

首旅集团合并王府井东安

——首旅集团壮大 不影响王府井经营

研究简报

◆ 实控人王府井东安被并入首旅集团 不影响公司经营

经北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对首旅集团与王府井东安实施合并重组，将王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团，王府井东安保留独立法人地位。本次无偿划转后，首旅集团持有王府井东安 100% 股权。王府井东安为公司的控股股东，目前持股 26.73%。

◆ 依靠首旅集团大平台 发挥王府井品牌优势

首旅集团旗下原持有首商股份 37.79% 股权，首旅酒店 36.7%，全聚德 42.67% 三家上市公司股权，重组后首旅集团资产将超千亿。2018 年改革开放 40 周年之际，此次重组是全面贯彻落实党的十九大精神，推动国有资本做强做优做大的具体实践，是全面深化国资国企改革的重要举措。有利于进一步充分发挥王府井品牌优势，更好地服从服务首都“四个中心”功能定位。

◆ 王府井北京零售国改标杆，国改持续推进中

王府井 16 年引进京国瑞基金、三胞投资和懿兆投资，符合国企混改发展方向。随后 17 年贝尔蒙特注入上市公司，解决集团内部同业竞争问题。17 年 8 月吸收合并王府井国际，减少国资委与上市公司间的决策层级。而此次与首旅的合并，也并非毫无苗头，2016 年 4 月，当首旅集团副董事长、总裁刘毅接任王府井董事长一职时，这一场国资系的人事调动，也被市场解读为北京百货零售业又一次重组的前奏，引发市场密切关注。

◆ 新董事长带来新气象 新增业态带来增长新希望

新董事长履职为公司管理带来新气象。而公司引入合伙人制度对购物中心、奥莱、便利店等新增业态尝试管理团队持股，员工激励市场化。公司管理团队年轻化，且拥有较充足的人才储备，为公司后续经营扩展下沉提供支持。我们看好公司合伙人制度对公司管理团队的激励将释放公司更多活力，新增业态在年轻团队管理下贡献更高竞争力。我们预测公司 17 到 19 年 EPS 分别为 1.12/1.21/1.29 元，对应估值 18/16/15，作为国内优质的全国性布局的百货企业，给予公司 20x 估值目标价 24 元。继续公司给予“强烈推荐”评级。

风险提示：消费需求回落，公司新增业态增速不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17328	17,795	25,761	27,482	29,061
增长率(%)	-5.2	2.7	44.8	6.7	5.7
净利润(百万元)	661.2	575	867	937	999
增长率(%)	4.0	-13.1	50.9	8.0	6.7
毛利率(%)	21.4	21.4	20.9	20.7	20.5
净利率(%)	3.8	3.2	3.4	3.4	3.4
ROE(%)	9.0	5.3	7.7	8.0	8.1
EPS(摊薄/元)	0.85	0.74	1.12	1.21	1.29
P/E(倍)	23.14	26.6	17.6	16.3	15.3
P/B(倍)	2.07	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源：新时代证券研究所

强烈推荐 (维持评级)

分析师

陈文倩 (执业证书编号：S0170511070001)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

市场数据 时间 2018.02.06

收盘价(元)：	19.24
总股本(亿股)：	7.76
总市值(亿元)：	149.35
近 3 月换手率：	179.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.84	0.16	4.66
绝对	-3.56	7.21	31.69

相关研报

百货企稳回升 合伙人制度激励业绩快速增长

2017-11-27

目 录

1、 首旅集团吸收合并王府井实控人王府井东安	3
1.1、 重组将壮大首旅集团 进一步推进北京市国企改革步伐.....	3
2、 吸收合并后王府井经营不受影响	3
2.1、 王府井东安被合并不影响王府井经营管理	4
2.1.1、 王府井国改运作不断.....	4
2.1.2、 王府井百货回暖稳固业绩 持续推进多业态发展.....	4
2.1.3、 新董事长履职为公司管理带来新气象。	4
附：财务预测摘要.....	6
图表目录	8

