

2018年07月01日

证券研究报告·公司研究报告

王府井(600859) 商业贸易

增持(首次)

当前价: 21.27元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国企混改百货先锋，高效控费全国布局

投资要点

- **推荐逻辑:** 百货行业是线下零售的最大渠道，伴随电商冲击减弱、线下回暖和新零售变革，百货行业重燃生机;公司在百货行业内率先进行国企混改，并入首旅集团，有望在集团内部继续进行整合;推行合伙人制度和“一店一策”战略，应用大数据技术精准营销，控费效果明显，业绩快速增长;2017年年报显示公司实现营业收入260.9亿，同比增长11.1%，归母净利润9.1亿，同比增长18.6%，随着新开的购物中心和奥莱培育成熟，已有收购项目实现规模效应，在百货行业内率先实现全国布局，未来业绩增长可期。
- **百货行业渐趋回暖，电商冲击减弱，实体百货优势显现:** 社会零售品消费总额同比增长10.2%，全国大型零售企业零售额自2016年12月由负转正，2017年处于稳定增长趋势。与百货行业相关的主要社会消费品整体呈现增长趋势，发展环境利好。
- **收购和新开门店双管齐下，加速全国布局步伐:** 2017年新开门店中公司新开3家门店，含2家购物中心，1家购物中心内百货店;收购贝尔蒙特13家门店，包括10家百货，1家购物中心，2家奥特莱斯。已覆盖全国20个省市自治区和30个城市。当前重点发展购物中心和奥特莱斯业态，未来储备项目丰富。
- **实行国企混改和管理机制改革，控费效果明显:** 首旅集团和王府井东安进行合并重组，公司有望与首旅集团旗下同属百货行业的首商股份进行整合。推行合伙人制度、“一店一策”战略和大数据精准营销，控费效果明显，2017年销售费用率和管理费用率同比下降0.6%和0.4%。
- **租赁和自营比重提高，自有物业重估高溢价:** 在从传统百货向购物中心的过程中，联营模式占比从2015年的86.5%下降至2017年的82.8%，租赁模式从零上升至2.1%。公司自有物业重估值202亿元，较当前市值溢价30%。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2018-2020年的归母净利润分别为11.1亿、13.2亿和15.7亿元，对应EPS分别为1.43元、1.70元和2.02元，对应PE为15倍、13倍和11倍。考虑百货行业回暖，公司调改效果显著，门店扩张和业绩增长有序，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 国企混改推进或不及预期;线下复苏或不及预期;新开门店业绩或不及预期。

指标/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26085.22	30142.45	34776.62	40229.67
增长率	11.09%	15.55%	15.37%	15.68%
归属母公司净利润(百万元)	909.82	1107.83	1320.49	1565.45
增长率	18.60%	21.76%	19.20%	18.55%
每股收益EPS(元)	1.17	1.43	1.70	2.02
净资产收益率ROE	8.64%	9.81%	10.65%	11.43%
PE	18	15	13	11
PB	1.62	1.55	1.40	1.26

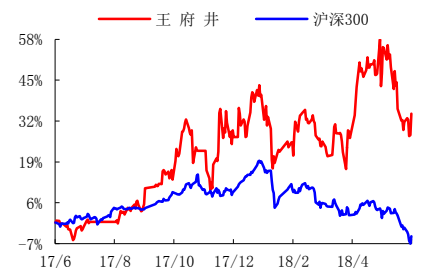
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 嵇文欣
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.76
流通A股(亿股)	3.05
52周内股价区间(元)	15.16-25.38
总市值(亿元)	165.11
总资产(亿元)	198.43
每股净资产(元)	13.51

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：领銜混改和全国布局，深耕细作百货业态	1
1.1 公司业绩状况：业绩显著复苏	1
1.2 公司主营业务结构：专注于百货行业，拓展奥特莱斯业态	1
1.3 公司股权结构：吸收合并王府井国际，并入首旅集团	2
2 行业分析：发展回暖，业态多元，渠道下沉，整合加速	3
2.1 电商冲击减弱，实体百货优势显现	3
2.2 百货业态走向多元化	4
2.3 不同企业物业类型和运营模式构成上差别较大	6
2.4 渠道下沉趋势明显，二三线城市门店增速亮眼	6
2.5 收购入股项目频繁，行业整合提高集中度	7
3 公司分析：管理改革效果明显，收购加速扩张步伐	8
3.1 新开门店加速全国布局，同店收入增长迅速	8
3.2 管理机制改革，控费效果明显	10
3.3 收购重组加速扩张步伐，国企调改有望内部整合	11
3.4 租赁和自营比重提高，自有物业重估高溢价	13
4 盈利预测与估值	15
5 风险提示	16

图目录

图 1: 公司 2013 年以来营业收入及增速	1
图 2: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	1
图 3: 公司 2017 年主营业务收入结构情况	2
图 4: 公司 2017 年主营业务区域分布情况	2
图 5: 国企改革前公司股权结构	2
图 6: 国企改革后公司股权结构	2
图 7: 全国大型零售企业零售额增长情况 (%)	3
图 8: 百货行业主要消费品限额以上零售额增长情况	3
图 9: 网购与网民规模及其增长情况 (亿元, 亿人, %)	3
图 10: 服装及化妆品网购规模及增长情况 (亿元, %)	3
图 11: 百货门店总数及增长情况 (家, %)	4
图 12: 连锁百货营业面积增长情况 (万平方米, %)	4
图 13: 百货企业目前涉及的领域 (%)	4
图 14: 百货企业目前涉及的业态 (亿元, %)	4
图 15: 购物中心数量及占百货业态的比重 (%)	5
图 16: 2017 年新开购物中心业态平均占比 (%)	5
图 17: 2016 年购物中心发展指数情况	5
图 18: 2014-2017 年奥特莱斯开店数量	5
图 19: 主流百货企业自有物业占比 (%)	6
图 20: 主流百货企业联营模式占比 (%)	6
图 21: 2017 年不同类型城市新开百货占比	7
图 22: 2017 年不同类型城市新开奥莱数量	7
图 23: 2014-2016 年百货行业收购或入股项目	7
图 24: 中、日、美百货行业集中度情况	7
图 25: 公司门店变动情况	8
图 26: 各业态门店变动情况	8
图 27: 公司目前各区域门店数量	9
图 28: 公司 2017 年各区域门店坪效	9
图 29: 公司人效情况 (万元/人)	11
图 30: 公司同店收入增长情况 (%)	11
图 31: 西安西恩温泉奥特莱斯净利润及增长情况 (亿元、%)	12
图 32: 2014-2017 年贝尔蒙特净利润及增长情况 (亿元、%)	12
图 33: 首旅集团对旗下上市公司的持股情况	13
图 34: 公司各运营模式占比 (%)	14
图 35: 公司联营和自营模式的毛利率情况 (%)	14

表 目 录

表 1: 公司已公告储备项目情况	8
表 2: 公司各区域营收贡献占比 (单位: %)	9
表 3: 已披露华北地区门店净利润变化情况 (单位: 元)	9
表 4: 已披露西南地区门店净利润变化情况 (单位: 元)	10
表 5: 购物中心及奥特莱斯公司管理团队持股情况	10
表 6: 公司目前已成立的购物中心和奥特莱斯管理团队	10
表 7: 公司销售费用、管理费用和财务费用占营业收入比重 (单位: %)	11
表 8: 贝尔蒙特旗下门店	12
表 9: 自有物业价值重估	14
表 10: 运营模式营业收入拆分	15
表 11: 可比公司估值比较	16
附表: 财务预测与估值	17

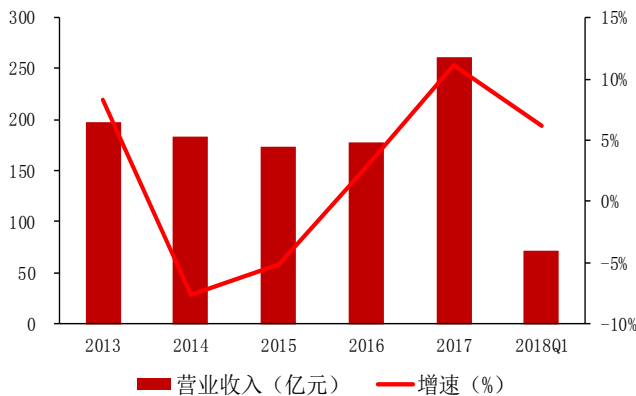
1 公司概况：领衔混改和全国布局，深耕细作百货业态

王府井专注于百货业态的发展，是率先实现全国性布局的连锁百货龙头企业。前身是创立于 1955 年、享誉中外的新中国第一店---北京市百货大楼。截至 2017 年末，公司在全国已拥有 54 家门店，涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，20 个个省级行政单位，包括百货、购物中心和奥特莱斯等多种业态，合计经营建筑面积 265.9 万平方米。在各地地方国资委控股的百货公司中，率先完成了百货连锁的全国战略布局，在竞争中取得了相对的优势地位，市场影响力日益扩大，综合实力稳步提升。

