

老骥积洼步 行稳至千里

——王府井（600859）深度报告

2018年07月03日

强烈推荐/首次

王府井

深度报告

报告摘要：

王府井是全国布局的连锁百货龙头。公司销售网络覆盖国内七大经济区域的30个城市，以购物中心为主力，经营丰富的业态。

百货为主、奥莱为辅的双业态格局是公司的最大看点。百货作为主业，贡献主要的业绩增长，保证安全边际；奥莱作为辅业，贡献业绩的边际增长、盈利能力正逐步释放。

- ◆ **全国经营布局合理，百货业可持续发展。**公司的百货业展店有序，经营连锁形成全国布局。华北、西南是业绩贡献的双主力区域，可实现稳增长；中西部地区逐步培育成熟，高速增长具备可持续性。
- ◆ **定位中高端，可选消费复苏助力业绩表现。**公司紧跟行业趋势，重点布局中高端消费群。18年中高端消费加速复苏，将持续利好公司百货业态。
- ◆ **消费复苏下奥特莱斯迎来发展机遇。**经济增速放缓叠加CPI温和上行，组成国内奥莱发展的极佳背景。公司重点发展奥莱业态，合并贝尔蒙特加强运营能力。作为奥莱行业后起之秀，公司已培育出新的盈利增长点。
- ◆ **我们预测，在未来三年，公司的奥特莱斯营收占比将分别为19%、21%和24%，百货业营收占比为81%、79%和76%，双业态格局共同驱动业绩增长。**

盈利预测与估值：

- ◆ 2017年公司同店增速10.67%，1Q18同店增速超5%。我们预计未来三年公司的百货业坪效增速在2%-7%，奥莱坪效增速约6-15%。
- ◆ 预计公司18至20年营业收入增速7.33%，8.39%和8.84%，净利润增速20.24%，15.27%和13.53%。对应EPS为1.42元、1.64元和1.86元，对应PE为15.03倍、13.01倍和11.43倍。综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司26元目标价，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业复苏不及预期、公司拓店不及预期

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,795.1	26,085.2	27,997.3	30,347.1	33,030.1
增长率(%)	2.70%	46.59%	7.33%	8.39%	8.84%
净利润(百万元)	565.52	932.09	1,120.72	1,291.83	1,466.61
增长率(%)	-14.49%	64.82%	20.24%	15.27%	13.53%
净资产收益率(%)	5.54%	8.95%	10.63%	11.66%	12.53%
每股收益(元)	1.23	1.94	1.42	1.64	1.86
PE	16.44	10.39	14.27	12.34	10.85
PB	1.51	1.54	1.52	1.44	1.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师:郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理:宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

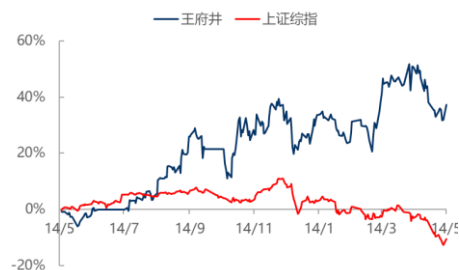
执业证书编号:

S1480116110028

交易数据

52周股价区间(元)	15.00-25.97
总市值(亿元)	167.05
流通市值(亿元)	65.68
总股本/流通A股(万股)	77626.04/30520.82
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.48

52周股价走势图



资料来源：WIND、东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《商贸零售行业报告：高端化驱动快消品销售额反弹，新零售助推行业业绩表现》2018-7-2
- 2、《商贸零售行业报告：业绩与防御兼备，静待百货股估值修复》2018-6-18
- 3、《从品牌折扣之王TJX看百货商的另一出路》2018-4-12
- 4、《当前时点增配百货股的三个理由》2018-3-13

目录

1. 双业态格局驱动业绩增长	4
2. 百货业态提供业绩确定性	7
2.1 可选消费加速复苏, 助力公司业绩改善	7
2.2 公司展店有序, 业绩增长具备可持续性	8
2.3 公司定位中高端, 可选消费复苏助力业绩增长	11
2.4 门店结构有序, 新店有望释放增长动力	13
3. 公司加码奥莱布局	14
3.1 国内奥莱业态进入高速增长期	14
3.2 公司重点发展奥莱业态, 培育新的盈利增长点	15
4. 财务指标同业分析	17
5. 盈利预测与估值	19
5.1 门店及坪效分析	19
5.1.1 门店数量预测	19
5.1.2 店均面积预测	20
5.1.3 门店坪效预测	20
5.2 估值分析	21
5.2.1 绝对估值法	21
5.2.2 相对估值法	22
6. 风险提示	22

表格目录

表 1:公司近年门店分布情况 (万平方米)	8
表 2:2017 年对公司净利润影响达到 10%的门店盈利情况	10
表 3:公司主要门店均定位中高端	13
表 4:可比新店净利润 (万)	14
表 5:2017 年各地奥莱三强一览	16
表 6:财务指标对比	18
表 7:公司门店预测	19
表 8:门店面积预测	20
表 9:预测百货业坪效	20
表 10:预测购物中心坪效	21
表 11:预测奥莱坪效	21
表 12:公司绝对估值	22
表 13: 公司盈利预测表	23

插图目录

图 1:重点零售企业销售增速企稳回升.....	4
图 2:全国百大零售企业销售增速企稳回升.....	4
图 3:公司营收和净利增速开启反弹.....	5
图 4:公司费用端改善明显.....	5
图 5:预测未来三年营收分布.....	5
图 6:调整前王府井股权结构 (截至 2017 年)	6
图 7:调整后王府井股权结构 (截至 1Q18)	7
图 8:可选消费品高速增长.....	7
图 9:公司展店不断提速.....	8
图 10:公司新开店集中于中西部地区.....	8
图 11:华北与西南地区, 营收占比最高.....	9
图 12:西北和华中营收高增.....	10
图 13:西北、华中地区对营收增速贡献较大.....	10
图 14:公司在各区域经营丰富的业态.....	11
图 15:购物中心占经营面积的比重最大.....	11
图 16:中高端化妆品增速常年高于大众化妆品.....	12
图 17:公司同店增长强劲.....	13
图 18:公司门店结构合理, 新店占比三成.....	13
图 19:美国 CPI 和 GDP 增速.....	15
图 20:现阶段的国内经济环境类似 70 年代的美国.....	15
图 21:国内奥莱进入高速发展期.....	15
图 22:国内 TOP10 奥莱业绩增长迅猛.....	15
图 23:2017 年新开业奥莱的运营商分布.....	16
图 24:2017 年奥莱门店业绩排名.....	16
图 25:东兴零售重点观测公司营业收入 (亿)	18
图 26:东兴零售重点观测公司净利润 (亿)	18

1. 双业态格局驱动业绩增长

王府井是全国布局的连锁百货龙头。公司销售网络覆盖华北、华中、华南、西南、西北、华东、东北等国内七大经济区域的 30 个城市，旗下运营综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市、便利店及电子商务等多种经营模式。截至 2018 年一季度，公司坐拥 56 家连锁门店（其中 2 家门店归属于联营合营企业）、120 家便利店，是国内少有的全国布局、多业态协同发展的百货龙头。

行业复苏通道开启，构成百货基本面改善的大逻辑。全国重点流通企业中，17 年百货业的总销售额同比增 2.8%，多增 0.1pct；18 年 5 月总销售额同比增 1.3%。另一方面，在一线城市消费升级和二、三线城市的消费复制的背景下，消费者需求向个性化、品质化的体验式服务转变。随着线下零售的关注度提升，实体零售行业复苏通道开启。

面向行业发展趋势，公司着力提升运营能力。面向行业发展趋势和消费需求转变，公司紧握发展机遇，较早实施了成功的转型战略。

- ◆ 其一，从精从重发展。公司扩大销售网络的覆盖范围，在抢占中心和省会城市的同时，加速二、三线城市布局。
- ◆ 其二，“一店一策”战略指导门店转型。公司大力推进百货业态向品质化、购物中心化转型，提升商品的运营能力。对现有门店进行改造，引入英国老牌儿童体验店 Hamleys、小米体验店等，提高体验式服务能力；新店在开设品质化中高端购物中心的同时，逐步覆盖主题百货、社区百货等多业态。同时，公司重点发展百货折扣店和城市奥特莱斯业态，通过并购大幅提高奥莱运营能力。