1、首旅集团吸收合并王府井实控人王府井东安

王府井1月30日晚间公告，经北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对首旅集团与王府井东安实施合并重组，将王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团，王府井东安保留独立法人地位。本次无偿划转后，首旅集团持有王府井东安100%股权。王府井东安仍是公司的控股股东，目前持股26.73%。

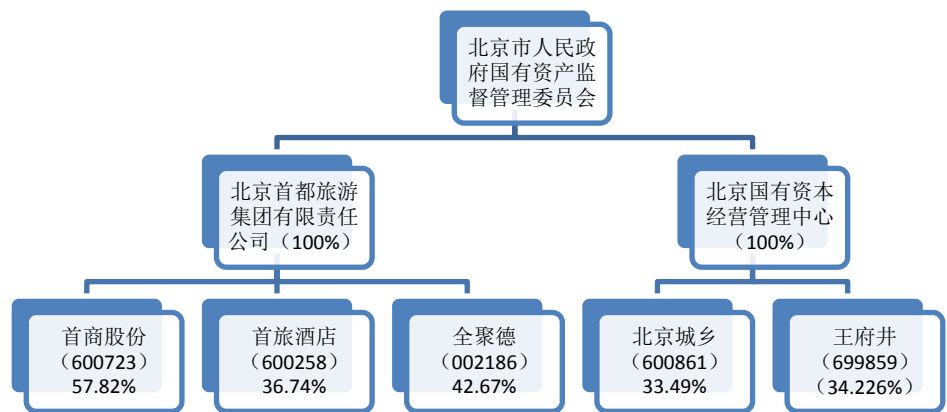
1.1、重组将壮大首旅集团 进一步推进北京市国企改革步伐

首旅集团成立于1998年2月，是北京市第一批国有资本运营公司，北京市国资委100%控股子公司，其业务范围涵盖酒店、餐饮、出行、商业、景区旅行及文化娱乐六大业务板块。首旅集团下原持有首商股份37.79%股权，首旅酒店36.7%，全聚德42.67%三家上市公司股权。此次吸收合并王府井东安后，将持有王府井26.73%股权。

此次重组，是全面贯彻落实党的十九大精神，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大的具体实践，是全面深化国资国企改革的重要举措。有利于加快推动优势资产资源集中集聚，促进多业态协调发展、互补带动，形成强大发展合力。有利于更好地发挥国有资本运营公司试点的功能作用，有效提升市场化投融资能力和资源配置效率，增强发展效能，推进高质量发展。有利于进一步充分发挥王府井品牌优势，建立以“国际水平、本土特色、物超所值”为内涵的“北京服务”理念、标准和体系，引领北京旅游商贸服务产业转型发展，进一步提升首都生活性服务业品质，更好地服从服务首都“四个中心”功能定位。

重组后，首旅集团资产总额超千亿元，将紧紧围绕首都城市战略定位，通过打造引领北京旅游商贸服务产业发展的核心载体，不断深化改革，完善市场化经营机制，加快业务整合，构建现代商业新模式，激发企业发展活力，提升服务品质，为建设国际一流的和谐宜居之都作出新的更大贡献。

图表1：原北京市国资委部分控股子公司结构



资料来源：新时代证券研究所

2、吸收合并后王府井经营不受影响

2.1、王府井东安被合并不影响王府井经营管理

王府井东安成立于2000年9月，以百货零售为主业，旗下上市公司王府井集团股份有限公司业务遍布在全国七大经济区域30个城市，在国内零售行业具有较高知名度和品牌声誉度。此次股权只是从国管中心手中无偿转让到首旅集团，最终实控人仍是北京市国资委，不影响王府井百货经营。

2.1.1、王府井国改运作不断

根据《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，王府井也开始了自己国企改革步伐。首先，公司于2016年9月引进京国瑞基金、三胞投资和懿兆投资，符合国企混合所有制改革的发展方向。其次，2017年上半年将王府井国际持有的贝尔蒙特注入上市公司，完成春天百货资产注入，解决集团内部同业竞争问题。最后，2017年8月，通过增发和支付现金方式吸收合并王府井国际，简化王府井国资委持股层级，从而进一步减少国有资产出资监督主体与上市公司之间的决策层级，进一步提高决策效率。

