

王府井 (600859)

证券研究报告

2019年12月18日

成都工投增持股份至 5%，低估值全国百货值得关注！

1. 事件

公司于 2019 年 12 月 17 日收到公司股东成都工投发来的《王府井集团股份有限公司简式权益变动报告书》，成都工投于 2019 年 12 月 9 日至 2019 年 12 月 17 日期间累计增持公司股份 2.47%。本次权益变动后，成都工投持有公司股份 5.00%。

2. 点评

成都工投增持股份至 5%，低估值全国百货龙头价值凸显。本次权益变动前，成都工投持有公司 2.53% 股份。此次成都工投增持公司股份 2.47%，本次权益变动后，成都工投持有公司股份 5%。成都工投作为公司长期投资者，与公司在业务层面一直有合作，此次基于行业投资机会的看好，以及对公司持续稳定发展的信心，成都工投进行增持公司股票，并且在未来 12 个月有继续增持公司股份的计划，增持计划不谋求控股权。

全国性百货龙头企业，百货&奥莱协同发展。公司作为纯正的全国百货龙头企业，形成集百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局。公司加速全面提升百货业态商品经营能力和顾客经营能力，持续深化创新模式，推进全渠道建设，大力发展购物中心及奥莱业态，借力资本手段发展商品自营及超市业态。截至 2019 年 9 月，公司共运营 52 家大型门店，其中百货 37 家，奥特莱斯 9 家，购物中心 6 家。公司涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，已覆盖北京、内蒙古、山西、河南等共计 22 个省、市、自治区，32 个城市。

王府井东安股权无偿划转首旅集团，国企改革有望加速推进。随着王府井东安股权无偿划转首旅集团，首旅集团直接持有公司 26.73% 的股份，首旅集团成为上市公司控股股东。股权划转将进一步深化北京国资委对于零售国企的改革，进一步推进首旅集团“6+2”产业布局，实现资源共享与优势互补，解决同业竞争问题。

3. 投资建议

公司是纯正的全国百货龙头企业，传统百货业态稳定增长，奥特莱斯成为新的增长点，估值处于历史底部。综合预计 2019-21 年净利润分别为 11/12/13 亿，当前市值对应 9/9/8xPE，维持买入评级。

风险提示：宏观经济增速不达预期，社会零售消费增速不达预期，公司同店增速不达预期，公司开店进展不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,085.22	26,711.16	27,060.35	28,954.58	31,334.57
增长率(%)	46.59	2.40	1.31	7.00	8.22
EBITDA(百万元)	1,645.12	1,827.84	1,702.64	1,732.58	1,788.73
净利润(百万元)	909.82	1,201.43	1,137.01	1,238.59	1,334.82
增长率(%)	58.27	32.05	(5.36)	8.93	7.77
EPS(元/股)	1.17	1.55	1.46	1.60	1.72
市盈率(P/E)	11.77	8.92	9.42	8.65	8.03
市净率(P/B)	1.05	0.99	0.93	0.87	0.81
市销率(P/S)	0.41	0.40	0.40	0.37	0.34
EV/EBITDA	4.81	0.73	1.54	(0.01)	(0.61)

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	776.25
流通 A 股股本(百万股)	568.78
A 股总市值(百万元)	10,712.25
流通 A 股市值(百万元)	7,849.12
每股净资产(元)	14.54
资产负债率(%)	51.21
一年内最高/最低(元)	19.96/12.44

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
马松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120001	
masong@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《王府井-半年报点评:吸并王府井国际追溯调整&利息收入带来财务费用下降, 18H1 营收微增, 净利增+145%!》 2018-08-27
- 《王府井-季报点评:18Q1 净利翻倍超预期, 经营改善趋势持续, 期待改革整合带来长期空间!》 2018-04-29
- 《王府井-年报点评报告:受益消费升级&贝尔蒙特并表, 全年业绩增 18.60%, 划入首旅前景可期!》 2018-03-25



1. 事件

公司于 2019 年 12 月 17 日收到公司股东成都工投发来的《王府井集团股份有限公司简式权益变动报告书》，成都工投于 2019 年 12 月 9 日至 2019 年 12 月 17 日期间累计增持公司股份 2.47%。本次权益变动后，成都工投持有公司股份 5.00%。

2. 点评

成都工投增持股份至 5%，低估值全国百货龙头价值凸显。本次权益变动前，成都工投持有公司 2.53% 股份。此次成都工投增持公司股份 2.47%，本次权益变动后，成都工投持有公司股份 5%。成都工投作为公司长期投资者，与公司在业务层面一直有合作，此次基于行业投资机会的看好，以及对公司持续稳定发展的信心，成都工投进行增持公司股票，并且在未来 12 个月有继续增持公司股份的计划，增持计划不谋求控股权。