1.1 公司业绩状况：业绩显著复苏

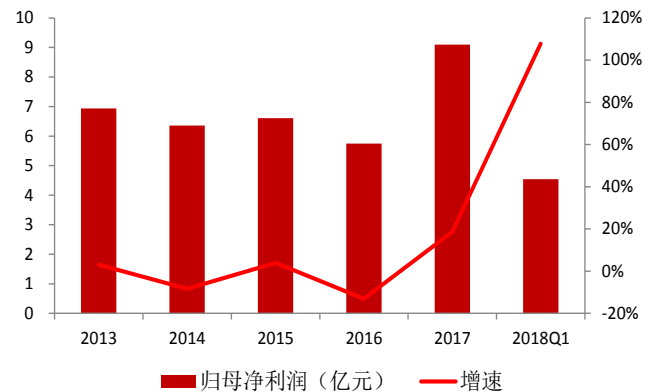
公司由于门店扩张加快和奥特莱斯发展迅速，营收和净利润都迎来睽违三年的两位数增长。近年来受互联网零售、跨境电商和国家政策的影响，传统百货行业发展低迷，在下行的行业环境下公司从 2014 年开始营收从此前的两位数高增长趋势转为负增长。随着 2016 年底开始的社会零售总额增速回暖、公司收购门店步伐加快和奥特莱斯业务的良好发展，公司 2017 年营业收入和净利润增速重回两位数增长。2017 年，公司营收为 260.9 亿元，同比增长 11.1%，归母净利润为 9.1 亿元，同比增长 18.6%，2018 年一季度，营收为 71.5 亿元，同比增长 6.1%，归母净利润为 4.5 亿元，同比增长 107.8%。

图 1：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

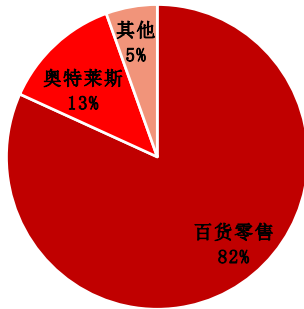
图 2：公司 2013 年以来归母净利润及增速



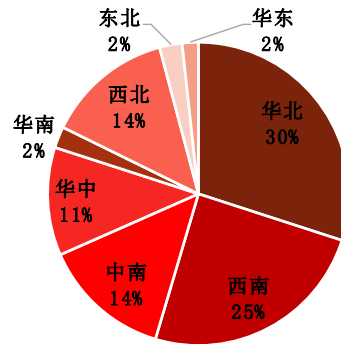
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 公司主营业务结构：专注于百货行业，拓展奥特莱斯业态

公司专注于百货行业，收入主要来自以百货和购物中心为主的百货零售及奥特莱斯业态，并在全国实现了业务布局。2017 年，公司的百货零售业务占主营业务收入的 82%，近年来公司拓展了奥特莱斯业态，占比 13%，便利店等其他业态占比 5%。从区域分布来看，收入来源最多的地区为华北，占比 30%，西南地区紧随其后，占比 25%，其次是中南、西北和华中，各占 14%、14%和 11%，华南、华东和东北布局相对较少，均占 2%。

图 3：公司 2017 年主营业务收入结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

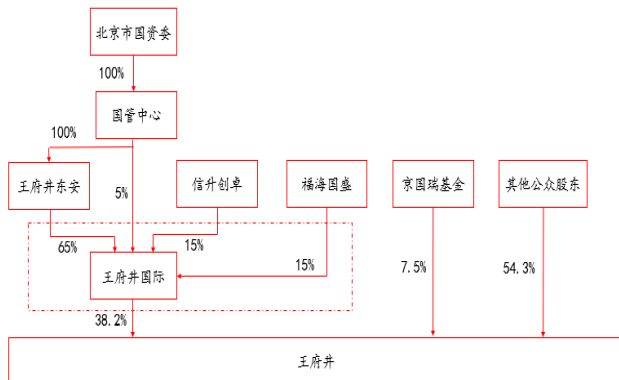
图 4：公司 2017 年主营业务区域分布情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

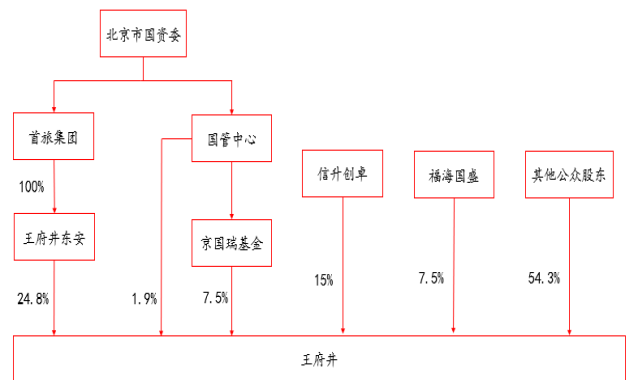
1.3 公司股权结构：吸收合并王府井国际，并入首旅集团

公司在国资委控股的百货企业中率先进行国企改革，吸收合并王府井国际，新晋控股股东王府井东安并入首旅集团。2017 年，公司通过向王府井国际的股东王府井东安、信升创卓、福海国盛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，王府井国际的股东直接成为上市公司的股东，王府井东安便成为王府井的控股股东，三方持股比例分别为王府井东安（26.73%），信升创卓（5.73%），福海国盛（5.73%），减少了国资委与上市公司间的决策层级。2018 年 1 月 30 日，北京市国资委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。本次无偿划转前，国管中心持有王府井东安 100% 股权；本次无偿划转后，首旅集团持有王府井东安 100% 股权，王府井东安保留独立法人地位。

公司的国企改革，既起到了优化股权结构、简化管理层级的作用，又起到了推动优势资产资源集中集聚，促进多业态协调发展的作用。一方面，理顺股权结构，简化持股层级，进一步减少上市公司的决策层级，提升决策效率，优化治理结构，为后续实施混改扫清障碍。另一方面，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，通过与首旅集团的合作进一步充分发挥王府井品牌优势。

图 5：国企改革前公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：国企改革后公司股权结构


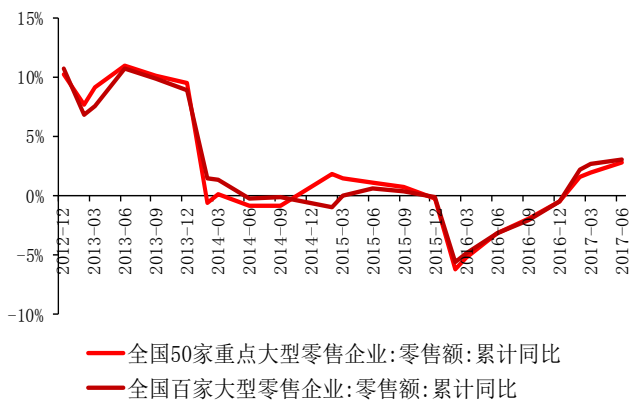
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：发展回暖，业态多元，渠道下沉，整合加速

2.1 电商冲击减弱，实体百货优势显现

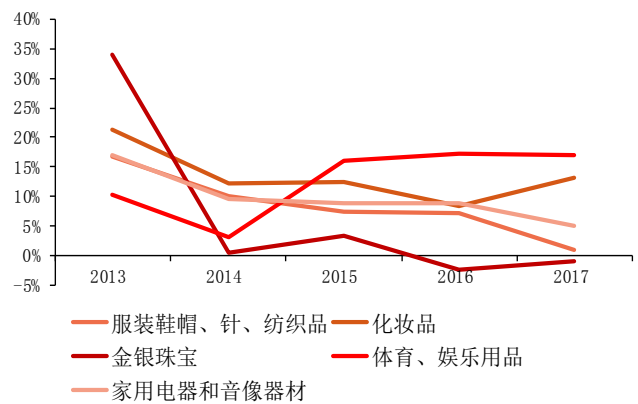
全国大型零售企业零售额回升，百货行业相关主要消费品整体成增长态势。全国大型零售企业零售额自 2016 年 12 月由负转正，增长率开始回升，2017 年处于稳定增长趋势。2017 年百货行业销售的主要消费品限额以上零售额及增长率分别为服装鞋帽、针、纺织品 14557 亿元 (+0.9%)、化妆品 2514 亿元 (+13.1%)、金银珠宝 2970 亿元 (-0.9%)、体育和娱乐用品 743 亿元 (+17.1%) 及家用电器和音像器材 9454 亿元 (5.0%)，与百货行业相关的主要社会消费品整体呈现增长趋势，发展环境利好。

图 7：全国大型零售企业零售额增长情况 (%)