转型战略初现成效，公司业绩复苏迅速。公司打造面向消费需求的连锁零售，精准的战略转型使得公司复苏快于行业水平。2016 年公司营收增速企稳回升，并在 2017 年实现由负转正。2017 年公司录得营收 260.85 亿，同比增 11.09%；归母净利 9.1 亿元，同比增 18.6%，增速居行业领先水平。1Q18 公司实现营收 71.5 亿元，同比增 6.11%；归母净利录得 4.54 亿元，同比大涨 107.81%，扣除财务费用后净利同比增速仍达到近 40%的水平。

图 1:重点零售企业销售增速企稳回升

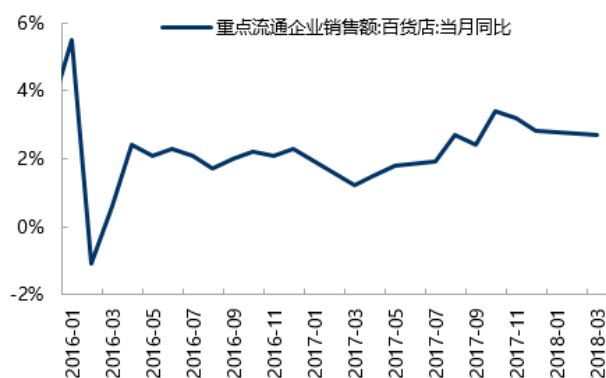
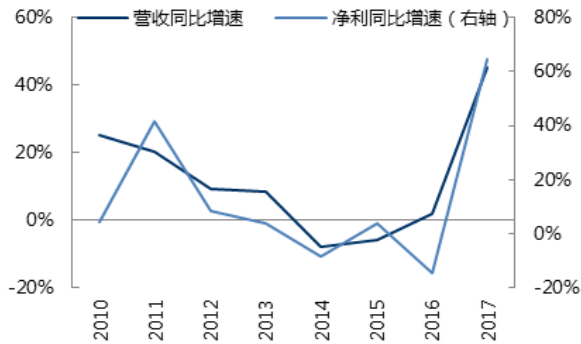


图 2:全国百家大型零售企业销售增速企稳回升



资料来源: WIND、东兴证券研究所

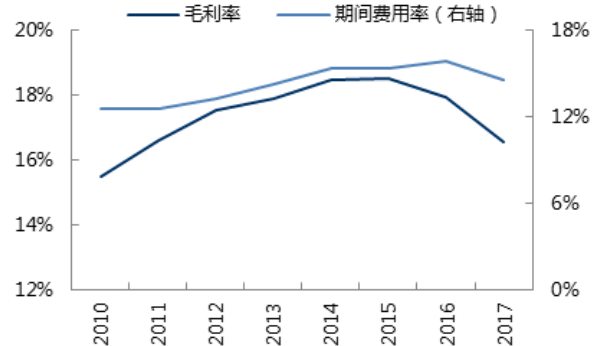
图 3:公司营收和净利增速开启反弹



资料来源: WIND、东兴证券研究所

资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 4:公司费用端改善明显



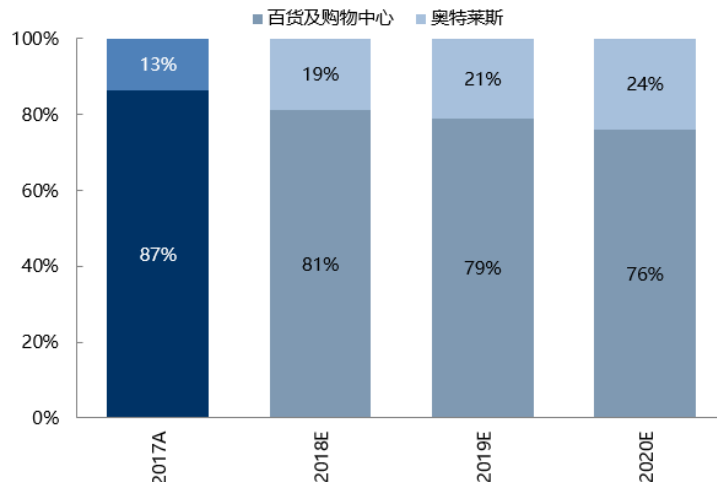
资料来源: WIND、东兴证券研究所

分业态来看,2017 年公司百货业营收同比增 6.82%,奥特莱斯营收同比增 41.23%。我们认为,公司成功构建百货为主奥莱为辅的格局,百货作为主业业绩稳步增长,保证安全边际;奥莱作为辅业,贡献业绩的边际增长、盈利能力正逐步释放。

- ◆ 一方面,公司的百货连锁形成全国布局。公司中高端定位下,可选消费品的复苏助力百货业绩稳定增长。
- ◆ 另一方面,经济增速放缓叠加 CPI 温和上行,组成国内奥莱发展的极佳背景。随着中产阶级消费群体的扩张,国内奢侈品零售业展现出了巨大的潜力。公司重点布局奥莱业态,已培育出新的增长动力。

公司稳步发展百货业,重点布局奥莱。高增长的奥莱业务对公司营收的贡献不断加大。我们预测,未来三年,公司的奥莱营收占比将分别为 19%、21%和 24%,百货业营收占比为 81%、79%和 76%。百货为主、奥莱为辅的双业态格局是公司的最大看点。

图 5:预测未来三年营收分布



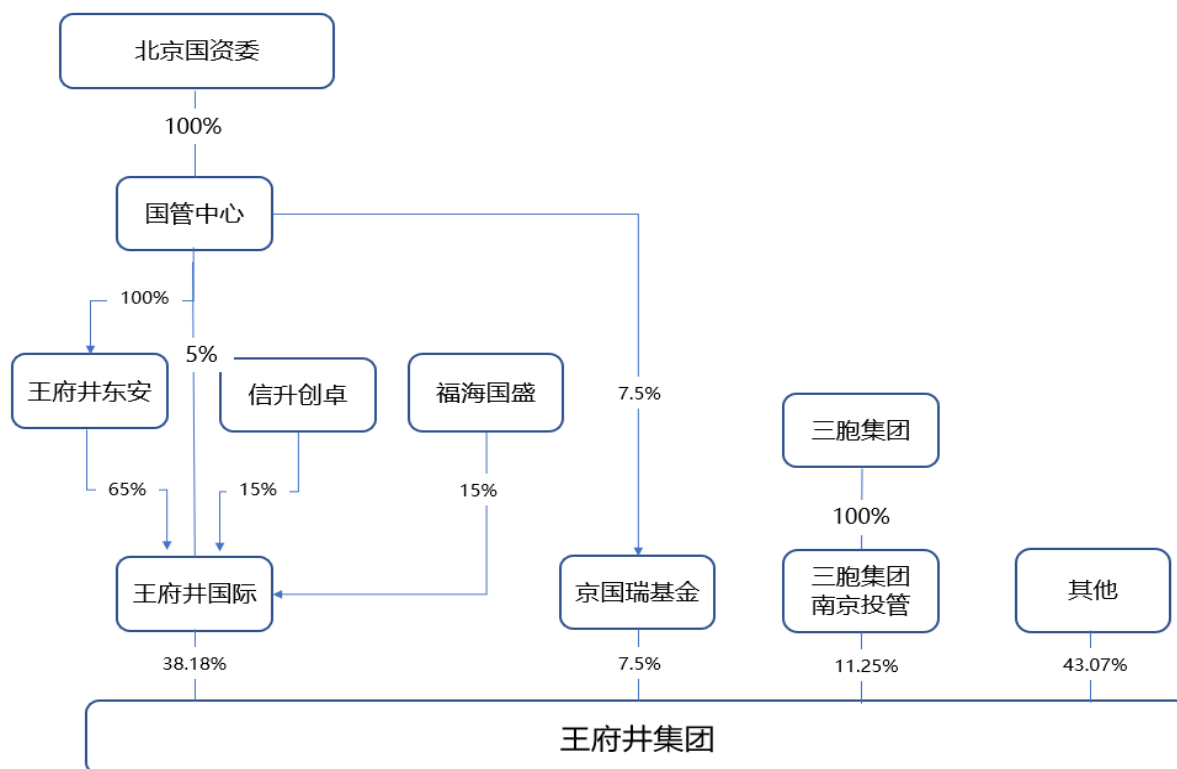
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

