

老店稳健复苏贡献利润 新店再添助力提高收入

——王府井 2017 年年报披露 业绩符合预期

年报点评报告

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

● 17 年收入保持两位数增长:

公司实现营业收入 260.85 亿元, 同比增长 11.09%; 公司净利润 9.10 亿元, 同比增长 18.60%; 对应每股盈利 1.17 元。公司拟每 10 派 3.6 元 (含税)。公司业绩符合我们预期。

● 百货调整转型企稳回升 奥莱全年增速 41%:

按业务划分: 公司主营业务为商品零售, 全年实现营业收入 246.52 亿元 (收入占比 95%), 同比增长 10.45%。百货购物中心业态收入同比增长 6.82%, 奥莱收入同比增长 41.23%。受新开门店、奥莱业态占比提升、促销增加等因素影响, 公司主营业务毛利率为 16.56%, 较同期下降 0.99%。

财务数据分析: 公司毛利率下降 0.66% 至 20.72%, 主要由于奥莱收入快速增长, 但奥莱毛利率 10.78%, 低于百货/购物中心业态毛利率 17.46%, 拉低公司毛利率水平。公司销售管理费同比增长 8.28%/8.51%, 低于收入成本增速, 提升了公司净利率水平 0.39% 至 3.57%。

● 提高顾客经营能力效果显著:

考虑市场回暖和企业规模扩张因素, 公司将继续加速拓展购物中心、奥特莱斯等新兴业态, 创新百货经营模式, 未来这三个业态基本每年 3-5 家速度发展。公司在新店拓展之际, 全力确保效益平台稳固, 树立“效益是生命线”的战略意识。紧抓提升两个能力: 持续提升商品经营能力和顾客经营能力, 确保企业市场竞争优势。

● 未来三年持续开店收入增长毛利额提升维持“强烈推荐”评级:

我们继续看好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提供支持。公司业绩增长基本符合我们预期, 我们略微上调公司 18/19/20 年 EPS 至 1.23/1.36/1.46 元, 对应 PE 分别为 16/15/14。维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 消费需求回落, 新店增速不达预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17795	26,085	27,626	29,222	30,912
增长率(%)	2.7	46.6	5.9	5.8	5.8
净利润(百万元)	574.8	910	957	1,055	1,130
增长率(%)	-13.1	58.3	5.2	10.2	7.2
毛利率(%)	21.4	20.7	20.7	20.7	20.6
净利率(%)	3.2	3.5	3.5	3.6	3.7
ROE(%)	5.3	8.6	8.5	8.8	8.8
EPS(摊薄/元)	0.74	1.17	1.23	1.36	1.46
P/E(倍)	26.91	17.0	16.2	14.7	13.7
P/B(倍)	1.49	1.5	1.4	1.3	1.2

强烈推荐 (维持评级)

市场数据 时间 2018.03.30

收盘价(元):	20.18
一年最低/最高(元):	14.3/23.49
总股本(亿股):	7.76
总市值(亿元):	156.65
流通股本(亿股):	3.05
流通市值(亿元):	61.59
近 3 月换手率:	125.39%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	2.13	-0.56	13.63
绝对	-1.09	-3.95	26.0

相关报告

《首旅集团合并王府井东安》2018-02-06
《百货企稳回升 合伙人制度激励业绩快速增长》2017-11-27

1、王府井 17 年业绩符合预期

王府井公布 2017 年业绩，公司实现营业收入 260.85 亿元，同比增长 11.09%；利润总额完成 13.43 亿元，同比增长 13.12%；归属于上市公司股东的净利润 9.10 亿元，同比增长 18.60%；实现归属扣非净利润 7.50 亿元，较上年同期增长 113.80%。对应每股收益 1.17 元，同比增长 31.46%。公司拟每 10 股派发现金 3.6 元（含红利所得税）。公司业绩符合我们预期。

1.1、按业务划分：

公司主营业务为商品零售，全年实现主营营业收入 246.52 亿元（收入占比 95%），同比增长 10.45%。受新开门店、奥莱业态占比提升（奥莱毛利 10.78%，毛利低于百货/购物中心业态 17.46%）、促销增加等因素影响，公司主营业务毛利率为 16.56%，较同期下降 0.99%。

