斯	长春	2009 年 8 月 14	5.7	9.3
17 杉杉奥特莱斯广场·哈尔滨	哈尔滨	2015 年 9 月 24	6	8.5
上海米格天地奥莱	上海	2013 年 1 月 18	6	8.5
18 北京斯普瑞斯奥特莱斯	北京	2011 年 6 月 5	6.5	8.2
砂之船 (南京) 奥莱	南京	2015 年 9 月 19	7.8	8.2
19 沈阳赛特奥莱	沈阳	2012 年 8 月 4	2.9	7
20 奕欧来苏州购物村	苏州	2014 年 5 月 15	3.2	6.5

资料来源: 奥莱商学院、招商证券

(二) 牵手爱便利，进军便利店领域

2017 年 3 月，公司与爱便利、美邻优品签署协议，共同出资 5000 万元成立北京王府井爱便利商贸有限公司，采取“便利店+油盐酱醋茶+蔬果肉蛋禽”的模式发展北京便利店市场。王府井出资 2000 万元，持有 40% 股份，爱便利、美邻优品各占 50% 股份。截至 2017 年上半年末，公司在北京地区已开设超过 120 家便利店，预计 2017 年底门店数量将达到 300 家。

图 12: 王府井爱便利股东结构



资料来源: 公司公告、招商证券

- 便利店主要通过现有门店翻牌加盟的形式。运营模式上供应链依托爱便利公司的成熟系统，王府井参与经营，同时借助王府井的品牌背书和政府背景可以获取一定的供应链优势，提升议价能力和店铺获取能力，在市场端增强消费者信赖度。
- 北京农贸市场等受整顿严重，消费者对蔬菜水果肉类等生鲜品类需求较大，王府井爱便利主打覆盖生鲜品类，精选周转快的产品，因此跟快客等只销售包装食品的便利店定位有所错层。

图 13: 王府井爱便利门店



资料来源: 招商证券

图 14: 王府井爱便利水果区域



资料来源: 招商证券

三、国改动作频频，自有物业重估价值大

（一）国改动作频频，效率提升可期

王府井是北京国资委旗下大型零售公司，近年来改革动作频频，有望成为零售行业国企改革标杆。

- **引入市场化的专业团队、事业合伙人制，提高企业效率。**公司四大业态除了原有存量百货没有管理层持股，在新成立的购物中心、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。

表 5：王府井新成立子公司管理层团队持股比例情况

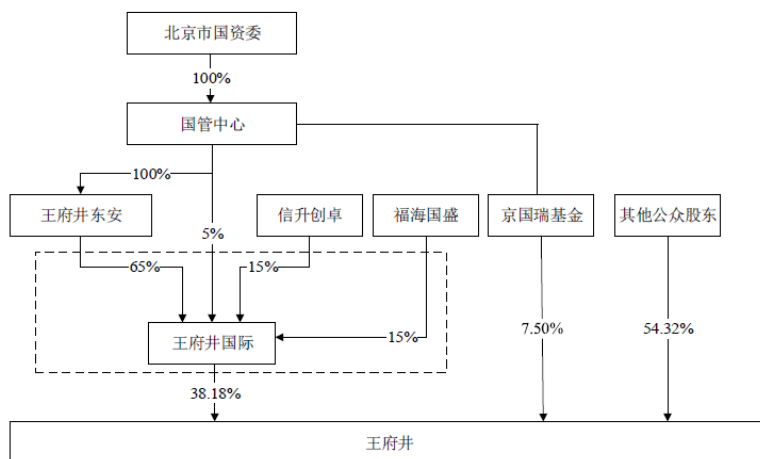
	王府井持股	管理团队持股	其他持股
购物中心	42%	58%	
奥特莱斯	75%	25%	
便利店	40%	20%	40%