数据来源：wind，国家统计局，西南证券整理

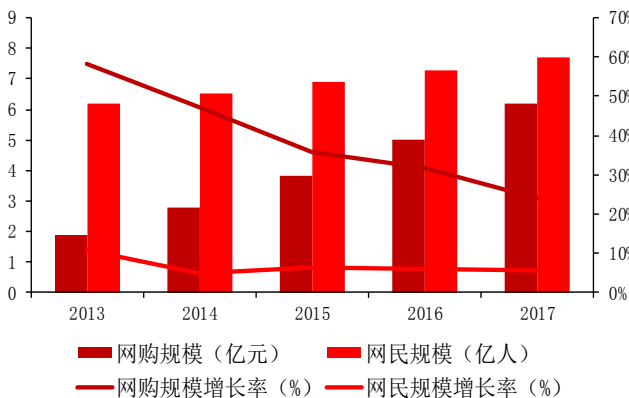
图 8：百货行业主要消费品限额以上零售额增长情况



数据来源：wind，国家统计局，西南证券整理

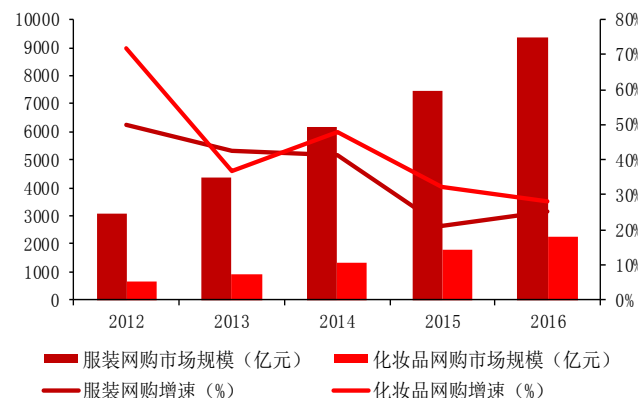
整体网购与网民规模增长趋缓，百货行业最主要的品类服装和化妆品网购规模增长下行，电商冲击减弱。2013-2017 年，整体网购规模增长率自 58.3% 下降至 24.0%；2012-2016 年，网民规模增长率自 10.7% 下降至 5.5%，中国网购市场逐渐饱和，网络普及率已达高位，总体网购规模及网民规模增长趋缓。2012-2016 年，百货行业主要的品类服装的网购规模增速从 49.9% 下降至 25.3%，化妆品的网购规模增速从 72% 下降至 28%，线上空间逐渐减少，百货行业主要品类网购规模增长均处于下行趋势，电商对实体零售的冲击逐渐减弱。

图 9：网购与网民规模及其增长情况 (亿元，亿人，%)



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

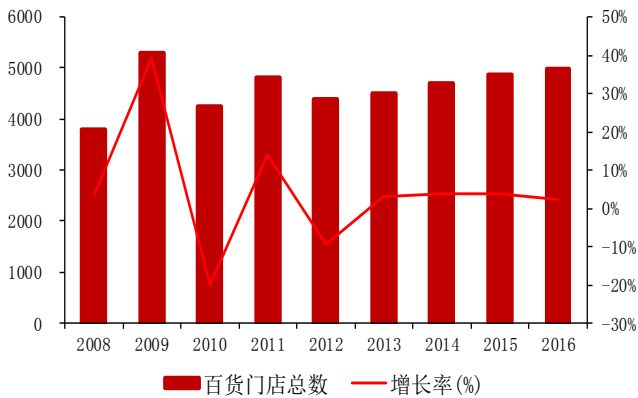
图 10：服装及化妆品网购规模及增长情况 (亿元，%)



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

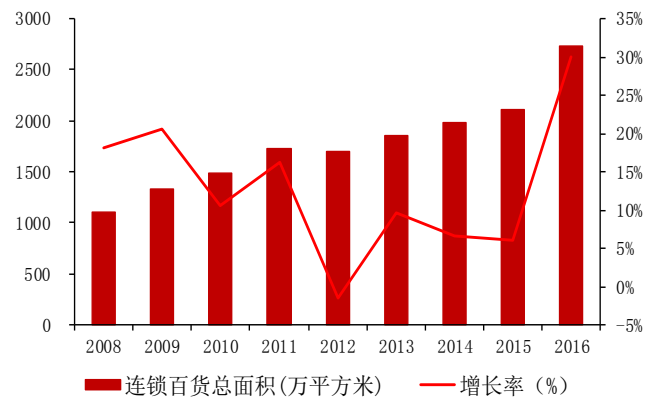
百货行业发展回暖，百货商店门店数量和营业面积增速回升。百货门店总数和营业面积增长率自 2013 年开始由负转正，门店总数年均复合增长率为 3.3%，维持稳定增长，营业面积年均复合增长率为 10.4%，2016 年同比增长 30.1%，受新开大型购物中心面积较大、数量较多的影响，百货营业面积呈现迅速增长趋势。随着电商冲击的减弱，百货行业整体发展回暖。

图 11: 百货门店总数及增长情况 (家, %)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 连锁百货营业面积增长情况 (万平方米, %)

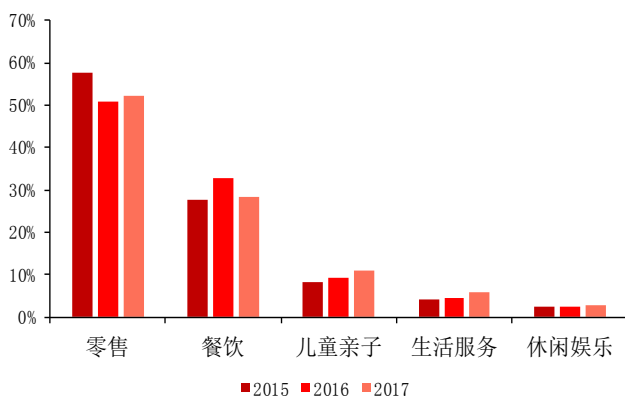


数据来源: wind, 西南证券整理

2.2 百货业态走向多元化

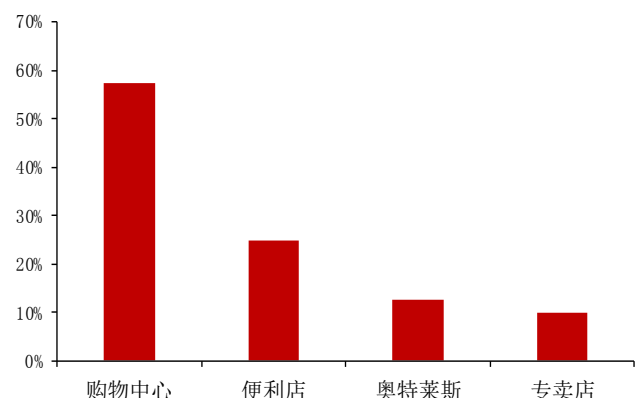
百货业态走向领域多元化，门店体验元素引流，涉足其他业态实现市场扩张。随着零售业态竞争的加剧，为了增强自身的竞争优势及扩大市场份额，百货企业积极推动门店内部涉及领域多元化，希望通过增加餐饮、儿童亲子、休闲娱乐等消费体验元素，延长消费者在店内停留的时间，达到引流的目的。2015-2017 年，百货企业涉及的各项领域中，零售的占比从 57.5% 下降至 52.2%，餐饮的占比从 27.7% 上升至 28.2%，儿童亲子的占比从 8.2% 上升至 11.0%，生活服务的占比从 4.2% 上升至 5.8%，休闲娱乐的占比从 2.4% 上升至 2.8%，各体验元素领域的占比均呈现上升趋势。由于百货的市场空间趋于饱和，百货企业为了进一步扩大自身规模，向购物中心、便利店、奥特莱斯和专卖店等其他领域涉足。目前百货企业涉及的各项业态占比为，购物中心 57.5%，便利店 25.0%，奥特莱斯 12.5%，专卖店 10.0%。

图 13: 百货企业目前涉及的领域 (%)



数据来源: 赢商网, 西南证券整理

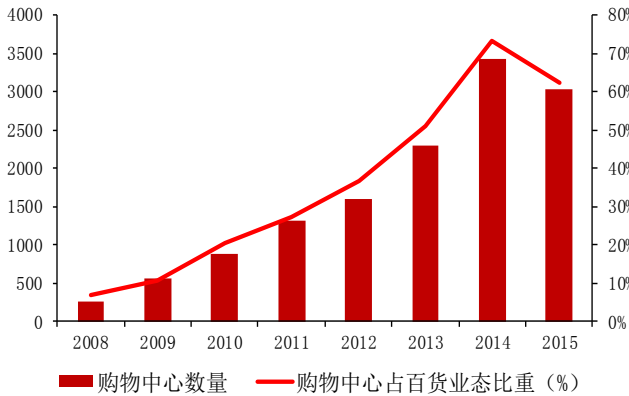
图 14: 百货企业目前涉及的业态 (亿元, %)