1.2、按业态说明：

百货购物中心业态收入同比增长 6.82%，奥莱收入同比增长 41.23%，奥莱为公司收入两位数增长贡献较大。公司百货业态特别是一线发达地区的百货门店呈现出较为明显的回暖趋势。传统百货转型变革依然是业内主题，新技术和大数据应用更为广泛，并且持续推动百货门店的转型和业绩的提升，业内并购重组频发，行业集中度逐步提升。购物中心业态以其极佳的体验式消费成为当前最重要的零售经营方式之一，虽然面临着供给量快速放大、项目运营质量参差不齐等问题，但是在全国城镇居民的服务型消费占总消费比重日益扩大、体验式消费成为实体商业的重要组成部分的背景下，拥有大量供应商资源和优质运营能力的经营者的机会更加凸显；奥特莱斯业态方面，市场增速维持较高水平，销售渠道继续下沉，复合型、大体量、自持型项目成为发展方向。

1.3、按区域划分：

西北、西南、华中、华北地区营业收入增幅明显，成都、北京、太原、长沙、贵阳营业收入占比贡献大。王府井优势明显地区仍在华北和西南地区，主营业务两地贡献收入占比 63% 以上，且华北/西南两区毛利率 17.13%/17.83%，明显高于公司主营业务毛利率 16.52%，是公司利润贡献大区。

1.4、按时段说明：

单季拆分来看，1-4 季度营收增速分别为 10.94%/13.78%/12.31%/7.62%，四季度营收增速最低降至个位数。1-4 季度毛利率分别为 20.87%/20.60%/21.14%/20.38%，四季度毛利率最低，但仍保持 20% 以上。1-4 季度单季净利率分别为 3.53%/4.49%/3.85%/2.42%，四季度受全年超额利润奖励提取奖金 9000 多万，以及反向吸收王府井国际股权中介费 1000 多万，影响四季度净利水平。公司全年交易质量明显改善，交易次数结束连年大幅下降的趋势，实现同比基本持平，客单价增幅接近 8%，对销售增长的拉动明显增强。

1.5、财务数据分析：

公司毛利率下降 0.66% 至 20.72%，主要由于奥莱收入快速增长，但奥莱毛利率 10.78%，低于百货/购物中心业态毛利率 17.46%，拉低公司毛利率水平。公司销售

管理费同比增长 8.28%/8.51%，低于收入成本增速，提升了公司净利率水平 0.39% 至 3.57%。

1.6、行业概况：

统计局数据，2017 年全年国内生产总值同比增长 6.9%，社会消费品零售总额同比增长 10.2%，消费品市场规模进一步扩大，消费品市场业态结构、商品结构、城乡结构持续优化，消费转型升级态势明显。最终消费支出对经济增长的贡献率为 58.8%，显示出消费仍是拉动经济增长的主要动力。商务部数据显示，2017 年重点监测的 2700 家典型零售企业销售额同比增长 4.6%，增速较上年同期加快 3 个百分点。

报告期内，在宏观经济持续稳健发展的前提下，国内消费市场渐趋回暖，规模稳步扩大，结构持续优化，效益显著提升。零售行业发展呈现销售规模增速加快、企业盈利能力增强和主要业态经营回暖的良好态势，网络零售规模不断扩大，实体零售创新转型亮点纷呈，线上线下业态融合趋势进一步加强，多业态、跨行业、聚合式、协同化深度融合，充分运用新技术拓建全渠道建设，实现便捷高效一体化购物，供应链进一步整合，销售渠道加快向中小城市、农村城镇扩张。

2、公司发展战略：

考虑市场回暖和企业规模扩张因素，公司将继续加速拓展购物中心、奥特莱斯等新兴业态，创新百货经营模式，提高新技术应用，增强消费者体验，提升运营效率，促使公司在行业变革中持续保持核心竞争力。未来这三个业态基本每年 3-5 家速度发展。公司在新店拓展之际，全力确保效益平台稳固，树立“效益是生命线”的战略意识。

公司回归零售本质，紧抓提升两个能力：持续提升商品经营能力和顾客经营能力，确保企业市场竞争优势。通过 17 年新增会员数据贡献来看，提升顾客经营能力对业绩刺激作用明显。2017 年公司会员 600 多万，通过线上流量平台打造，线上会员实现 260 万左右，新增会员在 17 年销售额中贡献 10.6 亿（收入较以往增长了 6 亿），新增会员带动了公司整体收入增长。虽然公司客流数据有所微降，但是会员交易次数 2018 年 1、2 月份增长 11% 多，新增会员交易次数增长 50%，17 年会员交易次数每月 740 万笔左右，今年 1、2 月 820 万笔。新增会员贡献强劲显著。