公司国改动作频频, 理顺治理结构。继引入京国瑞基金、三胞投资等、并购贝尔蒙特后, 公司于 17 年 8 月吸并王府井国际, 实现股权结构简化、减少公司与国资委间的决策层级; 18 年 1 月大股东王府井东安由国管中心无偿划入首旅集团旗下, 公司实际控制人仍为北京国资委不变。

股权转让, 或意味着北京国企改革的进一步深化。王府井为北京国资委旗下优良资产, 三阶段的国改措施层层递进, 更加明确公司在北京国资委体系内的定位。下一阶段, 北京国资委对于王府井的管理理念将更多依据公司法。公司理顺股权结构, 治理结构更加清晰、透明, 运营效率有望得到进一步提升。

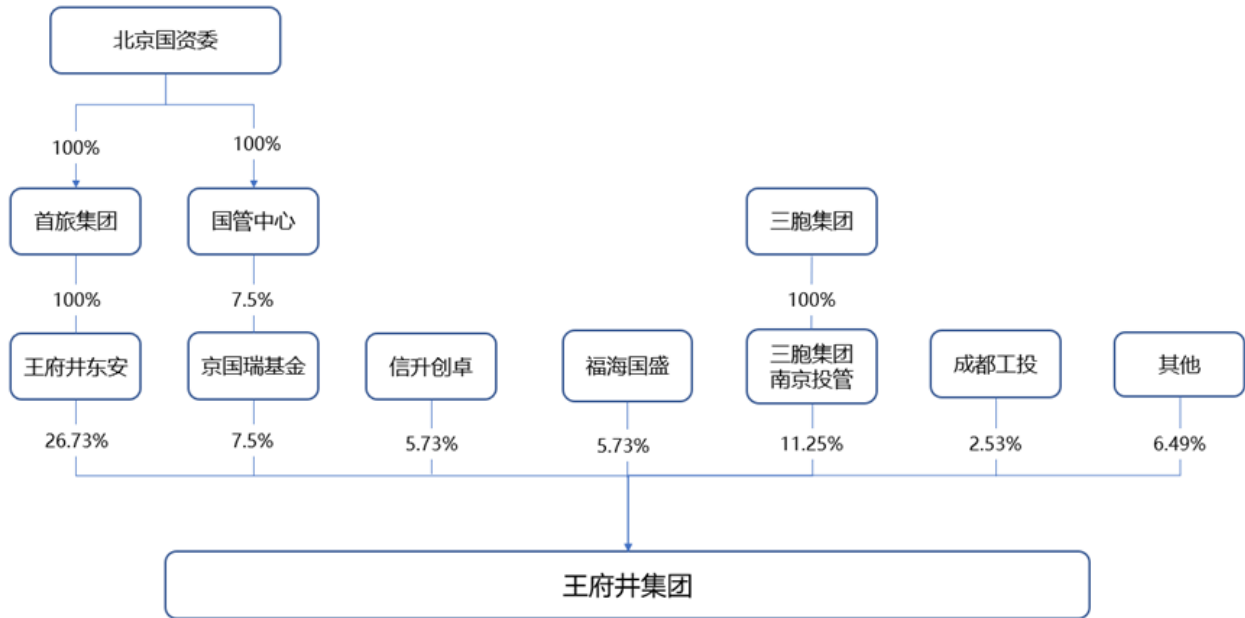
大股东划入首旅集团, 协同效应具备想象空间。首旅是北京国资委旗下的资本运营公司, 重点负责商贸旅游的产业方向, 拥有丰富的重组并购经验。划入首旅旗下, 将利好王府井百货的体制创新, 有助于公司提升自身的品牌效应。同时, 优质资产的集聚有望提速。北京国资委旗下拥有王府井、首商股份、北京城乡三家上市公司, 我们预计同业竞争问题有望在未来的 3-5 年内得到解决。

图 6:调整前王府井股权结构 (截至 2017 年)



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

图 7:调整后王府井股权结构 (截至 1Q18)



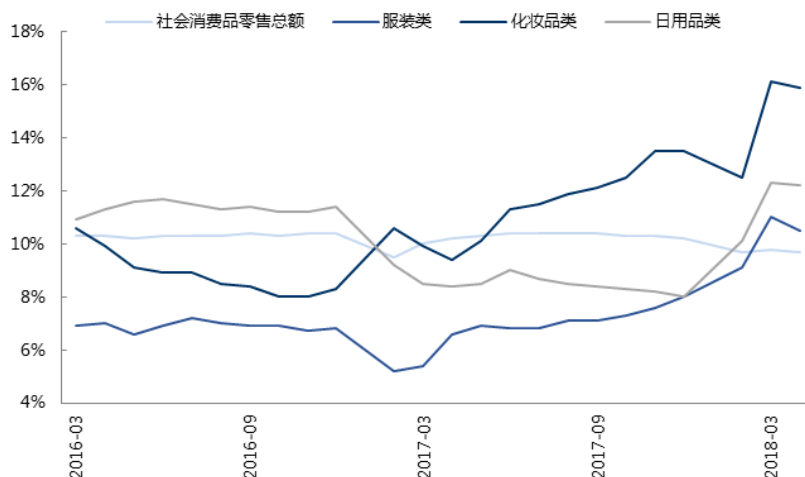
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

2. 百货业态提供业绩确定性

2.1 可选消费加速复苏, 助力公司业绩改善

可选消费复苏加速, 利好百货业基本面改善。据统计局, 5 月全社会消费品零售总额同比增 8.4%, 累计同比增 9.5%, 延续了高增速的复苏态势。分品类来看, 化妆品 (14.8%) 和服装 (9.1%) 依旧表现抢眼, 同比增速依次上涨 4.7pct 和 1.9pct。以联营为主的百货业, 盈利水平与可选消费品的销售情况直接挂钩。高增速的可选消费复苏, 持续利好百货业的基本面改善。

图 8:可选消费品高速增长



资料来源: WIND、东兴证券研究所

2.2 公司展店有序, 业绩增长具备可持续性

伴随着转型战略的推进, 王府井的门店在全国范围内迅速铺开。在北京、成都等大本营深耕的同时, 公司不断在二、三线城市扩大影响力。2013-2017年, 公司共新增门店 32 家 (不考虑并购贝尔蒙特带来的 13 家门店), 关闭门店 6 家。新增门店主要分布于华中 (+3 家) 和西北 (+7 家) 地区。

吸并贝尔蒙特的门店后, 公司强化在主力区域如华北 (+2 家)、西南 (+7 家) 地区的布局。目前王府井的 56 家门店 (其中 2 家门店归属于联营合营企业) 形成了以华北、西南双主力区域为基础, 加速向二、三线城市扩张的经营布局, 总建筑面积达 265.9 万平米。

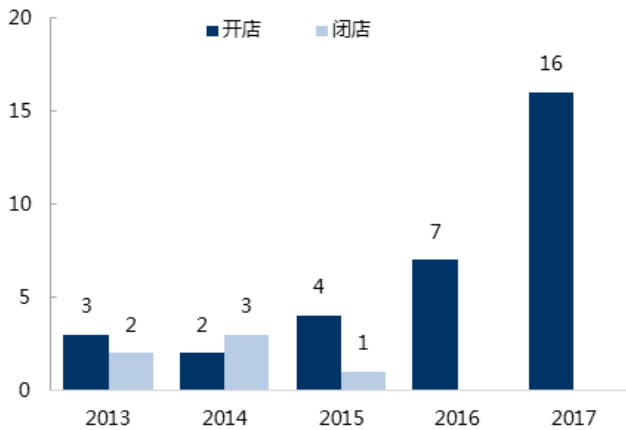
表 1: 公司近年门店分布情况 (万平米)

地区	2015		2016		2017		2018Q1	
	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积
华北地区	11	46.1	11	46.1	13	52.9	13	52.9
华中地区	7	39.6	7	39.6	9	53.4	9	53.4
华南地区	2	5.6	2	5.6	2	5.7	2	5.7
西南地区	6	31.3	7	40.7	15	66.1	15	66.1
西北地区	4	17.2	10	61.7	10	61.7	10	61.7
华东地区	1	6.3	1	6.3	3	9.2	3	9.2
东北地区	0	0	0	0	2	16.9	2	16.9
合计	31	146.1	38	200	54	265.9	54	265.9