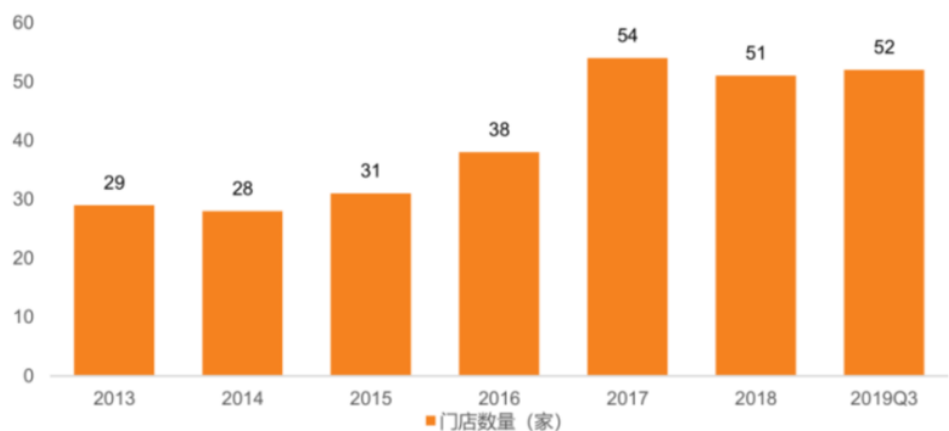
表 1：成都工投权益变动前后持股情况

股东名称	本次权益变动前持股情况		本次权益变动后持股情况	
	股份数（股）	持股比例（%）	股份数（股）	持股比例（%）
成都工投资产经营有限公司	19641955	2.53	38812475	5.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

全国性百货龙头企业，百货&奥莱协同发展。公司作为纯正的全国百货龙头企业，形成集百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局。公司加速全面提升百货业态商品经营能力和顾客经营能力，持续深化创新模式，推进全渠道建设，大力发展购物中心及奥莱业态，借力资本手段发展商品自营及超市业态。截至 2019 年 9 月，公司共运营 52 家大型门店，其中百货 37 家，奥特莱斯 9 家，购物中心 6 家。公司涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，已覆盖北京、内蒙古、山西、河南等共计 22 个省、市、自治区，32 个城市。

图 1：公司门店数量变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：王府井门店全国分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

王府井东安股权无偿划转首旅集团，国企改革有望加速推进。随着王府井东安股权无偿划转首旅集团，首旅集团直接持有公司 26.73% 的股份，首旅集团成为上市公司控股股东。股权划转将进一步深化北京国资委对于零售国企的改革，进一步推进首旅集团“6+2”产业布局，实现资源共享与优势互补，解决同业竞争问题。

图 3：公司股权结构变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

公司是纯正的全国百货龙头企业，传统百货业态稳定增长，奥特莱斯成为新的增长点，估值处于历史底部。我们将公司 2019-20 年业绩预期从 13/15 亿下调至 11/12 亿，主要系社会零售消费增速不达预期。综合预计 2019-21 年净利润分别为 11/12/13 亿，当前市值对应 9/9/8xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6,031.31	6,950.01	6,612.00	9,034.63	10,360.13
应收票据及应收账款	242.85	281.69	164.67	336.41	221.74
预付账款	698.51	355.81	355.53	580.45	443.43
存货	768.67	920.64	457.76	1,070.77	536.96
其他	318.56	308.91	1,787.08	330.63	1,939.65
流动资产合计	8,059.90	8,817.05	9,377.04	11,352.88	13,501.91
长期股权投资	871.93	864.24	864.24	864.24	864.24
固定资产	4,644.65	4,915.36	4,738.13	4,566.40	4,384.98
在建工程	24.38	84.74	86.84	100.11	90.06
无形资产	987.90	957.17	903.62	850.07	796.52
其他	5,600.54	6,066.33	4,886.39	4,991.75	4,791.77
非流动资产合计	12,129.40	12,887.83	11,479.22	11,372.56	10,927.57
资产总计	20,189.30	21,704.88	20,856.26	22,725.44	24,429.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,645.26	2,408.69	2,600.55	2,662.41	3,142.96
其他	4,609.45	6,348.04	4,533.62	5,751.39	6,154.00
流动负债合计	7,254.71	8,756.73	7,134.16	8,413.80	9,296.96
长期借款	600.00	663.04	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,099.07	496.36	1,264.54	953.32	904.74
其他	446.06	309.57	298.63	351.42	319.87
非流动负债合计	2,145.13	1,468.96	1,563.16	1,304.74	1,224.61
负债合计	9,399.84	10,225.70	8,697.33	9,718.54	10,521.57
少数股东权益	620.98	678.18	701.62	727.16	754.68
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	776.25
资本公积	4,508.34	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70
留存收益	9,073.65	9,995.63	10,681.06	11,503.49	12,376.98
其他	(4,189.77)	(4,929.56)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)
股东权益合计	10,789.46	11,479.19	12,158.93	13,006.90	13,907.91
负债和股东权益总	20,189.30	21,704.88	20,856.26	22,725.44	24,429.48

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	932.09	1,226.20	1,137.01	1,238.59	1,334.82
折旧摊销	640.54	626.29	288.68	292.01	295.01
财务费用	158.82	119.74	(262.92)	(382.02)	(473.54)
投资损失	18.18	(6.10)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(390.13)	(280.96)	(798.38)	1,491.89	164.97
其它	698.15	(163.21)	23.44	25.54	27.52
经营活动现金流	2,057.66	1,521.97	367.82	2,646.01	1,328.79
资本支出	2,081.56	808.77	70.94	27.21	81.55
长期投资	183.28	(7.70)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,739.33)	(1,980.97)	(110.94)	(87.21)	(111.55)
投资活动现金流	(2,474.50)	(1,179.90)	(40.00)	(60.00)	(30.00)
债权融资	2,237.66	2,258.46	1,810.42	1,681.17	1,695.67
股权融资	(1,154.85)	282.43	233.79	382.02	473.54
其他	(3,352.58)	(1,972.89)	(2,710.04)	(2,226.58)	(2,142.50)
筹资活动现金流	(2,269.77)	568.00	(665.83)	(163.39)	26.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,686.61)	910.08	(338.00)	2,422.62	1,325.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,085.22	26,711.16	27,060.35	28,954.58	31,334.57
营业成本	20,681.48	21,052.41	21,296.50	22,787.25	24,660.31
营业税金及附加	265.01	280.75	286.90	306.98	331.26
营业费用	2,859.21	2,897.30	3,044.29	3,300.82	3,603.48
管理费用	956.32	983.27	1,031.43	1,129.23	1,253.38
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(14.95)	(121.52)	(262.92)	(382.02)	(473.54)
资产减值损失	1.61	20.29	7.27	9.73	12.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(18.18)	6.10	20.00	20.00	20.00
其他	19.28	(36.31)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	1,335.44	1,628.87	1,676.89	1,822.59	1,967.25
营业外收入	11.54	101.34	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.61	27.37	19.10	16.69	21.05
利润总额	1,343.36	1,702.85	1,657.79	1,805.90	1,946.20
所得税	411.27	476.65	497.34	541.77	583.86
净利润	932.09	1,226.20	1,160.45	1,264.13	1,362.34
少数股东损益	22.27	24.77	23.44	25.54	27.52
归属于母公司净利润	909.82	1,201.43	1,137.01	1,238.59	1,334.82
每股收益(元)	1.17	1.55	1.46	1.60	1.72

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	46.59%	2.40%	1.31%	7.00%	8.22%
营业利润	69.35%	21.97%	2.95%	8.69%	7.94%
归属于母公司净利润	58.27%	32.05%	-5.36%	8.93%	7.77%
获利能力					
毛利率	20.72%	21.18%	21.30%	21.30%	21.30%
净利率	3.49%	4.50%	4.20%	4.28%	4.26%
ROE	8.95%	11.12%	9.92%	10.09%	10.15%
ROIC	33.58%	48.18%	61.32%	29.98%	67.26%
偿债能力					
资产负债率	46.56%	47.11%	41.70%	42.77%	43.07%
净负债率	-35.16%	-40.87%	-39.49%	-56.54%	-62.30%
流动比率	1.11	1.01	1.31	1.35	1.45
速动比率	1.01	0.90	1.25	1.22	1.39
营运能力					
应收账款周转率	126.71	101.85	121.25	115.57	112.28
存货周转率	44.83	31.62	39.26	37.89	38.98
总资产周转率	1.37	1.28	1.27	1.33	1.33
每股指标(元)					
每股收益	1.17	1.55	1.46	1.60	1.72
每股经营现金流	2.65	1.96	0.47	3.41	1.71
每股净资产	13.10	13.91	14.76	15.82	16.94
估值比率					
市盈率	11.77	8.92	9.42	8.65	8.03
市净率	1.05	0.99	0.93	0.87	0.81
EV/EBITDA	4.81	0.73	1.54	-0.01	-0.61
EV/EBIT	6.08	0.90	1.85	-0.01	-0.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com