数据来源: 利丰研究中心, 西南证券整理

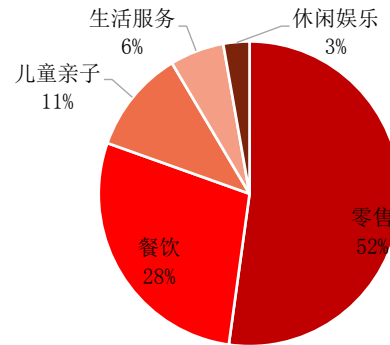
百货向购物中心转型的趋势明显，业态多元的购物中心是带领百货行业回暖的排头兵。根据赢商网数据，2017 年新开购物中心业态平均占比为，零售 52.2%、餐饮 28.2%、儿童亲子 11%、生活服务 5.8%、休闲娱乐 2.8%。2008-2015 年，购物中心的数量从 264 家上升至 3026 家，购物中心占百货业态的比重也从 7% 上升至 62%。购物中心由于经营面积较大、经营业态较多，比主要限于零售业态的传统百货吸引的客流量更多，更具有竞争优势。因此新开的百货业态主要为购物中心，已有的传统百货也正在向购物中心转型。

图 15: 购物中心数量及占百货业态的比重 (%)



数据来源: 赢商网, 西南证券整理

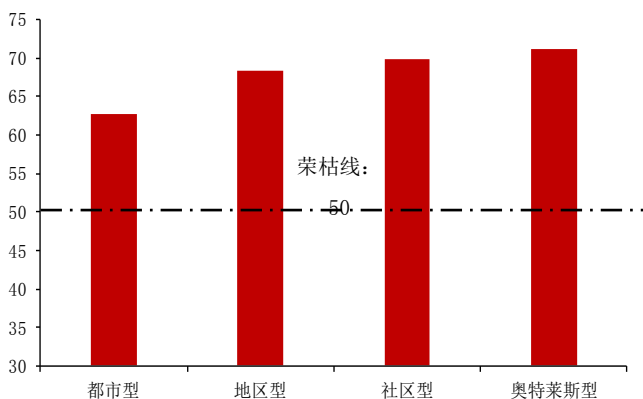
图 16: 2017 年新开购物中心业态平均占比 (%)



数据来源: 赢商网, 西南证券整理

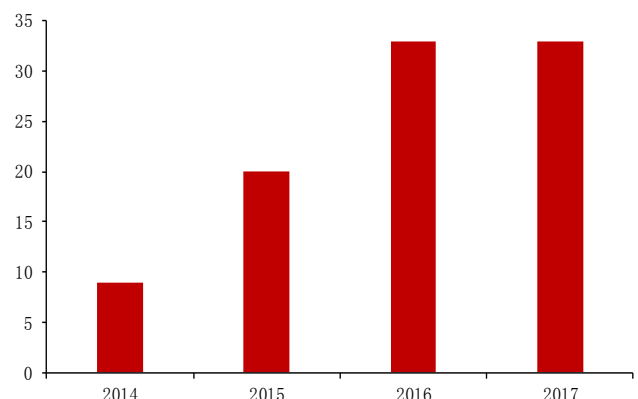
奥特莱斯发展迅速，强势带动百货行业发展。随着人均收入水平的上升，消费者对高端、奢侈品的需求强劲，具有价格优势的奥特莱斯异军突起，成为百货行业涉及的重要业态。2016 年购物中心发展指数类型中，奥特莱斯型为 71.2，高于 62.7 的都市型、68.4 的地区型和 69.8 的社区型，排名第一。每年奥特莱斯开店总数从 2014 年的 9 家上升至 2017 年的 33 家，2017 年同比 2016 年上浮 6.45%，新增商业面积达 301.59 万平方米，保持了自 2015 年以来高速增长的趋势。

图 17: 2016 年购物中心发展指数情况



数据来源: 赢商网, 联商网, 西南证券整理

图 18: 2014-2017 年奥特莱斯开店数量



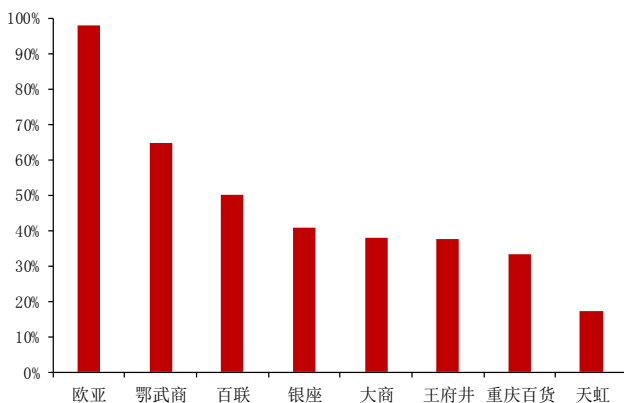
数据来源: 赢商网, 西南证券整理

2.3 不同企业物业类型和运营模式构成上差别较大

百货企业的物业主要有两种类型，分别是自有与租赁，不同百货的物业类型构成有较大差别。自有物业企业需承担自建或购买的支出，租赁物业需向出租人支付租金。目前我国百货行业的费用结构中，除人工费占到 41%外，租赁费的比重最大，占到 18%。不同百货企业自有与租赁的占比有较大差别，欧亚的物业几乎全部为自有，而 2016 年天虹的自有物业仅占 14.44%，物业类型的选择与企业自身的经营策略和自身资源禀赋有关。两种物业类型各有优点，租赁的方式相对更加灵活，开店筹备的时间较短，如果经营失败可以随时歇业。自有物业的物业本身具有投资价值，可以获得投资收益，当经营失败的时候，可以出售物业，当临时需要资金周转的时候，也可将物业抵押贷款。百货行业作为低毛利行业，毛利率为 15% 左右，净利率为 2.5% 左右，自有物业可以达到控制费用成本的效果。自有物业的位置十分重要，如果选址在人流密集的区域，将具有较高的投资回报率。

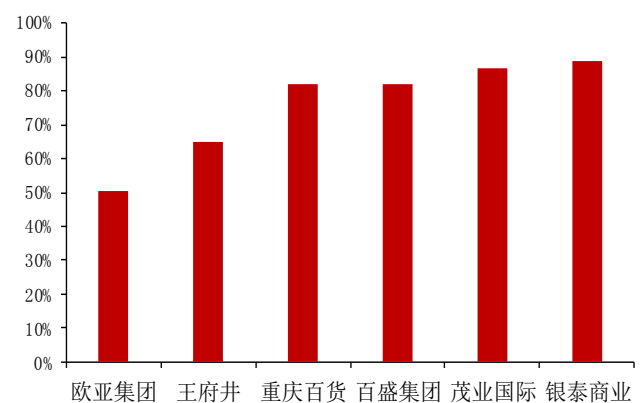
公司的运营模式主要包括联营、自营和租赁，联营的毛利率相对较低，自营和租赁的毛利率相对较高。传统百货主要采取联营模式，由门店的营业员和供应商的销售人员共同承担销售任务，供应商按售价扣除与公司约定的分成比例后开具发票给公司，公司按企业会计准则的规定通过商品进销差价核算结转毛利。由于联营模式下公司收入与各专柜销售额息息相关，并且需要承担人力成本，因此毛利率较低。自营模式由门店自行负责商品的保管和销售，并承担商品所有权上的风险和收益，决定零售价格及实际促销价格，因此毛利率相对较高。购物中心主要采取租赁模式，租赁模式指商户在门店内租赁部分场地开展经营，商户向门店定期缴纳租金，租赁模式的收入与专柜销售额无关，因此基本不需要承担成本，毛利率可达到 90%。不同百货企业联营、自营和租赁的占比不同，但目前仍然是联营模式占主导。

图 19: 主流百货企业自有物业占比 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

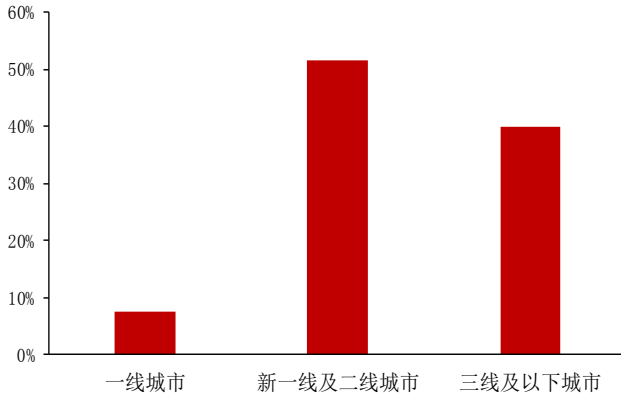
图 20: 主流百货企业联营模式占比 (%)



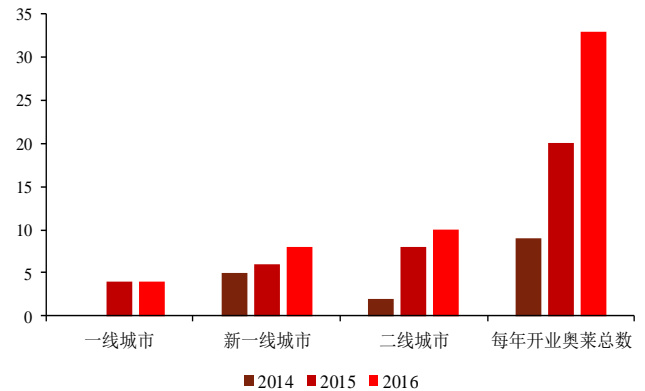
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.4 渠道下沉趋势明显，二三线城市门店增速亮眼