2.1、盈利预测与估值建议

我们继续看好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提供支持。公司业绩增长基本符合我们预期，根据最新 17 年业绩，我们略微上调公司 18/19/20 年 EPS 至 1.23/1.36/1.46 元，对应 PE 分别为 16/15/14。考虑公司作为全国布局的百货业龙头，看好积极转型增添新业态助力公司收入增长毛利额提高。维持公司“强烈推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10185	8060	9022	10515	10137	营业收入	17795	26085	27626	29222	30912
现金	8027	6031	6872	8508	7709	营业成本	13990	20681	21897	23182	24550
应收账款	169	243	82	262	102	营业税金及附加	198	265	276	292	309
其他应收款	1315	240	1526	673	1642	营业费用	2067	2859	3039	3185	3339
预付账款	123	699	0	152	65	管理费用	727	956	1022	1067	1128
存货	395	769	463	841	540	财务费用	21	-15	-64	-96	-115
其他流动资产	156	79	79	79	79	资产减值损失	-0	2	0	0	0
非流动资产	7603	12129	9862	10701	10388	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	689	872	1005	1138	1272	投资净收益	-3	-18	-68	-65	-63
固定资产	2733	4645	4587	4548	4517	营业利润	789	1335	1387	1527	1637
无形资产	1027	988	899	849	803	营业外收入	86	12	12	20	20
其他非流动资产	3153	5625	3371	4166	3796	营业外支出	26	4	4	10	10
资产总计	17788	20189	18884	21216	20525	利润总额	849	1343	1395	1537	1647
流动负债	4631	7255	5794	7678	6484	所得税	283	411	419	461	494
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	566	932	977	1076	1153
应付账款	1855	2645	2119	2925	2417	少数股东损益	-9	22	20	22	23
其他流动负债	2776	4609	3675	4753	4067	归属母公司净利润	575	910	957	1055	1130
非流动负债	2486	2145	1603	1254	884	EBITDA	1239	1915	1994	2122	1899
长期借款	2346	1699	1157	808	437	EPS(元)	0.74	1.17	1.23	1.36	1.46
其他非流动负债	140	446	446	446	446						
负债合计	7117	9400	7397	8932	7368						
少数股东权益	294	621	641	662	685	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	776	776	776	776	776	成长能力					
资本公积	5830	4508	4508	4508	4508	营业收入(%)	2.7	46.6	5.9	5.8	5.8
留存收益	3604	4565	5242	5988	6787	营业利润(%)	(25.6)	69.3	3.9	10.1	7.2
归属母公司股东权益	10377	10168	10846	11621	12472	归属于母公司净利润(%)	(13.1)	58.3	5.2	10.2	7.2
负债和股东权益	17788	20189	18884	21216	20525	获利能力					
						毛利率(%)	21.4	20.7	20.7	20.7	20.6
						净利率(%)	3.2	3.5	3.5	3.6	3.7
						ROE(%)	5.3	8.6	8.5	8.8	8.8
						ROIC(%)	4.0	7.1	7.1	7.3	7.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.0	46.6	39.2	42.1	35.9
						净负债比率(%)	-53.2	(35.2)	(46.8)	(59.9)	-52.7
						流动比率	2.2	1.1	1.6	1.4	1.6
						速动比率	2.1	1.0	1.5	1.3	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.4	1.4	1.5	1.5
						应收账款周转率	142.2	126.7	170.0	170.0	170.0
						应付账款周转率	8.1	9.2	9.2	9.2	9.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.74	1.17	1.23	1.36	1.46
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	5.23	0.47	4.95	-0.04
						每股净资产(最新摊薄)	13.37	13.10	13.97	14.97	16.07
						估值比率					
						P/E	26.91	17.00	16.16	14.67	13.69
						P/B	1.49	1.52	1.43	1.33	1.24
						EV/EBITDA	8.19	6.5	5.4	4.2	4.9

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	980	2058	366	3844	-34
净利润	566	932	977	1076	1153
折旧摊销	477	641	745	783	474
财务费用	21	-15	-64	-96	-115
投资损失	3	18	68	65	63
营运资金变动	-183	347	-1383	2027	-1616
其他经营现金流	97	135	23	-11	6
投资活动现金流	-1006	-2474	1432	-1676	-230
资本支出	598	1242	-374	-376	9
长期投资	-194	-231	-133	-183	-133
其他投资现金流	-602	-1464	924	-2235	-354
筹资活动现金流	2202	-2270	-957	-532	-535
短期借款	-3	0	0	0	0
长期借款	150	-647	-543	-349	(370)
普通股增加	313	0	0	0	0
资本公积增加	2625	-1322	0	0	0
其他筹资现金流	-884	-301	-415	-183	-165
现金净增加额	2176	-2691	841	1636	-799

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@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1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>