王府井是北京国资委旗下最优质的商业上市公司，三次国改层层递进，2018年改革开放40周年之际，开年首月北京市国资委推出此次重组合并，有力量与壮大首旅集团，进一步充分发挥王府井品牌优势。事实上此次与首旅的重组合并，也并非毫无苗头，2016年4月，当首旅集团副董事长、总裁刘毅接任王府井董事长一职时，这一场国资系的人事调动，也被市场解读为北京百货零售业又一次重组的前奏。

2.1.2、王府井百货回暖稳固业绩 持续推进多业态发展

王府井是一家专注于百货业态的全国性连锁零售企业。前身是享誉中外的新中国第一店——北京市百货大楼，创立于1955年。王府井，作为一家专注于百货业态的全国性连锁零售企业，于1994年上市，市场影响力日益扩大，综合实力稳步提升，是全国布局的国内最大零售集团之一。公司紧紧围绕“提升、发展”两大主题，在全国积极推进百货连锁发展，积极推进主业连锁的战略布局，持续推进多业态发展，稳固综合百货优势，积极落实一店一策、一企一策，探索购物中心、奥特莱斯、超市及便利店等新兴业态发展模式。

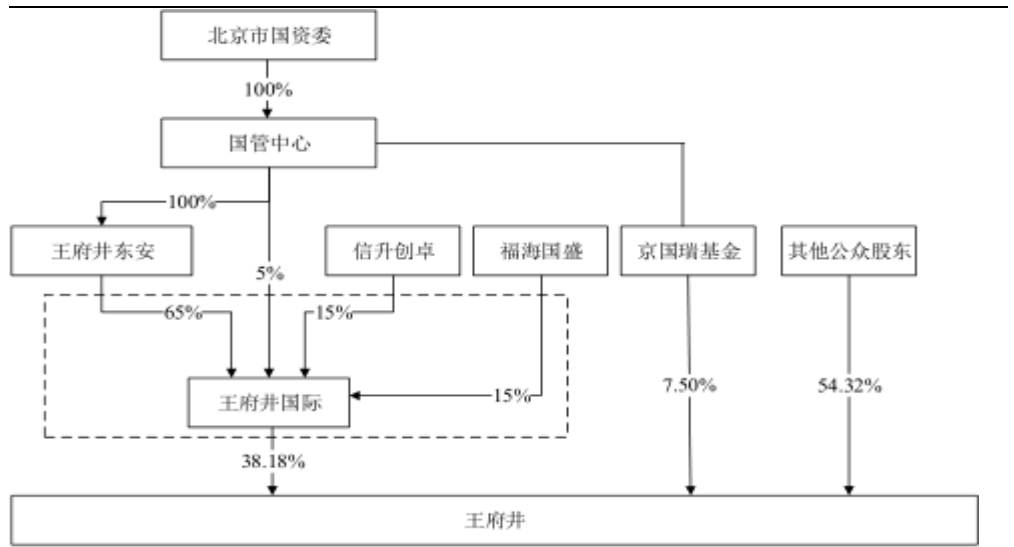
截至2017年Q3，公司前三季实现营收187.70亿元，同比增长12.51%；归属母公司净利润7.33亿元，同比增长32.76%。公司主要业务为商品零售和商业物业出租，覆盖综合百货、购物中心、奥特莱斯三大主力业态，同时公司超市业态、便利店业态及线上零售渠道也在快速发展中。截至目前，公司在全国七大经济区域运营54家门店，总经营建筑面积261万平米。