随着一线城市百货市场的饱和、竞争的加剧以及二三线城市居民人均收入的提高，越来越多的百货企业选择开拓二三线城市市场，渠道下沉趋势明显。2017 年，一线城市新增百货门店数量仅占 7.5%，新一线及二线城市占比 51.5%，三线及以下城市占比 40.5%。2016 年，一线城市奥特莱斯新开门店数量仅为 4 家，新一线城市为 8 家，二线城市为 10 家，三线及以下城市为 11 家。百货行业的竞争主阵地从一线城市下沉至二三线城市。

图 21: 2017 年不同类型城市新开百货占比


数据来源: 联商网, 西南证券整理

图 22: 2017 年不同类型城市新开奥莱数量


数据来源: 联商网, 西南证券整理

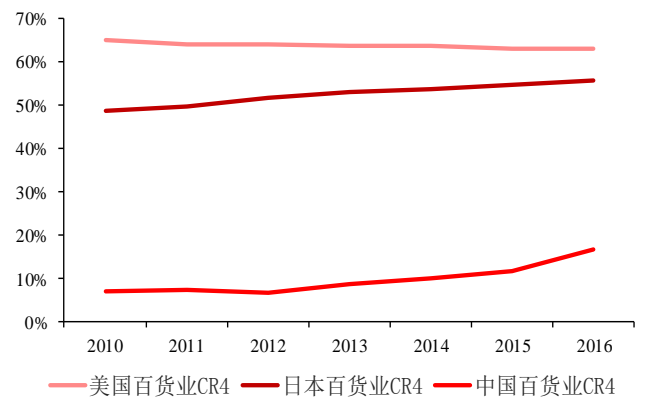
2.5 收购入股项目频繁, 行业整合提高集中度

百货行业主要采取收购或入股的方式进行扩张, 行业整合集中度提高。由于收购相较于自建的筹备时间和投入成本更少, 百货行业当前进行区域或业态扩张的主要采取收购或入股的方式, 2014 年至今收购兼并项目频繁, 加速了行业内部的整合。美国百货 CR4 在 60% 以上, 日本百货业 CR4 在 50% 以上, 2014 年以前我国百货业 CR4 在 10% 以下。经过收购入股, 我国百货业 CR4 从 2014 年的 10.2% 上升至 2016 年的 16.8%, 行业集中度显著提升。

图 23: 2014-2016 年百货行业收购或入股项目

时间	收购/入股公司	被收购/入股公司
2014年5月	步步高	广西南城百货
		当代商城
2014年8月	翠微百货	甘家口商厦
2014年10月	三胞集团	拉手网
2015年10月	大商集团	新疆友好集团
2015年11月	大商集团	山东威海百货大楼集团
2016年10月	步步高	重庆百货
2016年10月	物美控股	重庆百货
2016年12月	物美控股	新华百货

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 中、日、美百货行业集中度情况


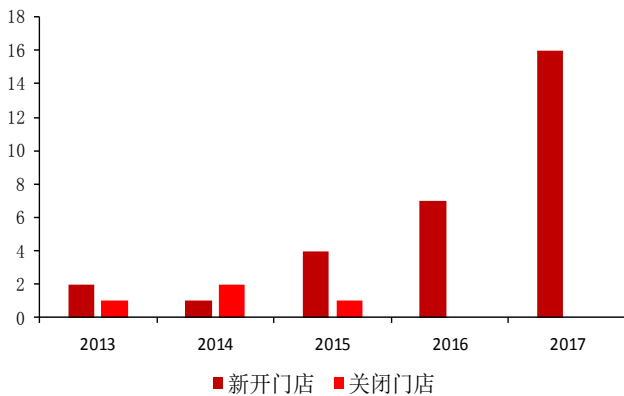
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

3 公司分析：管理改革效果明显，收购加速扩张步伐

3.1 新开门店加速全国布局，同店收入增长迅速

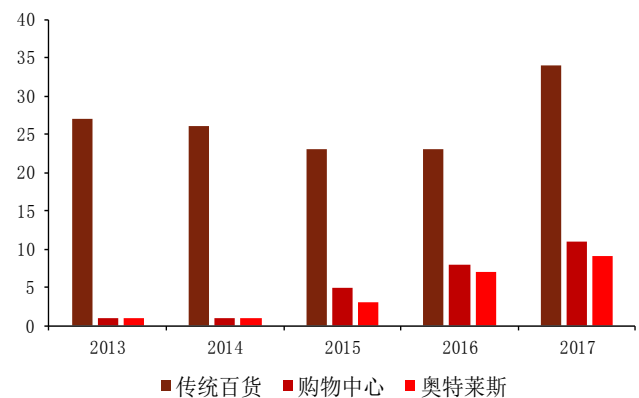
公司在百货行业深耕细作，加快门店扩张步伐，重点发展购物中心和奥特莱斯业态。截至 2018 年一季度，旗下共有 54 家门店，其中有 35 家百货、10 家购物中心和 9 家奥特莱斯，合计经营建筑面积 266 万平方米。随着线下回暖和公司营运能力加强，2016 和 2017 年公司关闭门店 0 家，新开门店 7 家和 16 家，在百货行业关店潮中逆流而上。其中 2016 年新开门店中有 3 家购物中心、3 家奥莱、1 家百货，并对乌鲁木齐王府井奥莱进行改造。2017 年新开门店中公司新开 3 家门店，含 2 家购物中心，1 家购物中心内百货店；收购贝尔蒙特 13 家门店，包括 10 家百货，1 家购物中心，2 家奥特莱斯。当前公司重点发展购物中心和奥特莱斯业态，未来储备项目丰富。与此同时，已有的百货业态正在向购物中心业态转型，注入餐饮、休闲娱乐和生活服务体验元素，增加功能区面积，减少商品零售面积，功能区面积从 10% 增加到 20%。

图 25：公司门店变动情况



数据来源：联商网，西南证券整理

图 26：各业态门店变动情况



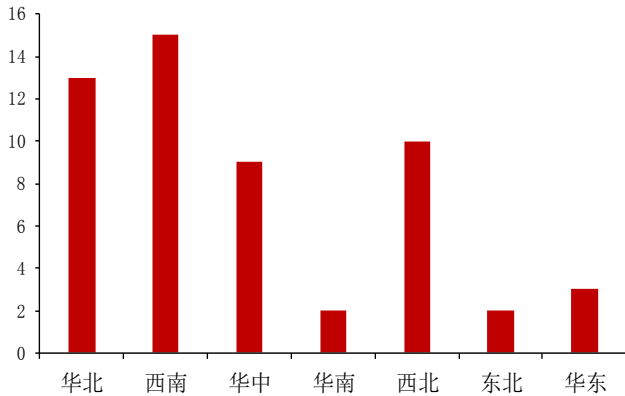
数据来源：联商网，西南证券整理

表 1：公司已公告储备项目情况

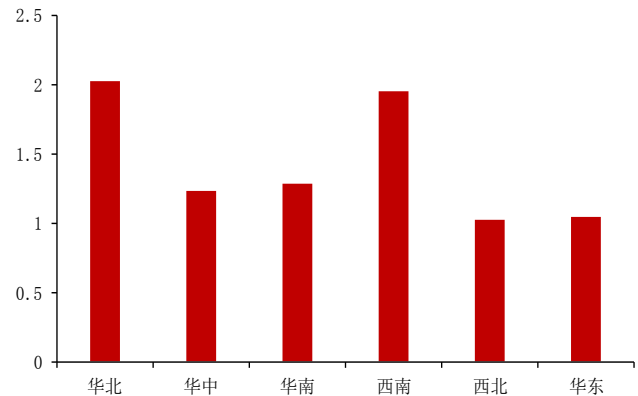
储备项目	城市	业态	建筑面积 (万平方米)	物业类型	持股	投资金额 (亿元)	预计开店日期
南昌王府井购物中心	江西南昌	购物中心	15	租赁	100%	3.03	2018
长春奥特莱斯	吉林长春	奥特莱斯	10	自有	60%	4.08	2018
佛山王府井购物中心	广东佛山	购物中心	22	租赁	50%	5.4	2019
昆明奥特莱斯	云南昆明	奥特莱斯	12	自有	60%	4.2	2019

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在百货行业内率先打破地域局限，实现全国连锁经营。20 世纪 90 年代，随着外资零售企业的进入，我国零售行业受到沃尔玛、家乐福等的连锁经营模式、购物中心等新兴零售业态的挑战。而我国许多百货公司具有当地国资委背景，实现连锁经营进入异地市场较为困难。王府井百货作为“新中国第一店”，具有悠久历史，并于 1994 年完成上市，是百货行业中最先完成上市的公司。在资金和政策支持以及管理层的高瞻远瞩下，公司于 1996 年即制订了连锁经营战略，由于上市最早并且进入其他区域市场较早，因此成为国内百货行业中率先打破地域局限、实现连锁经营的企业。

图 27: 公司目前各区域门店数量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 公司 2017 年各区域门店坪效


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 公司各区域营收贡献占比 (单位: %)