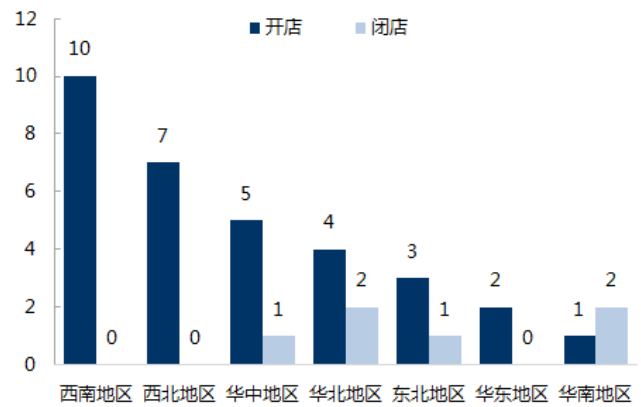
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

图 9: 公司展店不断提速

图 10: 公司新开店集中于中西部地区



资料来源：公司年报、东兴证券研究所



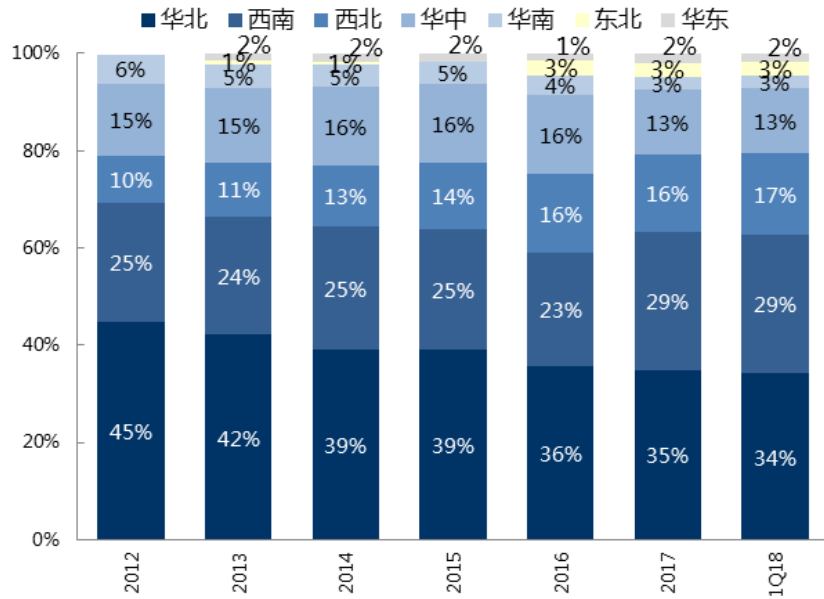
资料来源：公司年报、东兴证券研究所

华北、西南构成双业绩主力区域。华北与西南地区，2017 的营收占比分别达到 35% 和 29%。华北地区中，公司位于北京的门店服务首都战略，业绩受到旅游受益的助推。此外，公司较早进入西南市场，合理设置门店，为后续的市场开拓打下良好基础。17 年公司吸并春天百货的门店，进一步加深对西南地区的拓展。据测算，17 年西南地区的同店增速维持在 8.81% 的高位。

公司在中西部地区高速拓展。从增速来看，公司近年开拓的中西部地区营收增速位居前列，营收占比逐年扩大。2017 年，西北、华中和东北地区实现营收同比增 36.84%、16.25% 和 18.85%；具体门店上，长沙、西宁两地门店均表现亮眼。

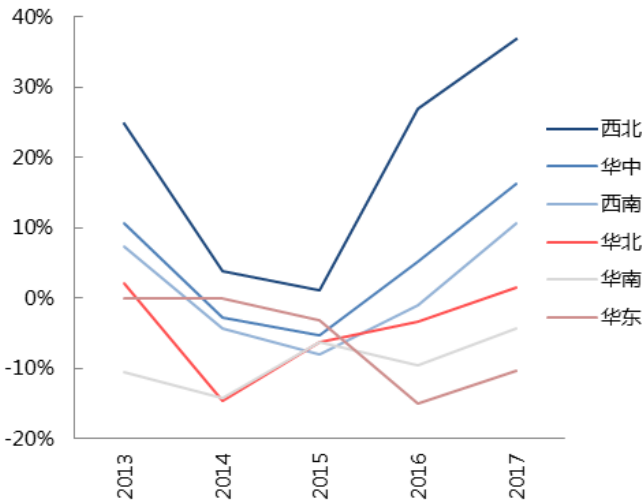
据测算，2017 年西北和华中地区分别拉动营收增速 5.82pct 和 4.65pct，成为业绩增长的主要驱动力。随着公司在西北、华中地区的新店培育成熟、展店提速，公司的百货业绩增长具备可持续性。

图 11:华北与西南地区，营收占比最高



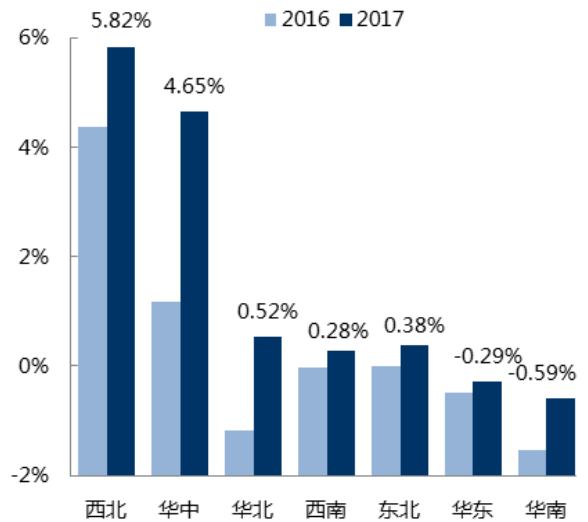
资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 12: 西北和华中营收高增



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 13: 西北、华中地区对营收增速贡献较大



资料来源: WIND、东兴证券研究所

表 2: 2017 年对公司净利润影响达到 10% 的门店盈利情况

店名	面积 (万平米)	店龄 (年)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
成都王府井百货	5.8	19	净利润(万)	43.80	47.09	46.41	43.34	415,630	504,741

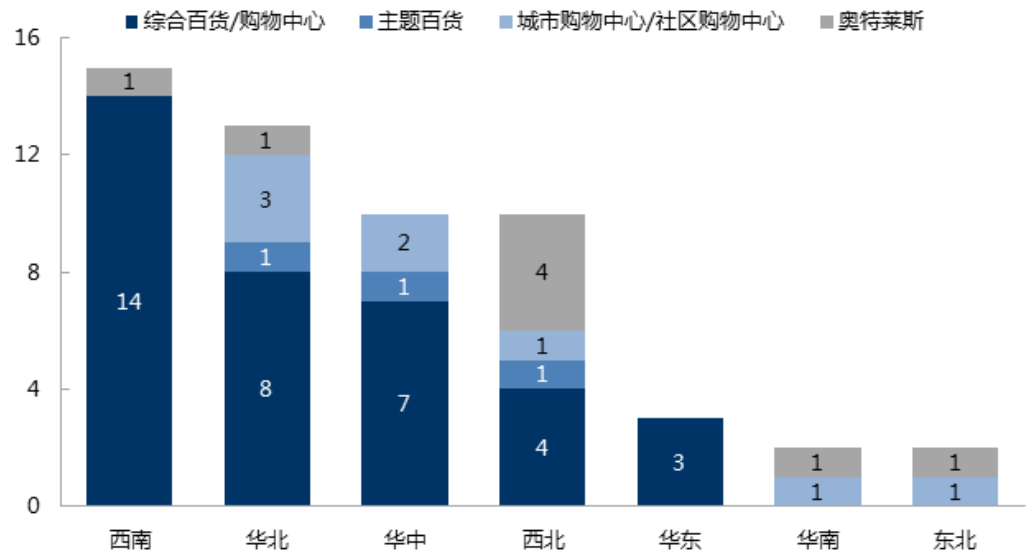
			yoy (%)	33.76%	7.51%	-1.43%	-6.61%	-4.11%	21.44%
长沙王府井百货	7.1	14	净利润(万)	0.89	0.86	0.75	0.77	7,965	10,122
			yoy (%)	29.59%	-3.28%	-13.29%	2.79%	3.64%	27.08%
西宁王府井百货 1 店	5.4	12	净利润(万)	0.98	0.79	0.85	0.90	6,067	10,809
西宁王府井百货 2 店	3.7	5	yoy (%)	32.41%	-19.57%	7.90%	6.35%	-32.87%	78.15%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