资料来源：公司公告、招商证券

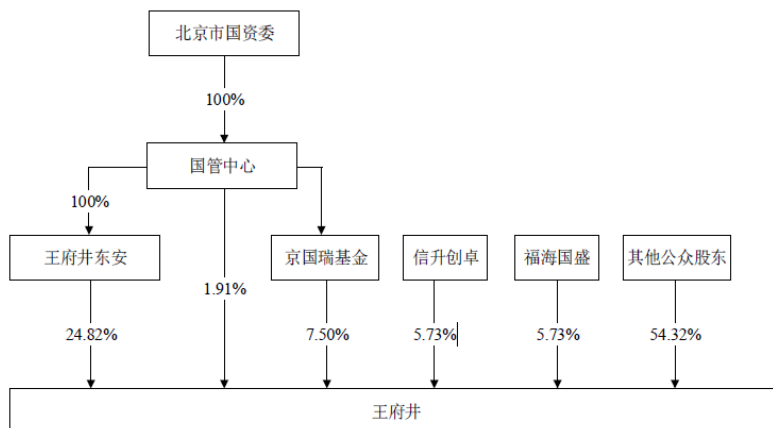
- **引入三胞投资战略投资者。**2016 年 9 月公司向三胞投资、京国瑞国改基金、上海懿兆投资定增发行 1.75 亿股，引进三胞投资作为战略投资者，三胞投资持有公司股份比例为 11.25%，成为公司第二大股东。公司牵手三胞的主要原因是看重三胞近年来一直致力于发展自有品牌和买手制建设，能通过三胞的品牌改善王府井品牌单一性，同时通过资本市场手段让王府井股权结构更灵活。
- **收购贝尔蒙特，集团整体上市。**2017 年 4 月公司完成收购贝尔蒙特，贝尔蒙特是公司大股东王府井国际在开曼群岛设立的全资子公司，主要资产为塞特奥莱及春天百货，进一步完善公司在华北、东北、华东及西南地区的连锁布局。
- **吸收王府井国际，简化管理层级。**2017 年 8 月，公司通过向大股东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的方式对控股股东王府井国际实施吸收合并，优化股权结构，减少管理层级，推进扁平化管理。

图 15: 吸收王府井国际后王府井股东结构变化

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：公司公告、招商证券

（二）自有物业重估价值高

今年以来，零售商贸行业上市公司不断被举牌，且来自百货行业的企业居多，如中百集团、南宁百货、南京新百、津劝业等。随着优质物业的稀有性凸显，百货企业的自有物业价值有望被重估。

王府井物业重估价值高，较当前市值溢价 30%。截至 2017 年中期末，公司 53 家门店中 14 家为自有物业，2 家为自有+租赁，公司自有物业经营建筑面积总计 85.2 万平，按照市场价格计算物业价值 175 亿，较当前 132 亿市值溢价 30%。

表 6: 王府井自有物业价值测算

门店名称	持股	经营建筑面积 (万平方米)	价格 (万元/平方米)	自有物业价值 (亿)
北京市百货大楼	100%	10.6	5.4	57.2
北京双安商场	100%	3.9	4.5	17.6
北京长安商场	100%	2.9	5.0	14.5
北京右安门王府井购物中	100%	2	5.0	10.0
长沙王府井百货	100%	5.1	0.6	3.1
武汉王府井百货	100%	3.4	1.2	4.1
成都王府井百货	100%	5.8	1.4	8.1
熙地港 (西安) 购物中心	100%	14.8	1.0	14.8
王府井赛特奥莱临潼店	100%	7.8	1.3	10.1
熙地港 (郑州) 购物中心	51%	13.7	1.5	10.5
北京赛特奥莱店	100%	4.0	3.2	12.8
厦门中山店	100%	2.0	3.0	6.0
厦门嘉禾店	100%	1.2	3.0	3.6
贵阳国贸店	75%	1.0	0.5	0.4
贵阳南国花锦店	75%	1.7	0.5	0.6
沈阳赛特奥莱店	100%	5.3	0.3	1.6
合计		85.2		175.0

资料来源: 搜房网、招商证券

四、投资建议

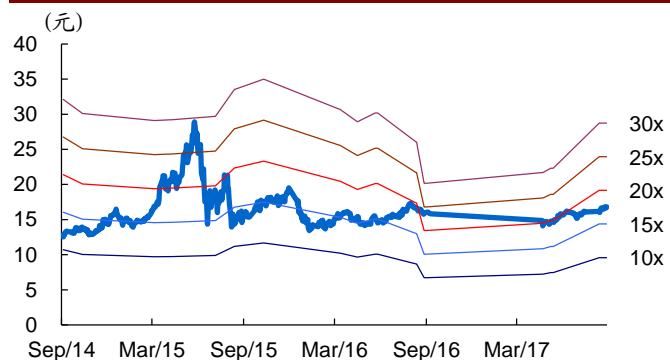
我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.02 元、1.14 元、1.23 元, 给予 20x18PE, 目标价 22 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **主业回暖:** 公司是全国性百货龙头, 今年业绩回暖明显, 同店增速行业领先, 随着购物中心和奥莱为主的新开门店逐渐成熟, 未来将逐步贡献业绩。
- **混改深化:** 公司国改稳步推进, 子公司层面已尝试管理层持股, 此外还引进三胞投资作为战略投资者、实现集团整体上市, 未来公司层面进一步混改值得期待。
- **估值便宜:** 公司估值较低, 当前股价对应 2017 年 PE 为 16 倍。