区域	2013	2014	2015	2016	2017
华北	40.9%	37.9%	37.4%	35.3%	32.9%
西南	23.7%	24.5%	23.8%	22.9%	27.0%
中南	19.6%	20.0%	20.0%	19.8%	15.2%
华中	14.8%	15.6%	15.6%	15.9%	12.6%
西北	10.8%	12.1%	12.9%	16.0%	14.9%
华南	4.7%	4.4%	4.4%	3.8%	2.5%
华东	1.5%	1.6%	1.7%	1.4%	1.9%
东北	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	2.7%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

华北、西南地区对营收贡献最大, 西南地区增速亮眼。目前公司的销售网络已覆盖全国七大经济区域、20 个省市自治区、30 个城市, 其中华北和西南地区对营收贡献最大, 2017 年营收占比为 32.9% 和 27.0%。华北地区作为公司最早发展的区域, 一直是公司的大本营, 目前已有 13 家门店, 并在 2017 年新开 2 家门店, 区域门店平均坪效为 2.03 万元。西南地区目前已有 15 家门店, 2017 年由于收购春天百货新增 8 家门店, 2015 年新开 1 家乐山购物中心, 2016 年新开 1 家南充购物中心, 区域门店平均坪效为 1.95 万元。近年来由于西南地区经济发展水平提升、人均收入水平提高以及居民重视休闲娱乐倾向消费的习惯特点影响, 已有门店净利润增速亮眼, 新开门店的培育期也仅需 1-2 年就能实现盈利。

表 3: 已披露华北地区门店净利润变化情况 (单位: 元)

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017
包头王府井百货	52,122,955	54,299,636	36,505,527	37,945,264	25,017,793	28,504,928
鄂尔多斯市王府井百货	-8,201,938	4,281,627	7,630,578	14,717,823	14,991,555	19,701,891
北京王府井百货集团双安商场	61,263,636	58,528,338	107,797,111	89,947,264	77,286,801	81,522,270
王府井集团北京长安商场	27,863,971	20,155,473	11,932,437	2,355,380	-20,244,688	-16,000,334

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 4: 已披露西南地区门店净利润变化情况 (单位: 元)

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017
成都王府井百货	437,963,567	470,862,465	464,122,690	433,431,347	415,630,219	504,741,361
乐山王府井购物中心				-7,688,163	5,961,072	5,866,744
南充王府井购物中心					-6,438,233	19,936,850

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 管理机制改革, 控费效果明显

3.2.1 实施合伙人制度, 提高管理效率

公司引入合伙人制度, 对合伙人以及各个业务子公司核心团队进行股权激励。在未进行变革前, 王府井董事、监事及高级管理人员等实行年薪制, 年薪收入包括基本收入和效益收入两部分。基本收入按照公司经营规模, 参考上市公司及行业水平确定; 效益收入是根据公司的年度经营业绩, 按设定方法计算兑现。引入合伙人制度后, 管理层将与企业利益紧密捆绑, 当前购物中心的管理团队持股 58%, 奥特莱斯的管理团队持股 25%, 职业经理人的管理效率将得到极大提升, 对于发展购物中心与奥特莱斯两大朝阳业态至关重要。

表 5: 购物中心及奥特莱斯公司管理团队持股情况

持股方	公司持股	管理团队持股
购物中心	42%	58%
奥特莱斯	70%	30%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 推进业务单元化和运营管理区域化, 实现一店一策

建立王府井购物中心管理公司和奥莱公司推进业务单元化, 成立北京区域中心实现运营管理区域化。王府井购物中心管理公司由原中粮大悦城管理团队担任主要管理成员, 该团队曾成功打造过西单大悦城项目, 并对团队采取合伙制, 吸收管理团队入股投资, 产权独立, 自负盈亏, 在经营上拥有更多的自主权, 已成为未来公司发展购物中心的重要平台。如 2016 年新开的南充购物中心就配备了相应的管理团队, 仅在一年的培育期之后就实现了 1993.7 万元的净利润盈利。贵阳并成立奥特莱斯管理公司, 独立运作奥莱业态。此外, 在区域管理方面, 公司组建了北京区域中心, 负责现有北京市百货大楼、双安商场、东安市场等 5 家门店的主业经营管理, 包括商品、营销、服务等资源的集中统筹及门店经营调整等。分散在全国 28 个城市的 54 家门店还将实现运营管理区域化, 各个门店将按区域划分形成区域公司分管门店。之后门店总经理将发挥更大职能, 需制定各自发展方案向区域中心负责人汇报, 双方共同研讨经营方案, 实现“一店一策”经营。

表 6: 公司目前已成立的购物中心和奥特莱斯管理团队

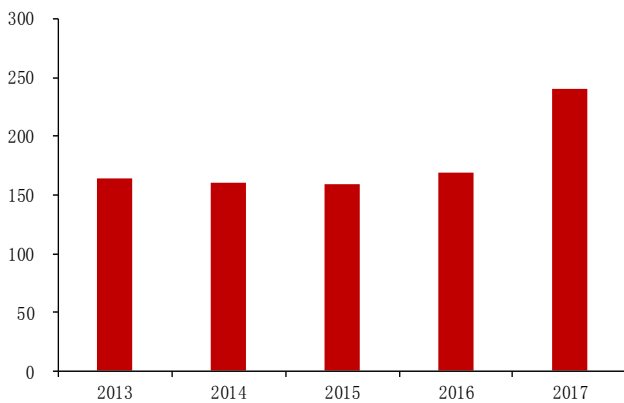
购物中心运营管理	奥特莱斯运营管理
北京王府井购物中心管理有限责任公司	北京王府井奥莱企业管理有限公司
南充王府井购物中心管理有限公司	西安西恩温泉奥特莱斯文化旅游有限公司
佛山王府井一方城商业管理有限责任公司	陕西王府井奥莱商业有限公司
哈尔滨玺鼎泰商业投资有限责任公司	银川王府井奥特莱斯商业有限公司

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.3 线上引流线下，实现新零售大数据运营

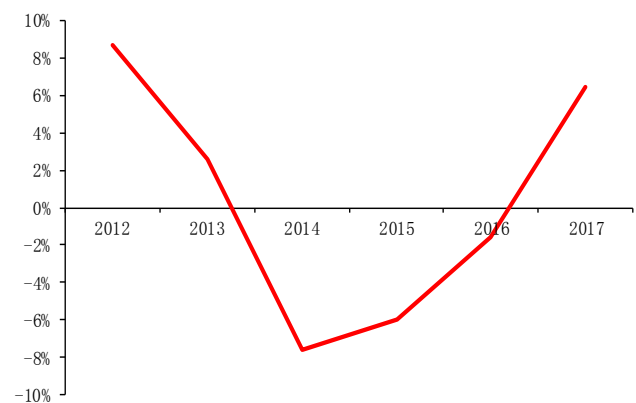
线上会员电子化引流线下消费，应用大数据技术转型新零售。首先以线上为线下服务为目标，加速会员电子化进程，吸纳互联网用户流量，完成年度粉丝流量、在线会员和连带销售指标；其次加快推进在线运营，在门店全面上线微信商城，广泛应用 beacon 平台，在 14 家门店运行大数据营销系统，融合创新技术与营销体验，进一步发挥精准营销作用，大大增强新老顾客黏度，线上引流效果显著，有效提升销售转化，为公司业绩作出了积极贡献；最后是开展数据仓搭建工作，以会员数据为核心，以到店用户、商圈人群为补充，有效推进用户数据化进程。公司人效从 2016 年的 169.5 万元上升至 2017 年的 240.4 万元，销售费用率和管理费用率从 2016 年的 11.6% 和 4.1% 下降至 2017 年的 11.0% 和 3.7%，同店收入增长率从 2016 年的 -1.57% 由负转正至 6.45%，公司经营能力和业绩得到了显著提升。

图 29：公司人效情况（万元/人）



数据来源：联商网，西南证券整理

图 30：公司同店收入增长情况 (%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

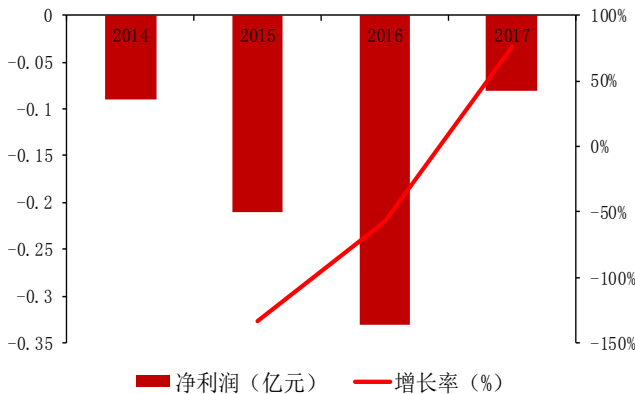
表 7：公司销售费用、管理费用和财务费用占营业收入比重（单位：%）

三费率	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
销售费用	10.7%	11.5%	12.1%	11.6%	11.0%	10.0%
管理费用	2.9%	3.2%	3.6%	4.1%	3.7%	3.3%
财务费用	0.6%	0.6%	-0.3%	0.1%	-0.1%	-1.8%
合计	14.2%	15.4%	15.4%	15.8%	14.6%	11.4%