2.3 公司定位中高端, 可选消费复苏助力业绩增长

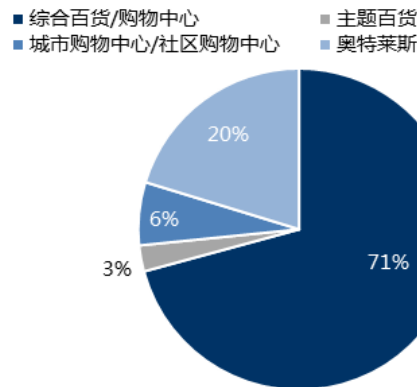
把握消费需求变化, 推行体验化业态变革。面向消费者品质化、体验化的需求转变, 公司推动大体量门店向综合百货类购物中心化转型, 小体量门店向主题百货、区域购物中心转化。2013 年以来, 公司共新开 14 家购物中心, 吸并阳光春天 6 家百货门店。公司形成品牌化、专业化、时尚化、连锁化的运营格局, 目前综合百货及购物中心的建筑面积占比达 71%。

图 14: 公司在各区域经营丰富的业态



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

图 15: 购物中心占经营面积的比重最大

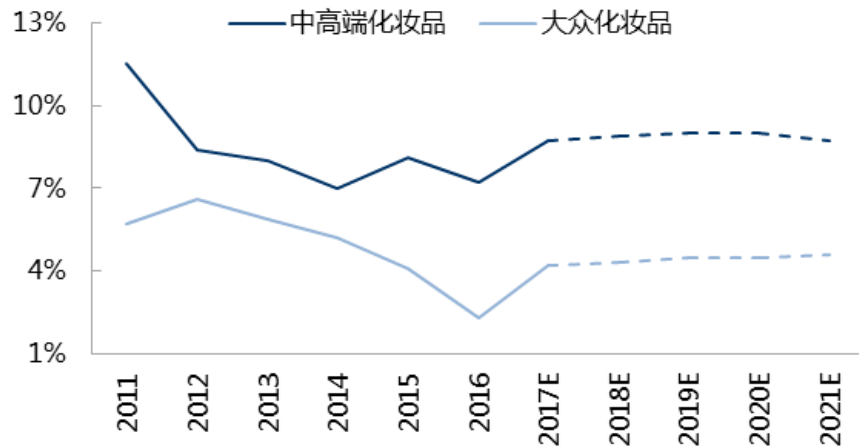


资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

百货定位中高端，持续受益于可选消费复苏。截至 1Q18，公司百货业录得 6.97% 的同店增速。高增速来源于公司把握行业发展趋势，重点布局中高端消费。商场云集国际一线化妆品牌以及顶级奢侈品牌，近 200 个重点品牌供应商在王府井门店的平均覆盖率达到 70%。

截至 18 年 4 月，国内化妆品零售额同比高增 15.1%，较去年同期多增 7.4pct。化妆品行业的高速增长，主要依靠中高端化妆品的拉动。据 euromonitor，2007 年-2016 年全球中高端化妆品 CAGR 达 10.6%，远高于大众化妆品类增速的 5.8%，预计在 2017 年-2021 年内这一剪刀差将保持。公司的主力专柜为一线化妆品牌，2017 年公司的化妆品类销量增幅超 20%。中高端市场的快速增长将持续带动公司销量向好。

图 16: 中高端化妆品增速常年高于大众化妆品



资料来源: euromonitor、东兴证券研究所

表 3:公司主要门店均定位中高端

店名	定位	主要品牌分布
北京百货大楼	高端百货	国际顶级奢侈品牌、众多国际知名品牌和国内一线品牌占比 40%以上
北京双安商场	精品时尚百货, 定位中高端	引入 HOGOBOS、阿玛尼、COACH 等国际一二线品牌, 商品以高端精品为主线, 辅以中高端品牌商品
武汉王府井百货	现代时尚百货	以国际、国内中高档商品为主, 服务中高消费阶层
洛阳王府井百货	集百货、超市、餐饮、娱乐为一体	目前共有百货品牌 600 余个, 其中国际一、二线品牌占 25%, 国内知名品牌占 63%。
包头王府井昆区店	较高品位和现代时尚气息的百货商场	开设有 ROLEX、OMEGA、SWAROVSKI、LANCOME、EstéeLauder、SK-II、SHISEIDO、CLARINS、Marisfrolg 等众多国际、国内知名品牌授权专门店
西宁王府井新宁广场店	高端精品时尚的百货店	以“国际一、二线精品、化妆品、珠宝、服装服饰、男女鞋包”为核心品类, 目前 COACH、万宝龙、CUCCI、JA、VDG、PalZileri 等品牌已先后入驻, 以满足西宁市及周边地区讲究生活品质及购物品位的高档消费群的需求。
西安王府井南门店	国际化的品牌, 专业化的服务	主营国际一线奢侈品, 品牌有 GUCCI、Zegna、Bally、CERRUTI1881、HUGOBOSS、EMPORIOARMANI、BOTTEGAVENETA、PRADA、BURBERRY 等
福州王府井百货	时尚精品	入驻的 300 余个品牌中, 汇集了 COACH、MICHAELKORS、GUCCI、SWAROVSKI、苹果、CHANEL、EstéeLauder 等国际一线品牌

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

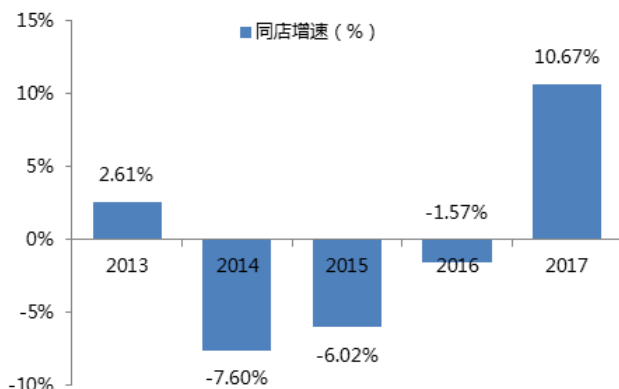
2.4 门店结构有序, 新店有望释放增长动力

公司门店结构交替有序。公司近年展店加速, 现有门店中, 店龄处于 0-2 年的培育期门店占比为 20%, 店龄处于 3-6 年和 7-10 年区间的门店占比约 29%和 22%, 超 10 年的门店占比 39%。

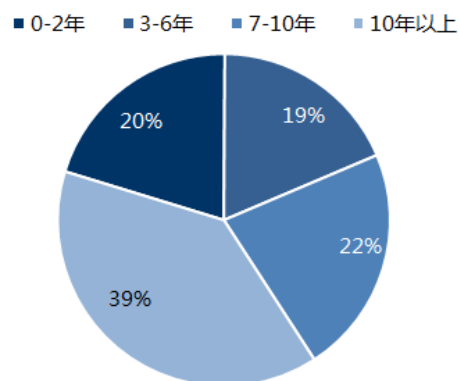
成熟门店保证业绩稳定性, 新店增长态势强劲。2017 年公司实现同店增速 10.67%, 1Q18 同店增速超 5%。培育期的新店中, 银川、南充门店实现快速盈利, 其余门店亏损幅度逐年缩窄。在华北、西南、华中、西北等重点地区, 公司具备异地开店实力, 新店业绩增长迅速, 有望在扭亏后成为内生的增长驱动力。

图 17:公司同店增长强劲

图 18:公司门店结构合理, 新店占比三成



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

表 4:可比新店净利润(万)

店名	建筑面积(万平米)	开业时间	2016	2017	状态
银川王府井购物中心	7.3	2016年2月	2,528	2,962	Yoy+17.15%
南充王府井购物中心	9.4	2016年12月	-644	1,998	扭亏
熙地港(西安)购物中心	12	2016年4月	-12,467	-6,054	减亏
西安王府井百货	2.8	2016年4月	-2,940	-2,258	减亏

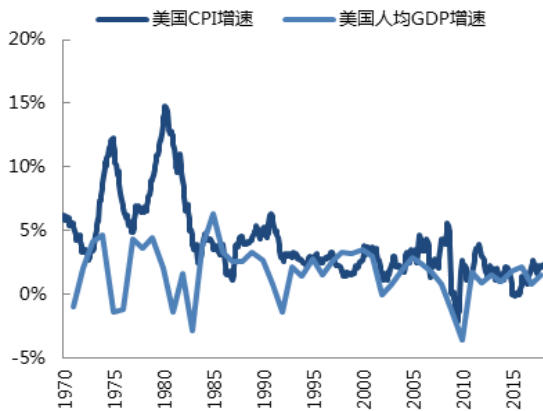
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