2.1.3、新董事长履职为公司管理带来新气象。

我们在前期点评中也指出，公司新董事长履职后为公司管理带来新气象，此次首旅集团合并王府井东安，再度引发市场对后续国企改革预期，且不论国改进度，但就首旅集团大平台资源丰富，也将进一步助推王府井品牌发力。公司国资管理背景下，仍拥有较充分的市场化经营空间，公司引入合伙人制度对购物中心、奥莱、便利店等新业态尝试管理团队持股，奖励市场化，激励也较充分。公司管理团队年轻化，拥有较充足的人才储备，为公司后续经营扩展下沉也提供支持。看好公司在首旅集团大平台加持下品牌发力，渠道更易开拓，合伙人制度对公司管理团队的激励将释放公司更多活力，提高竞争力。我们预测公司17到19年EPS分别为1.12/1.21/1.29元，对应估值18/16/15，作为国内优质的全国性布局的百货企业，给予

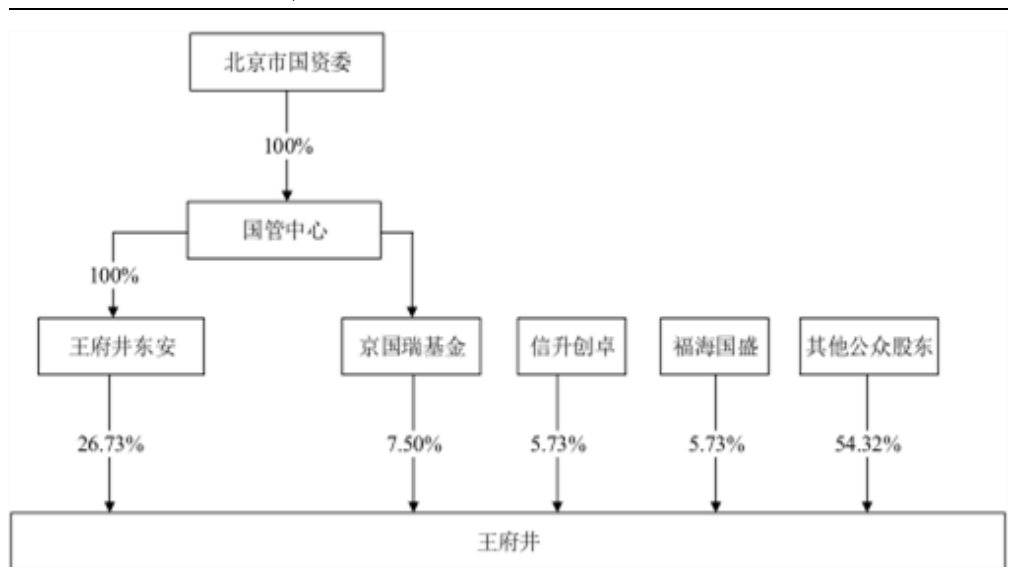
公司 20x 估值目标价 24 元。继续公司给予“强烈推荐”评级。

图表2： 吸收合并王府井国际前公司的股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表3： 吸收合并王府井国际后公司的股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表4： 王府井百货全国布局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表5：王府井门店情况（截至2017Q3）

地区	经营业态	门店数量	经营面积(m ²)	备注
华北	购物中心/百货	12	47.5	北京、陕西、内蒙古
	奥特莱斯	1	4.4	
华中	购物中心/百货	9	53.4	河南、湖北、湖南
华南	购物中心/百货	2	5.7	广东、广西
华东	购物中心/百货	3	9.2	福建
西南	购物中心/百货	15	62.2	重庆、四川、云南、贵州
西北	购物中心/百货	7	39.3	青海、新疆、甘肃、宁夏、陕西
	奥特莱斯	3	22.4	
东北	奥特莱斯	1	4.1	辽宁、黑龙江
	购物中心/百货	1	12.8	
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	54	261	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7363	10185	13973	11438	14532	营业收入	17328	17795	25761	27482	29061
现金	5851	8027	12697	8969	12722	营业成本	13615	13990	20366	21804	23107
应收账款	81	169	134	189	153	营业税金及附加	176	198	283	275	291
其他应收款	997	1315	207	1545	634	营业费用	2092	2067	2834	2913	3051
预付账款	22	123	0	101	14	管理费用	623	727	1030	1154	1191
存货	412	395	779	478	854	财务费用	-54	21	-28	-27	-21
其他流动资产	0	156	156	156	156	资产减值损失	-0	-0	0	0	0
非流动资产	6590	7603	8242	8244	8202	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	565	689	732	776	819	投资净收益	183	-3	-98	-95	-93
固定资产	2180	2733	3836	4019	4127	营业利润	1060	789	1178	1268	1349
无形资产	944	1027	984	906	867	营业外收入	20	86	100	110	120
其他非流动资产	2901	3153	2689	2543	2389	营业外支出	144	26	25	27	29
资产总计	13954	17788	22215	19683	22735	利润总额	936	849	1253	1351	1440
流动负债	4086	4631	8593	6243	9346	所得税	274	283	389	419	446
短期借款	3	0	0	0	0	净利润	661	566	865	932	993
应付账款	1614	1855	3195	2212	3518	少数股东损益	0	-9	-3	-4	-6
其他流动负债	2469	2776	5398	4031	5828	归属母公司净利润	661	575	867	937	999
非流动负债	2481	2486	2421	1739	1138	EBITDA	1381	1239	1529	1667	1544
长期借款	2196	2346	2280	1598	998	EPS(元)	0.85	0.74	1.12	1.21	1.29
其他非流动负债	285	140	140	140	140						
负债合计	6566	7117	11014	7981	10484	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	5	294	292	287	281	成长能力					
股本	463	776	776	776	776	营业收入(%)	(5.2)	2.7	44.8	6.7	5.7
资本公积	3205	5830	5830	5830	5830	营业利润(%)	10.8	-25.6	49.4	7.6	6.4
留存收益	3436	3604	3951	4334	4737	归属于母公司净利润(%)	4.0	-13.1	50.9	8.0	6.7
归属母公司股东权益	7382	10377	10910	11414	11970	获利能力					
负债和股东权益	13954	17788	22215	19683	22735	毛利率(%)	21.4	21.4	20.9	20.7	20.5
						净利率(%)	3.8	3.2	3.4	3.4	3.4
						ROE(%)	9.0	5.3	7.7	8.0	8.1
						ROIC(%)	6.6	4.0	5.1	5.5	5.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.1	40.0	49.6	40.5	46.1

财务费用	-54	21	-28	-27	-21	净负债比率(%)	-49.4	(53.2)	(87.9)	(58.1)	-91.0
投资损失	-183	3	98	95	93	流动比率	1.8	2.2	1.6	1.8	1.6
营运资金变动	-426	-183	4274	-3543	3761	速动比率	1.7	2.1	1.5	1.8	1.5
其他经营现金流	176	97	1	-0	0	营运能力					
投资活动现金流	-470	-1006	-1249	-673	-439	总资产周转率	1.3	1.1	1.3	1.3	1.4
资本支出	244	598	1119	-248	-67	应收账款周转率	225.1	142.2	170.0	170.0	170.0
长期投资	27	-194	-43	-123	-43	应付账款周转率	8.2	8.1	8.1	8.1	8.1
其他投资现金流	-199	-602	-173	-1045	-549	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-304	2202	199	-1087	-1023	每股收益(最新摊薄)	0.85	0.74	1.12	1.21	1.29
短期借款	3	-3	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	1.20	7.37	-2.53	6.72
长期借款	5	150	-66	-682	(600)	每股净资产(最新摊薄)	9.51	13.37	14.05	14.70	15.42
普通股增加	0	313	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	2625	0	0	0	P/E	23.14	26.62	17.64	16.33	15.31
其他筹资现金流	-312	-884	265	-405	-423	P/B	2.07	1.47	1.40	1.34	1.28
现金净增加额	-124	2176	4670	-3727	3752	EV/EBITDA	8.48	8.0	3.8	5.3	2.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 原北京市国资委部分控股子公司结构.....	3
图表 2: 吸收合并王府井国际前公司的股权结构.....	5
图表 3: 吸收合并王府井国际后公司的股权结构.....	5
图表 4: 王府井百货全国布局.....	5
图表 5: 王府井门店情况 (截至 2017Q3)	6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>