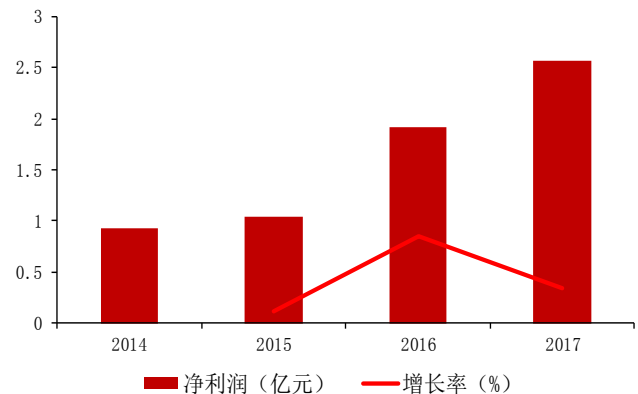
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 收购重组加速扩张步伐，国企调改有望内部整合

收购西安西恩奥莱，打开西安奥菜市场。2016 年 4 月，公司以承债式收购方式收购西安西恩投资管理有限公司持有的西安西恩温泉奥特莱斯文化旅游有限公司 100% 股权，用于投资运营西安西恩奥莱项目。西安西恩温泉奥莱 2012 年成立，是西安地区发展较为成熟的奥莱业态，此次收购使公司在西北拥有首个真正意义上奥莱项目，打开了公司在西北地区的奥菜市场。西安西恩奥莱的净利润从 2016 年的 -0.33 亿元上升至 -0.08 亿元，同比增长 75.8%，收购后经营业绩得到显著提升。

图 31: 西安西恩温泉奥特莱斯净利润及增长情况 (亿元、%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 32: 2014-2017 年贝尔蒙特净利润及增长情况 (亿元、%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

收购贝尔蒙特, 通过旗下春天百货打开贵州市场, 赛特奥特莱斯助推奥莱业态跨越式发展。2017年3月, 公司以现金加承债的方式收购控股股东王府井国际持有的贝尔蒙特 100% 股权。贝尔蒙特目前旗下拥有赛特奥特莱斯和春天百货两大知名品牌, 已开设 10 家连锁百货、2 家奥特莱斯, 覆盖北京、厦门、贵阳、遵义、沈阳、六盘水等多个城市, 经营面积合计 28 万多平方米。此次收购在区域扩张方面, 春天百货在贵州拥有 7 家连锁百货, 且在当地知名度较高。借助春天百货在贵州的高知名度百货门店, 打开了贵州市场, 弥补了此前在西南地区布局中贵州市场的空白。在业态扩张方面, 赛特奥特莱斯旗下的北京奥莱和沈阳奥莱 2016 年的营业收入在全国分列第 6 名和第 19 名。借助在奥莱业态处于前列的赛特奥特莱斯, 实现了奥特莱斯业态的跨越式发展。收购之前, 2015 年贝尔蒙特的净利润为 1.04 亿元, 收购之后 2016 年和 2017 年的净利润分别为 1.92 亿元和 2.57 亿元, 同比增长 84.6% 和 33.9%, 贝尔蒙特在加入公司经过资源整合之后, 显示出了规模效应, 业绩得到显著提升。

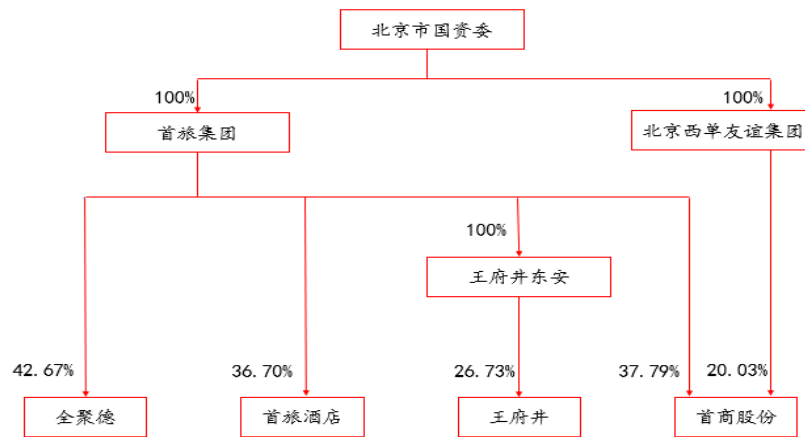
表 8: 贝尔蒙特旗下门店

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

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

首旅集团和王府井东安进行合并重组，公司有望与首旅集团旗下同属百货行业的首商股份进行整合。2018年1月，北京市国资委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。本次无偿划转前，国管中心持有王府井东安100%股权；本次无偿划转后，首旅集团持有王府井东安100%股权，王府井东安保留独立法人地位。本次无偿划转后，首旅集团旗下有王府井、首商股份、首旅酒店、全聚德4家上市公司，持有股份占首商股份的37.79%，首旅酒店的36.7%，全聚德的42.67%和王府井的37.79%，重组后集团资产将超千亿。其中首商股份的主营业务也为零售行业，旗下有百货门店13家、购物中心2家、奥特莱斯2家和专业店456家，覆盖全国8个省市，西单商场和友谊商店的百货品牌闻名全国。2017年首商股份的营业收入为102.1亿元，同比增长1.31%，净利润为3.56亿元，同比增长20.42%，在百货行业中发展势头良好。如有条件整合首旅集团旗下的两大百货零售公司，将进一步拓展在全国的布局，打造出预计营收超400亿元的百货巨头，发挥出更大的规模效应。

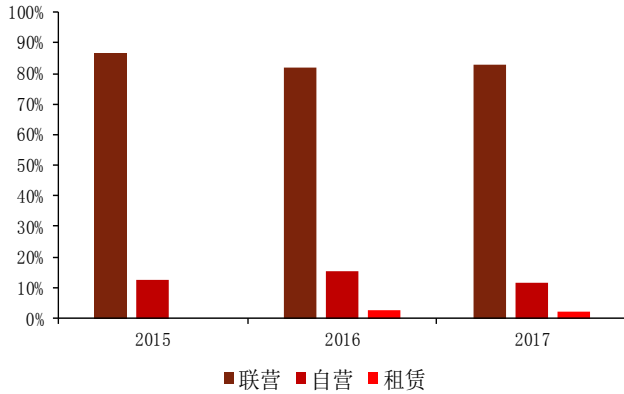
图 33：首旅集团对旗下上市公司的持股情况



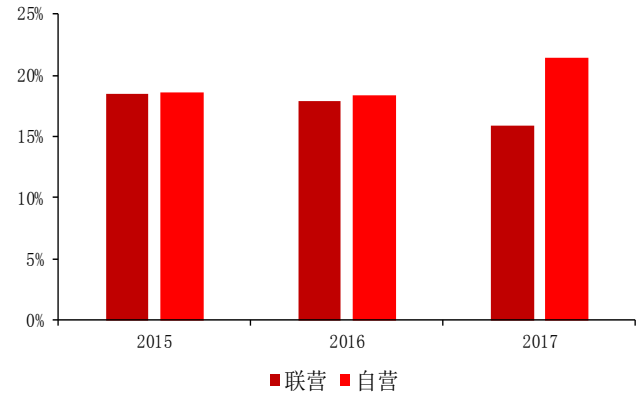
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 租赁和自营比重提高，自有物业重估高溢价

运营模式方面，目前公司的传统百货业态主要采取联营模式，但由于联营模式的毛利率较低，从2016年的17.9%下降到2017年的15.9%，并且联营模式受销售额的影响较大，在从传统百货向购物中心的过程中，降低了联营模式占比，提高了租赁模式占比，联营模式占比从2015年的86.5%下降了4.2个百分点至2017年的82.8%，租赁模式从零上升至2.1%。物业类型方面，公司54家门店中自有物业门店12家，自有兼租赁物业门店5家，总自有经营建筑面积97.2万平方米，并且多位于一线城市及省会城市的核心商圈，物业重估值202亿元，较当前市值溢价30%。

图 34: 公司各运营模式占比 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 35: 公司联营和自营模式的毛利率情况 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 9: 自有物业价值重估

购物中心	所在城市	建筑面积 (万平方米)	权益面积 (万平方米)	单价 (万元)	价值 (亿元)
北京百货大楼	北京	10.6	10.6	5	53
北京双安商场	北京	3.9	3.9	5	19.5
北京长安商场	北京	2.9	2.9	5	14.5
右安门王府井购物中心	北京	2	2	5	10
北京赛特奥莱	北京	4	4	4	16
成都王府井	成都	5.8	5.8	2	11.6
国贸时代购物中心	贵阳	1.34	1	1	1
南国花锦春天百货店	贵阳	1.7	1.28	1	1.28
武汉王府井	武汉	3.4	3.4	3	10.2
长沙王府井	长沙	7.1	5.1	2	10.2
郑州王府井熙地港店	郑州	22.5	11.48	2	22.96
西安王府井熙地港店	西安	14.8	14.8	2	29.6
西安赛特奥莱临潼店	西安	7.8	7.8	2	15.6
巴黎春天百货嘉禾店	厦门	1.15	1.15	3	3.45
巴黎春天百货中山店	厦门	2.01	2.01	3	6.03
沈阳赛特奥莱	沈阳	5.3	5.3	1	5.3
哈尔滨购物中心	哈尔滨	14.9	12.7	1	12.7
合计			95.22		242.9