3. 公司加码奥莱布局

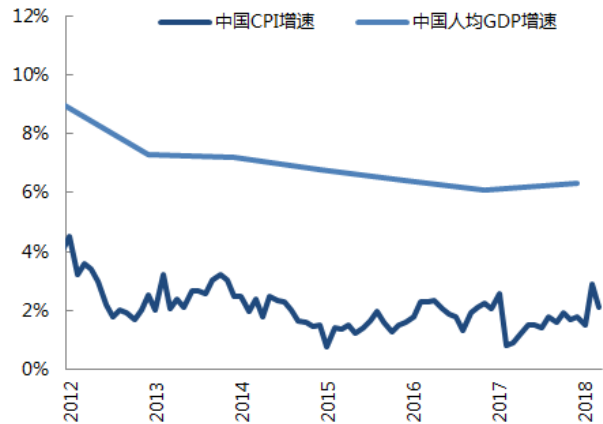
3.1 国内奥莱业态进入高速增长期

消费复苏下奥莱迎来发展机遇。上世纪70-90年代,美国GDP增速放缓叠加CPI走高,在这一经济背景下奥莱作为新兴业态高速发展,门店数与经营面积不断扩大。发展至1996年,美国奥莱门店已达329家。与此类似的是,目前中国正处于新旧经济动能转换的阶段,经济预期平稳增长,CPI处于温和上行的阶段。消费复苏态势延续,消费升级与“品牌+折扣”这两类消费模式在国内并存。叠加贸易战倒逼内需,政策形成对消费的刺激。国内奥特莱斯业态的发展迎来战略性机遇。

品牌多、折扣高是成熟奥莱的主要特色。美国的奥特莱斯往往集中大量的国际奢侈品牌,经营品类以服装、鞋帽、箱包、化妆品为主,经营面积超7成用于服装、鞋帽品类。另一方面,美国奥莱中的品牌商品往往以3至7折的价格进行售卖,有时折扣甚至更低,成为吸引消费者的又一卖点。高利润的奢侈品对奥莱业绩贡献巨大。

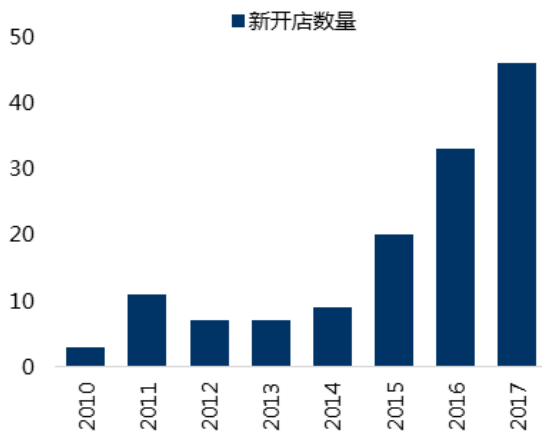
图 19:美国 CPI 和 GDP 增速


资料来源: WIND、东兴证券研究所

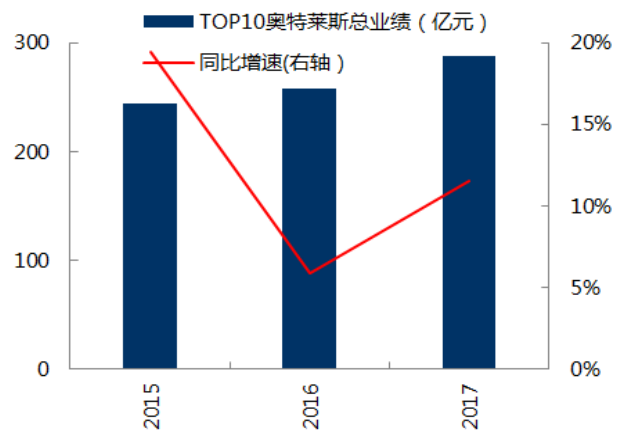
图 20:现阶段的国内经济环境类似 70 年代的美国


资料来源: WIND、东兴证券研究所

在此背景下, 奥莱业态在中国迅速兴起。2015 年起, 奥莱行业开启了高速增长, 开店数量有显著增长。新项目频繁入市的同时, 已开业奥特莱斯项目的继续高歌猛进。入围 2017 年中国 10 强的奥特莱斯共创造 288.2 亿元销售额, 同比增长 11.5%。

图 21:国内奥莱进入高速发展期


资料来源: 搜铺、东兴证券研究所

图 22:国内 TOP10 奥莱业绩增长迅猛


资料来源: 奥莱领袖、东兴证券研究所

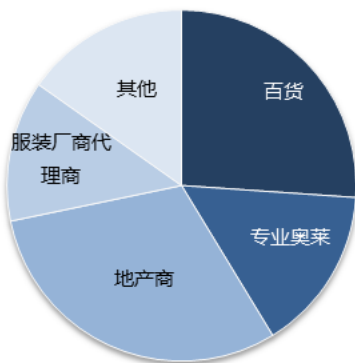
3.2 公司重点发展奥莱业态, 培育新的盈利增长点

作为新起之秀, 公司奥莱业务增长强劲。销售渠道下沉, 公司的奥莱业务增长迅速。吸并贝尔蒙特的成熟门店后, 公司 2017 年实现奥莱营收 33.27 亿, 同比增 41.23%。其中, 呼和浩特王府井奥莱门店更是实现净利润超过 10 倍的增长。

当前奥莱行业的主要运营商为百货集团及专业奥莱。搜铺网数据显示, 2017 年销售额超 5 亿的绩优门店数排名中, 王府井赛特奥莱位居第 3。公司以后起之秀的身份, 紧紧把握奥莱行业的发展机会, 以高速扩张的态势打造属于自身的连锁奥莱。

图 23:2017 年新开业奥莱的运营商分布

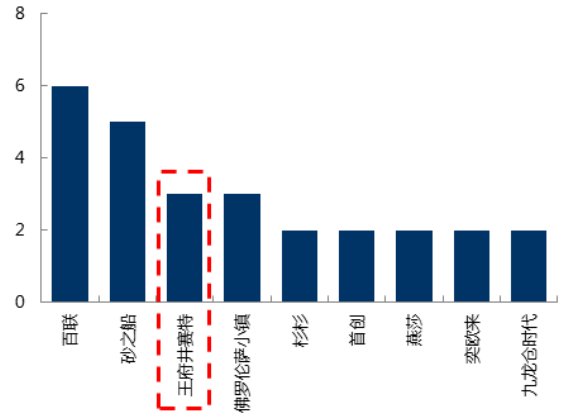
■ 百货 ■ 专业奥莱 ■ 地产商 ■ 服装厂商代理商 ■ 其他



资料来源: 搜铺、东兴证券研究所

图 24:2017 年奥莱门店业绩排名

■ 销售额超5亿元的门店数



资料来源: 搜铺、东兴证券研究所

市场化激励政策, 为奥莱发展铺路。为推进奥莱发展, 公司做出了机制改革。在奥莱板块引入事业合伙人制度, 组建专门的奥莱管理公司。合伙人制度的实施, 公司形成良好的激励机制, 进一步推进奥莱的市场化运营。

奥莱是公司业务延伸的重点业态。公司借助春天百货的专业奥莱经营团队, 高起点发展奥莱业态, 自营开设奥莱 5 家, 面积 28.5 万平方米。通过收购贝尔蒙特, 公司新增 2 家重量级门店, 建筑面积翻倍, 增长至 57.1 万平方米。凭借百货板块在西北地区积累的先发优势, 公司的奥莱业务在地区内抢占重要的先机, 独揽西北地区的奥莱前三强。

表 5:2017 年各地奥莱三强一览

各地区奥莱三强	No.1	业绩 (亿)	No.2	业绩 (亿)	No.3	业绩 (亿)	TOP3 总计亿元
华北	天津佛罗伦萨小镇京津名品奥特莱斯	38	北京燕莎奥特莱斯	38	北京首创奥特莱斯	26	102
华东	上海青浦百联奥特莱斯	45.8	宁波杉井奥特莱斯	22.8	杭州下沙百联奥特莱斯	21.5	90.1
西南	成都时代奥特莱斯	24.5	重庆江北砂之船西部奥特莱斯	23	成都苏宁城市奥莱	11	58.5

华中	武汉盘龙百联奥莱 1 期	22.8	长沙友阿奥特莱斯	17	郑州杉杉奥特莱斯广场	12.5	52.3
东北	沈阳兴隆大奥莱	25.8	哈尔滨杉杉奥莱	13.5	哈尔滨枫叶小镇奥莱	8.2	47.5
华南	海南万宁首创奥特莱斯	12.7	广州番禺海印又一城	10.3	佛山广佛佛罗伦萨小镇 1-2 期/深圳华盛奥莱	7	30
西北	西安王府井赛特奥莱临潼店	8	银川王府井奥莱	4.5	西安王府井赛特奥莱机场店	4	16.5

资料来源：奥莱领秀、兴证券研究所

收购贝尔蒙特实现快速布局。2017 年公司完成对贝尔蒙特的合并。贝尔蒙特旗下拥有赛特奥莱知名品牌，其北京赛特(2009 年)和沈阳赛特(2012 年)开业时间较早，销售收入平均增速保持在 30%的水平，在国内奥莱业态内业绩位居前列。成熟的门店注入，减轻公司培育新店的压力。同时，成熟门店为后续业态的扩张提供了典范，助力公司奥莱布局的全面铺开。

我们认为公司在未来三年内将进一步加快奥莱的发展，预计将新开 3-5 家奥莱门店，营业建筑总面积达到 80-100 万平米。公司百货为主、奥莱为辅的业态格局已基本构建成功。

4. 财务指标同业分析

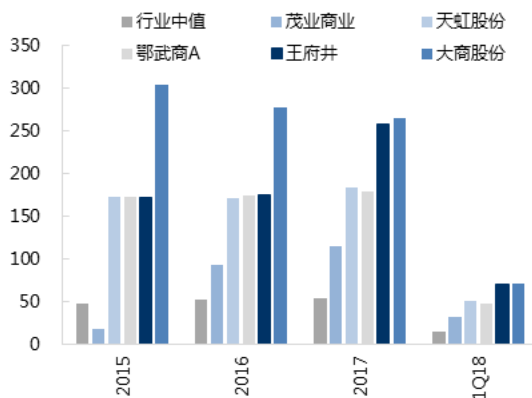
为横向对比王府井的财务表现，我们选取了茂业商业、天虹股份、鄂武商 A、大商股份这四家相近公司作为东兴重点观测的百货股。通过对所有 A 股上市的百货公司及重点观测公司的毛利率、现金循环周期、存货周转率等财务指标的梳理，我们判断王府井相较 A 股其他百货股的优势。整体而言，王府井财务指标处于行业较优水平。

- ◆ 在东兴零售重点观测的百货公司中，王府井的营业收入和净利润均处于领先水平。
- ◆ 公司毛利率于 2017 和 1Q18 分别实现 19.9%和 20.16%，略低于重点公司、处于行业中位数水平。考虑到公司拓店加速，同时积极发展奥特莱斯业态，两方面因素拖累公司综合毛利表现。从趋势来看，奥莱的毛利率正逐步提高，印证盈利能力不断改善。
- ◆ 公司的期间费率由 15 年的 15.4%降至 17 年的 14.6%，并较行业平均水平(16.1%)有明显优势。通过积极创新升级、降租减压，公司多数门店业绩改善明显，亏损门店数量及亏损幅度大幅下降，“一店一策”战略得到有效落实。
- ◆ 公司的现金循环天数在行业内位居前列，得益于公司高效的存货周转率(35.54 次)。

公司高存货周转率一方面源于百货业自营水平(11.48%)低于行业均值(17.21%),对存货依赖低;另一方面源于奥莱业态的高经营效率,所形成的高周转水平。双业态的经营模式构筑了王府井的核心竞争力。

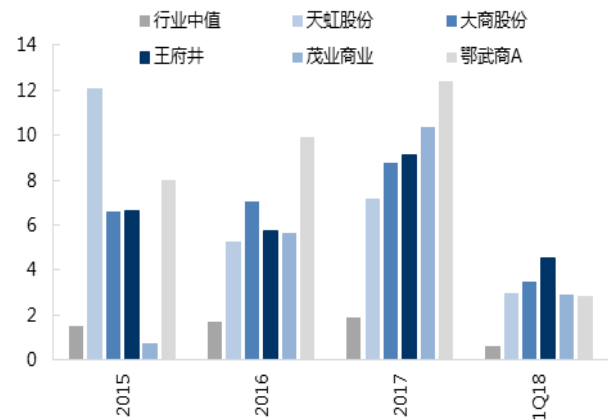
- ◆ 公司资产负债率(43.98%)低于行业均值(51.79%),资产结构良好,杠杆率处于行业较低水平。
- ◆ 公司ROE和ROA分别为8.86%和4.79%,均高于行业平均水平(6.94%和3.45%)。高周转率、低杠杆率代表公司较高的经营效率。

图 25:东兴零售重点观测公司营业收入(亿)



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 26:东兴零售重点观测公司净利润(亿)



资料来源: WIND、东兴证券研究所

表 6:财务指标对比

	2015	2016	2017	1Q18
销售毛利率(%)				
王府井	20.62%	20.50%	19.90%	20.16%
行业中值	20.61%	20.07%	20.33%	21.16%
期间费用率(%)				
王府井	15.40%	16.40%	14.60%	11.40%
行业中值	16.00%	16.40%	16.10%	14.90%
现金循环天数				
王府井	21.16	14.77	-26.20	-23.26
行业中值	-14.37	-7.07	-8.25	-7.00
存货(亿)				
王府井	4.00	4.10	7.70	7.90
行业中值	5.10	6.10	6.70	7.33
存货周转率(%)				
王府井	34.1	34.69	35.54	7.25

行业中值	9.64	10.63	9.26	2.56
资产负债率 (%)				
王府井	47.06%	40.01%	46.56%	43.98%
行业中值	53.71%	52.35%	52.75%	51.79%
ROE (%)				
王府井	9.27%	6.47%	8.86%	4.40%
行业中值	7.57%	6.99%	6.94%	2.05%
ROA (%)				
王府井	4.77%	3.62%	4.79%	2.27%
行业中值	3.26%	3.03%	3.45%	1.13%

资料来源: WIND、东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们预计公司在 2018 年至 2020 年将分别实现营业收入 279.97 亿元、303.47 亿元和 330.30 亿元, 同比增速 7.33%、8.39%和 8.84%; 实现净利润 11.21 亿元、12.92 亿元和 14.67 亿元, 同比增速为 20.24%、15.27%和 13.53%。

5.1 门店及坪效分析

5.1.1 门店数量预测

截至 2017 年底, 王府井在全国共拥有门店合计 56 家 (其中 2 家门店归属于联营合营企业), 其中百货及购物中心 46 家, 奥特莱斯 8 家。根据近年的开店情况, 我们预计公司将保持年均 1-3 家门店的开业速度。预计 2018 年、2019 年和 2020 年的门店将达到 55 家、58 家和 61 家。

表 7: 公司门店预测

门店数	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
华北	11	11	13	13	13	14
华中	7	7	9	9	10	10
华南	2	2	2	2	3	3
西南	6	7	15	15	15	17
西北	4	10	10	10	10	10
华东	1	1	3	3	3	3
东北	-	-	2	3	4	4
合计	31	38	54	55	58	61

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

5.1.2 店均面积预测

2017 年底, 王府井门店总面积为 256.9 万平米, 其中百货业面积为 221 万平米, 奥莱面积 35.9 万平米。我们预测百货业及购物中心将于 2020 年达到 253 万平米, 奥莱总面积为 66.03 万平米。

表 8: 门店面积预测

总建筑面积 (万平米)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
华北	42.6	42.6	44.9	44.9	44.9	44.9
华中	39.7	39.7	53.4	53.4	63.4	63.4
华南	3.2	3.2	3.2	3.2	15.2	15.2
西南	31.3	40.7	61.3	61.3	61.3	71.3
西北	17.2	39.3	36.2	36.2	36.2	36.2
华东	6.3	6.3	9.2	9.2	9.2	9.2
东北			12.8	12.8	12.8	12.8
奥莱	6.1	28.5	44.9	60	68.2	81.9

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

5.1.3 门店坪效预测

2017 年全年王府井实现华北、西南、华东、西北地区坪效的快速增长。我们认为百货行业复苏下, 公司百货业绩表现向好。华北、西南双主力区域, 可保持坪效稳定增长; 华中、西北地区发展成熟后, 增长动力将逐步释放。我们预计未来三年公司百货业的坪效, 成熟店将保持 2%-7% 的增速, 新店将保持 8-10% 的增速。另一方面, 国内奥莱行业发展迅速, 公司进行重点的战略布局, 我们预计未来三年公司奥莱的坪效将维持在 8-10% 的增速, 新店坪效可达 15% 的增速。

表 9: 预测百货业坪效

平均坪效 (万元/平米)	2018E	2019E	2020E
华北	1.94	1.98	2.02
yoy	6.00%	2.00%	2.00%
华中	0.71	0.73	0.75
yoy	6.00%	3.00%	3.00%
华南	0.92	0.94	0.96
yoy	4.00%	2.00%	2.00%
西南	1.27	1.31	1.35
yoy	6.00%	3.00%	3.00%
西北	0.78	0.82	0.87
yoy	7.00%	5.00%	5.00%
华东	0.57	0.59	0.61

yoy	5.00%	4.00%	4.00%
-----	-------	-------	-------

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

表 10: 预测购物中心坪效

平均坪效 (万元/平米)	2018E	2019E	2020E
华北	0.98	0.99	1.00
yoy	6.00%	1.00%	1.00%
华中	0.46	0.39	0.40
yoy	5.00%	0.00%	1.00%
华南		0.46	0.46
yoy		0.00%	1.00%
西南	0.93	0.94	0.88
yoy	6.00%	1.00%	1.50%
西北	0.53	0.55	0.56
yoy	7.00%	2.00%	2.00%
东北	0.27	0.28	0.29
yoy	2.00%	2.00%	4.00%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

表 11: 预测奥莱坪效

平均坪效 (万元/平米)	2017	2018E	2019E	2020E
坪效	0.74	0.83	0.88	0.92
yoy		11.50%	6.73%	4.46%

资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

5.2 估值分析

考虑到外资对零售板块的关注度和配置力度逐步加大, 绝对估值法的参考意义有所提升。根据相对估值法计算, 我们得出公司的估值为 24.14 元; 绝对估值法计算的公司估值为 34.72 元, 估值区间在 24.14-32.41 元之间。综合考虑, 我们给予公司六个月的目標价 26 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

5.2.1 绝对估值法

我们设上证综指过去 5 年平均回报率 10.24% 为股市平均回报率 R_m , β 为 0.97, 设银行理财平均预期收益率 4.5% 为无风险收益率, 则公司 WACC 为 8.66%。在不考虑周期波动、2020 年之后的同店及拓店增速变动的情况下, 通过 DCF 估值 (FCFF) 我们测算出王府井的绝对估值为 32.41 元。

DCF 估值方法在国外市场中应用较多，而国内多以相对估值法对公司进行估值。在国内外估值方法的差距下，绝对估值法给予公司较长的业绩兑现期和较高的估值水平。外资对零售板块配置比例加大的情况下，国内零售龙头的估值水平正逐步向国外体系靠近，我们认为 DCF 估值法的重要性和参考意义有所提升。

表 12:公司绝对估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	6,443.23	30.94%
第二阶段	6,980.47	33.52%
第三阶段 (终值)	7,402.74	35.54%
企业价值 AEV	20,826.44	100.00%
+ 非核心资产价值	8,316.99	39.93%
- 少数股东权益	643.25	-3.09%
- 净债务	3,338.60	-16.03%
总股本价值	25,161.58	120.82%
股本 (百万股)	776.25	
每股价值 (元)	32.41	

资料来源: WIND、东兴证券研究所

5.2.2 相对估值法

当前 A 股上市百货过去 1 年平均 PE 为 25.8 倍；对标东兴零售重点观测企业、过去一年平均 PE 为 15.64 倍。我们认为龙头王府井的合理 PE 水平应为 17 倍左右，按 2018 年预测 EPS (1.42 元) 推算，则我们测算出公司的相对估值为 24.14 元。

6. 风险提示

行业复苏不及预期、公司拓店不及预期

表 13: 公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	10185	8060	10336	11303	12674	营业收入	17795	26085	27997	30347	33030
货币资金	8027	6031	7608	8483	9745	营业成本	13990	20681	22311	24225	26486
应收账款	169	243	261	283	308	营业税金及附加	198	265	284	308	336
其他应收款	1315	240	257	279	304	营业费用	2067	2859	2979	3168	3382
预付款项	123	699	1319	1319	1319	管理费用	727	956	886	870	815
存货	395	769	829	900	984	财务费用	21	-15	-68	-71	-82
其他流动资产	156	79	61	39	14	资产减值损失	-0.09	1.61	1.61	1.61	1.61
非流动资产	7603	12129	10240	10028	9868	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	689	872	709	709	709	投资净收益	-2.58	-18.18	-17.63	-17.10	-16.59
固定资产	2733.31	4644.65	4592.42	4578.45	4587.70	营业利润	789	1335	1584	1827	2076
无形资产	1027	988	936	887	841	营业外收入	86.28	11.54	11.54	11.54	11.54
其他非流动	0	1324	1324	1324	1324	营业外支出	26.32	3.61	3.61	3.61	3.61
资产总计	17788	20189	20576	21330	22542	利润总额	849	1343	1592	1835	2084
流动负债合	4631	7255	6302	6431	6787	所得税	283	411	472	544	617
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	566	932	1121	1292	1467
应付账款	1855	2645	2812	3053	3338	少数股东损益	-9	22	22	22	22
预收款项	1609	1634	1662	1692	1725	归属母公司净利	575	910	1098	1270	1444
一年内到期	0	539	539	539	539	EBITDA	2032	2596	2036	2266	2494
非流动负债	2486	2145	3051	3082	3270	EPS (元)	1.23	1.94	1.42	1.64	1.86
长期借款	148	600	600	600	600	主要财务比率					
应付债券	2198	1099	2200	2231	2419		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	7117	9400	9353	9513	10057	成长能力					
少数股东权	294	621	643	666	688	营业收入增长	2.70%	46.59%	7.33%	8.39%	8.84%
实收资本	776	776	776	776	776	营业利润增长	-25.57%	69.35%	18.64%	15.34%	13.59%
资本公积	5830	4508	4508	4508	4508	归属于母公司净	20.73%	15.58%	20.73%	15.58%	13.77%
未分配利润	2278	3163	1953	555	-1036	获利能力					
归属母公司	10377	10168	10333	10891	11526	毛利率(%)	21.38%	20.72%	20.31%	20.17%	19.81%
负债和所有	17788	20189	20576	21330	22542	净利率(%)	3.18%	3.57%	4.00%	4.26%	4.44%
现金流						总资产净利润(%)	3.23%	3.23%	4.51%	5.34%	5.95%
						ROE(%)	5.54%	8.95%	10.63%	11.66%	12.53%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现	980	2058	-163	1861	2218	资产负债率(%)	40%	47%	45%	45%	45%
净利润	566	932	1121	1292	1467	流动比率	2.20	1.11	1.64	1.76	1.87
折旧摊销	1222.63	1275.90	0.00	420.21	420.21	速动比率	2.11	1.01	1.51	1.62	1.72
财务费用	21	-15	-68	-71	-82	营运能力					
应付账款的	0	0	-18	-22	-25	总资产周转率	1.12	1.37	1.37	1.45	1.51
预收账款的	0	0	27	30	33	应收账款周转率	142	127	111	112	112
投资活动现	-1006	-2474	1455	-19	-18	应付账款周转率	10.26	11.59	10.26	10.35	10.34
公允价值变	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资	0	0	1618	0	0	每股收益(最新摊	1.23	1.94	1.42	1.64	1.86
投资收益	-3	-18	-18	-17	-17	每股净现金流(最	2.80	-3.46	2.27	1.61	2.15
筹资活动现	2202	-2270	470	-596	-529	每股净资产(最新	13.37	13.10	13.31	14.03	14.85
应付债券增	0	0	1101	31	188	估值比率					
长期借款增	0	0	0	0	0	P/E	16.44	10.39	14.27	12.34	10.85
普通股增加	313	0	0	0	0	P/B	1.51	1.54	1.52	1.44	1.36
资本公积增	2625	-1322	0	0	0	EV/EBITDA	4.92	4.58	5.60	4.66	3.80
现金净增加	2176	-2687	1763	1247	1671						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016 年加入东兴证券研究所，从事策略及商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。