风险提示:

- 1、国改推进缓慢, 上市公司层面混改落地低于预期。
- 2、实体零售复苏不及预期, 同店收入增速回落。

图 16: 王府井历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 17: 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) — 主业回暖、价值低估、国改推进》2017/08/26
- 2、《王府井 (600859) — 吸收合并王府井国际, 国企改革再进一步》2017/08/20
- 3、《王府井 (600859) — 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	11073	12078	13143
现金	5851	8027	8467	9181	9992
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	185	205	224
其它应收款	997	1315	1609	1789	1946
存货	412	395	471	523	569
其他	22	280	341	379	413
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	18991	20302	21662
流动负债	4086	4631	5387	6226	7089
短期借款	3	0	0	367	818
应付账款	1614	1855	2258	2509	2728
预收账款	1654	1609	1958	2176	2366
其他	814	1167	1172	1174	1177
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	7874	8712	9575
股本	463	776	776	776	776
资本公积金	3205	5830	5830	5830	5830
留存收益	3436	3604	4063	4550	5061
少数股东权益	5	294	281	267	252
归属于母公司所有者权益	7104	10210	10669	11157	11668
负债及权益合计	13675	17622	18824	20136	21495

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	650	980	1552	1528	1604
净利润	661	575	793	884	953
折旧摊销	476	477	430	440	452
财务费用	120	120	26	33	51
投资收益	(183)	3	3	3	3
营运资金变动	(428)	(182)	306	177	155
其它	4	(11)	(6)	(8)	(10)
投资活动现金流	(470)	(1006)	(751)	(751)	(751)
资本支出	(244)	(598)	(749)	(749)	(749)
其他投资	(226)	(408)	(3)	(3)	(3)
筹资活动现金流	(304)	2202	(360)	(63)	(42)
借款变动	(290)	(204)	0	367	451
普通股增加	0	313	0	0	0
资本公积增加	0	2625	0	0	0
股利分配	(194)	(407)	(334)	(396)	(442)
其他	180	(126)	(26)	(33)	(51)
现金净增加额	(124)	2176	440	714	810

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	21763	24200	26328
营业成本	13615	13990	17027	18920	20576
营业税金及附加	176	198	242	270	293
营业费用	2092	2067	2528	2811	3058
管理费用	623	727	827	920	1000
财务费用	(54)	21	26	33	51
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)	(3)	(3)	(3)
营业利润	1060	789	1110	1245	1346
营业外收入	20	86	86	86	86
营业外支出	144	26	26	26	26
利润总额	936	849	1170	1305	1406
所得税	274	283	390	435	468
净利润	661	566	780	870	938
少数股东损益	0	(9)	(13)	(14)	(15)
归属于母公司净利润	661	575	793	884	953
EPS (元)	1.43	0.74	1.02	1.14	1.23

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-5%	3%	22%	11%	9%
营业利润	11%	-26%	41%	12%	8%
净利润	4%	-13%	38%	12%	8%
获利能力					
毛利率	21.4%	21.4%	21.8%	21.8%	21.8%
净利率	3.8%	3.2%	3.6%	3.7%	3.6%
ROE	9.3%	5.6%	7.4%	7.9%	8.2%
ROIC	9.0%	5.1%	6.8%	7.1%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	40.0%	41.5%	42.9%	44.2%
净负债比率	0.0%	0.8%	0.8%	2.5%	4.5%
流动比率	1.8	2.2	2.1	1.9	1.9
速动比率	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	34.1	34.7	39.3	38.0	37.7
应收帐款周转率	225.1	142.2	123.1	124.0	122.7
应付帐款周转率	8.2	8.1	8.3	7.9	7.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.43	0.74	1.02	1.14	1.23
每股经营现金	1.41	1.26	2.00	1.97	2.07
每股净资产	15.35	13.15	13.74	14.37	15.03
每股股利	0.88	0.43	0.51	0.57	0.61
估值比率					
PE	11.7	22.6	16.4	14.7	13.7
PB	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.4	12.4	7.9	7.2	6.7

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。