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

假设 1: 联营模式。由于联营模式受店铺销售额的影响较大, 毛利率不断降低, 在从传统百货向购物中心转型的过程中, 预计会不断压缩联营模式占比, 2018-2020 年的销量增速为 14.0%、13.0%、13.0%, 毛利率为 15.6%、15.3%、15.0%。

假设 2: 自营模式。自采自营目前是百货行业的发展趋势之一, 开发自有品牌及经营独家品牌将有助于提升企业毛利率。因此预计会增加自营比例, 2018-2020 年的销量增速为 29.0%、30.0%、30.0%, 毛利率为 19.3%、19.5%、19.5%。

假设 3: 租赁模式。租赁模式下, 店铺仅需支付租金, 百货公司营业收入与店铺销售额基本无影响, 并且基本不需要承担其他销售和管理费用, 毛利率较高。在未来从传统百货向购物中心转型的过程中, 预计会不断增加租赁的比例, 2018-2020 年的租金佣金增速为 25.0%、25.5%、25.5%, 毛利率为 90.0%、91.0%、91.0%。

表 10: 运营模式营业收入拆分

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	17327.6	17795.1	26085.2	30142.5	34776.6	40229.7
yoy	-5.2%	2.7%	46.6%	15.6%	15.4%	15.7%
营业成本	13614.6	13990.2	20681.5	24064.3	27803.9	32206.8
毛利率	21.4%	21.4%	20.7%	20.2%	20.0%	19.9%
联营						
收入	14441.1	14598.9	21609.6	24634.9	27837.4	31456.3
yoy		1.1%	48.0%	14.0%	13.0%	13.0%
成本	11768.5	16176.0	18115.0	20791.9	23578.3	26737.9
毛利率	18.5%	17.5%	16.20%	15.6%	15.3%	15.0%
自营						
收入	2,201.80	2,328.30	2,994.60	3863.0	5021.9	6528.5
yoy		5.7%	28.6%	29.0%	30.0%	30.0%
成本	1,791.4	1,900.0	2,428.6	3117.5	4042.7	5255.5
毛利率	18.6%	18.4%	18.9%	19.3%	19.5%	19.5%
租赁						
收入		448.50	558.80	698.5	876.6	1100.2
yoy			24.6%	25.0%	25.5%	25.5%
成本		33.70	58.70	69.9	78.9	99.0
毛利率		92.5%	89.5%	90.0%	91.0%	91.0%
其他						
收入	684.80	867.9	922.3	946.0	1040.6	1144.7
yoy		26.7%	6.3%	9.0%	10.0%	10.0%
成本		71.5	79.2	85.1	104.1	114.5
毛利率	100.0%	91.8%	91.4%	91.0%	90.0%	90.0%

数据来源: wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 11.1 亿、13.2 亿和 15.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.43 元、1.70 元和 2.02 元，对应 PE 为 15 倍、13 倍和 11 倍。可比公司最高估值 36 倍、最低估值 7 倍，中位估值在 17 倍，考虑百货行业回暖，公司调改效果显著，门店扩张和业绩增长有序，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值比较

代码	证券简称	所属申万行业	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE		
					TTM	18E	19E
002419.SZ	天虹股份	商业贸易	175.24	175.24	22	20	17
600859.SH	王府井	商业贸易	165.11	165.11	14	15	13
600280.SH	中央商场	商业贸易	100.13	100.13	43	36	33
000501.SZ	鄂武商 A	商业贸易	94.51	94.51	8	7	7
600828.SH	茂业商业	商业贸易	88.33	88.33	8	7	7

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

国企混改推进或不及预期；线下复苏或不及预期；新开门店业绩或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26085.22	30142.45	34776.62	40229.67	净利润	932.09	1107.83	1320.49	1565.45
营业成本	20681.48	24064.32	27803.94	32206.81	折旧与摊销	640.54	566.37	566.37	566.37
营业税金及附加	265.01	315.92	364.56	419.53	财务费用	-14.95	132.50	146.75	164.66
销售费用	2859.21	3255.39	3721.10	4264.35	资产减值损失	1.61	1.50	1.50	1.50
管理费用	956.32	1054.99	1182.41	1327.58	经营营运资本变动	1922.57	252.20	984.29	854.14
财务费用	-14.95	132.50	146.75	164.66	其他	-1424.22	-11.67	-11.56	-11.44
资产减值损失	1.61	1.50	1.50	1.50	经营活动现金流净额	2057.66	2048.72	3007.84	3140.68
投资收益	-18.18	10.00	10.00	10.00	资本支出	-2034.05	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-440.45	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2474.50	30.00	10.00	10.00
营业利润	1335.44	1327.84	1566.37	1855.24	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.93	-24.52	-12.85	-13.53	长期借款	452.41	7.00	5.00	5.00
利润总额	1343.36	1303.32	1553.52	1841.71	股权融资	-1322.04	-100.00	0.00	0.00
所得税	411.27	195.50	233.03	276.26	支付股利	-333.79	-181.96	-221.57	-264.10
净利润	932.09	1107.83	1320.49	1565.45	其他	-1066.36	-989.67	-146.75	-164.66
少数股东损益	22.27	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2269.77	-1264.64	-363.31	-423.76
归属母公司股东净利润	909.82	1107.83	1320.49	1565.45	现金流量净额	-2690.62	814.09	2654.52	2726.92
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6031.31	6845.40	9499.92	12226.84	成长能力				
应收和预付款项	1181.12	1822.44	1929.92	2300.71	销售收入增长率	46.59%	15.55%	15.37%	15.68%
存货	768.67	894.94	1034.40	1198.46	营业利润增长率	69.35%	-0.57%	17.96%	18.44%
其他流动资产	78.79	91.05	105.05	121.52	净利润增长率	64.82%	18.85%	19.20%	18.55%
长期股权投资	871.93	871.93	871.93	871.93	EBITDA 增长率	52.46%	3.35%	12.47%	13.46%
投资性房地产	1739.43	1739.43	1739.43	1739.43	获利能力				
固定资产和在建工程	4669.03	4323.46	3977.88	3632.31	毛利率	20.72%	20.16%	20.05%	19.94%
无形资产和开发支出	1845.67	1689.11	1552.55	1415.99	三费率	14.57%	14.74%	14.52%	14.31%
其他非流动资产	3003.34	2919.10	2834.86	2750.63	净利率	3.57%	3.68%	3.80%	3.89%
资产总计	20189.30	21196.86	23545.95	26257.81	ROE	8.64%	9.81%	10.65%	11.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.62%	5.23%	5.61%	5.96%
应付和预收款项	4995.24	5745.62	6679.62	7718.77	ROIC	19.91%	26.65%	36.57%	55.65%
长期借款	600.00	607.00	612.00	617.00	EBITDA/销售收入	7.52%	6.72%	6.55%	6.43%
其他负债	3804.60	3547.49	3858.66	4225.02	营运能力				
负债合计	9399.84	9900.11	11150.28	12560.78	总资产周转率	1.37	1.46	1.55	1.62
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	固定资产周转率	7.07	6.74	8.43	10.64
资本公积	4508.34	4408.34	4408.34	4408.34	应收账款周转率	126.71	114.77	114.47	114.68
留存收益	4565.31	5491.17	6590.10	7891.45	存货周转率	35.44	28.86	28.76	28.80
归属母公司股东权益	10168.48	10675.76	11774.69	13076.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.44%	—	—	—
少数股东权益	620.98	620.98	620.98	620.98	资本结构				
股东权益合计	10789.46	11296.74	12395.67	13697.03	资产负债率	46.56%	46.71%	47.36%	47.84%
负债和股东权益合计	20189.30	21196.86	23545.95	26257.81	带息债务/总负债	18.08%	17.23%	15.35%	13.66%
					流动比率	1.11	1.25	1.40	1.52
					速动比率	1.01	1.13	1.28	1.41
					股利支付率	36.69%	16.43%	16.78%	16.87%
					每股指标				
					每股收益	1.17	1.43	1.70	2.02
					每股净资产	13.10	13.75	15.17	16.85
					每股经营现金	2.65	2.64	3.87	4.05
					每股股利	0.43	0.23	0.29	0.34
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1961.03	2026.71	2279.48	2586.27					
PE	18.15	14.90	12.50	10.55					
PB	1.62	1.55	1.40	1.26					
PS	0.63	0.55	0.47	0.41					
EV/EBITDA	2.72	1.97	0.59	-0.53					
股息率	2.02%	1.10%	1.34%	1.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn