

开源提效成为业绩增长的主要驱动力

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报, 1-6月实现营业收入132亿元, 同比+3%; 实现归母净利润7.6亿元, 同比+145.4%; 扣非后归母净利润同比+61.2%。
- **公司业绩大幅上升主要源于利息收入增加以及利息支出减少:** 上半年公司的综合毛利率为21.2%, 同比上升了0.54pp, 其中主营业务毛利率为16.4%, 同比下降0.25pp, 总体来看, 公司毛利率保持稳定; 上半年公司期间费用率为12.8%, 同比下降2pp, 其中销售费用率和管理费用率基本持平, 而财务费用率则下降了2pp至-1.3%, 主要是计提公司债券利息导致的利息收入增加以及利息支出减少共同影响所致。
- **销售增速和交易质量稳步增长:** 1) 从业态看, 百货/购物中心依旧是公司主要业态类型, 营业收入占比超过80%, 受经济环境影响, 上半年百货/购物中心营收同比+1.2%, 增速不及一季度; 奥特莱斯业态收入占比快速提升, 上半年实现营收17.5亿元, 同比+8.4%, 收入占比达到13.3%。2) 从品类看, 化妆品类增幅超过15%, 男装和女装品类小幅增长, 珠宝和鞋帽品类小幅下降; 3) 从收入模式看, 公司门店结构调整明显, 门店实施多元化经营, 目前租赁面积超过35万平方米, 同比增长13.7%, 租赁收入同比+22.6%。4) 从顾客结构看, 会员消费快速增长对总销增长贡献突出, 会员销售贡献率占比达到近55%, 二季度会员消费增幅实现12.2%增长。
- **深化业态转型调整, 持续推进国企改革:** 上半年公司深入推进传统百货的转型升级, 当前购物中心主力店发挥了百货店商品经营的优势, 而奥莱业态不断完善管理体制, 积极探索创新经营。与此同时公司持续推进国企改革, 继吸收合并王府井国际后, 今年1月份北京市国资委又将王府井东安的国有资产无偿划转给首旅集团, 推动公司优势资产资源集中集聚, 促进多业态协调发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年归母净利润分别为11.2亿元、13.6亿元、16亿元, 同比增长23.6%、20.6%、17.6%; EPS分别为1.45元、1.75元、2.06元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动或不及预期风险; 市场竞争或不及预期风险; 运营管理或不及预期风险。

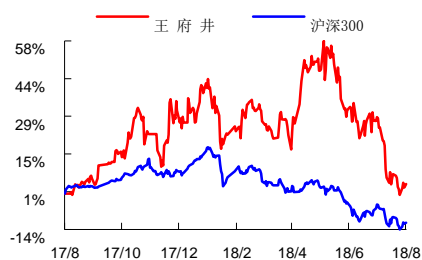
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26085.22	29727.52	32661.13	34739.61
增长率	46.59%	13.96%	9.87%	6.36%
归属母公司净利润(百万元)	909.82	1124.92	1356.94	1596.05
增长率	58.27%	23.64%	20.63%	17.62%
每股收益EPS(元)	1.17	1.45	1.75	2.06
净资产收益率ROE	8.64%	9.41%	10.97%	11.65%
PE	14	11	9	8
PB	1.25	1.11	1.07	0.96

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

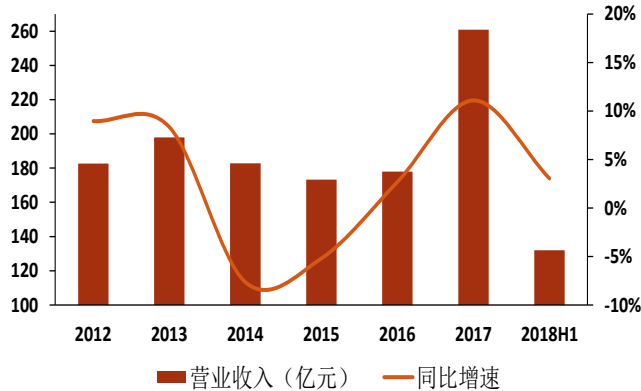
基础数据

总股本(亿股)	7.76
流通A股(亿股)	3.05
52周内股价区间(元)	15.77-25.38
总市值(亿元)	127.46
总资产(亿元)	187.01
每股净资产(元)	13.44

相关研究

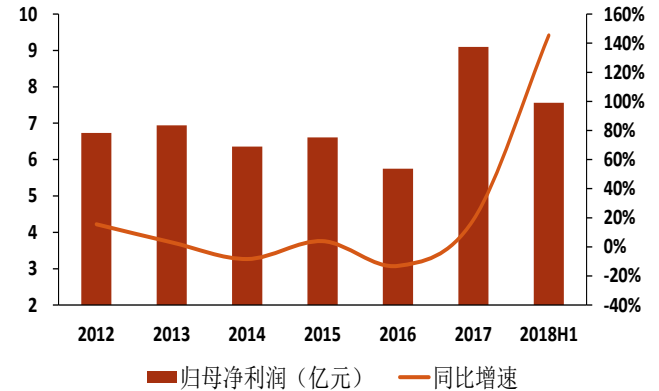
1. 王府井(600859): 国企混改百货先锋, 高效控费全国布局 (2018-07-02)

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速



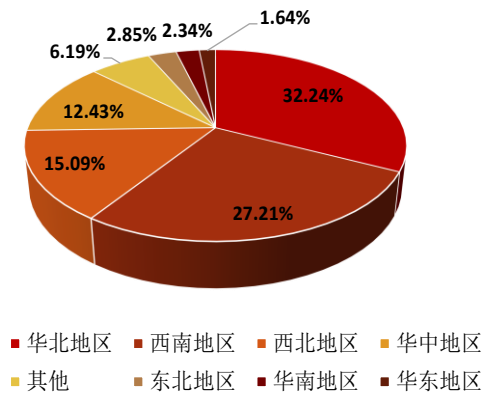
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速



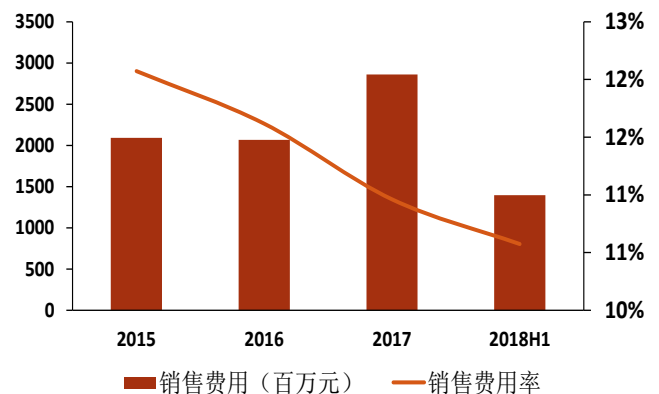
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2018H1 公司主营业务构成（分地区）



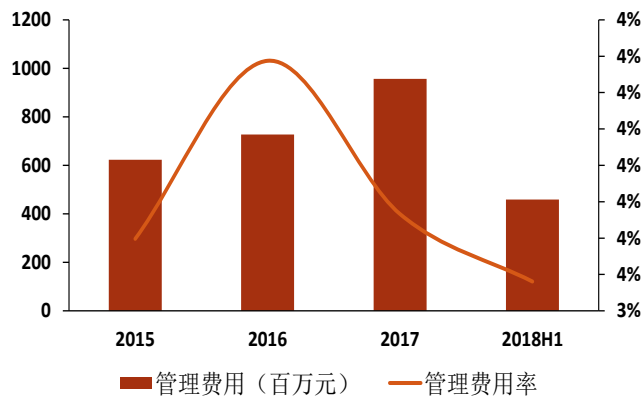
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来销售费用及销售费用率



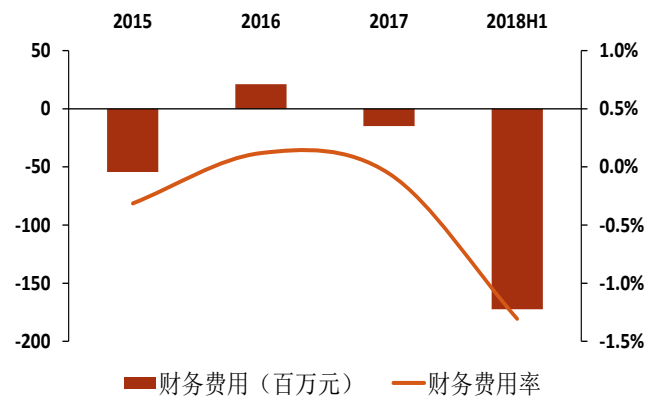
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2015 年以来管理费用及管理费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来财务费用及财务费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26085.22	29727.52	32661.13	34739.61	净利润	932.09	1144.84	1380.97	1624.31
营业成本	20681.48	23480.19	25540.04	27028.59	折旧与摊销	640.54	564.66	668.41	669.70
营业税金及附加	265.01	329.98	362.54	385.61	财务费用	-14.95	163.44	253.44	210.39
销售费用	2859.21	3112.47	3422.89	3619.87	资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	956.32	978.04	1077.82	1135.99	经营营运资本变动	1922.57	-881.76	344.42	247.53
财务费用	-14.95	163.44	253.44	210.39	其他	-1424.22	40.55	42.78	42.78
资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2057.66	1031.73	2690.03	2794.71
投资收益	-18.18	-42.78	-42.78	-42.78	资本支出	-2034.05	-4586.70	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-440.45	150.20	-42.78	-42.78
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	-4436.50	-42.78	-42.78
营业利润	1335.44	1620.63	1961.63	2316.38	短期借款	0.00	282.59	-282.59	0.00
其他非经营损益	7.93	29.36	28.67	24.63	长期借款	452.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	1343.36	1649.99	1990.30	2341.01	股权融资	-1322.04	0.00	0.00	0.00
所得税	411.27	505.14	609.33	716.70	支付股利	-333.79	-181.96	-224.98	-271.39
净利润	932.09	1144.84	1380.97	1624.31	其他	-1066.36	245.58	-1519.63	-210.39
少数股东损益	22.27	19.92	24.03	28.26	筹资活动现金流净额	-2269.77	346.21	-2027.21	-481.78
归属母公司股东净利润	909.82	1124.92	1356.94	1596.05	现金流量净额	-2690.62	-3058.56	620.03	2270.15
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6031.31	2972.75	3592.79	5862.94	成长能力				
应收和预付款项	1181.12	1805.79	1974.98	2095.88	销售收入增长率	46.59%	13.96%	9.87%	6.36%
存货	768.67	788.93	858.15	908.16	营业利润增长率	69.35%	21.36%	21.04%	18.08%
其他流动资产	78.79	101.07	111.05	118.11	净利润增长率	64.82%	22.83%	20.63%	17.62%
长期股权投资	871.93	871.93	871.93	871.93	EBITDA 增长率	52.46%	19.77%	22.77%	10.85%
投资性房地产	1739.43	1726.88	1726.88	1726.88	获利能力				
固定资产和在建工程	4669.03	8825.88	8292.28	7757.40	毛利率	20.72%	21.02%	21.80%	22.20%
无形资产和开发支出	1845.67	1795.09	1744.51	1693.94	三费率	14.57%	14.31%	14.56%	14.30%
其他非流动资产	3003.34	2738.67	2654.44	2570.20	净利率	3.57%	3.85%	4.23%	4.68%
资产总计	20189.30	21627.00	21827.01	23605.43	ROE	8.64%	9.41%	10.97%	11.65%
短期借款	0.00	282.59	0.00	0.00	ROA	4.62%	5.29%	6.33%	6.88%
应付和预收款项	4995.24	4545.57	4966.98	5268.62	ROIC	19.91%	16.48%	15.57%	18.98%
长期借款	600.00	600.00	600.00	600.00	EBITDA/销售收入	7.52%	7.90%	8.83%	9.20%
其他负债	3804.60	4032.08	3670.28	3794.14	营运能力				
负债合计	9399.84	9460.24	9237.26	9662.77	总资产周转率	1.37	1.42	1.50	1.53
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	固定资产周转率	7.07	4.43	3.83	4.33
资本公积	4508.34	4508.34	4508.34	4508.34	应收账款周转率	126.71	143.17	180.52	177.73
留存收益	4565.31	5508.27	6640.23	7964.88	存货周转率	35.44	30.11	31.01	30.60
归属母公司股东权益	10168.48	11525.86	11924.82	13249.48	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	640.90	664.93	693.19	资本结构				
股东权益合计	10789.46	12166.76	12589.75	13942.67	资产负债率	46.56%	43.74%	42.32%	40.93%
负债和股东权益合计	20189.30	21627.00	21827.01	23605.43	带息债务/总负债	18.08%	20.95%	18.39%	17.58%
					流动比率	1.11	0.77	0.92	1.20
					速动比率	1.01	0.67	0.80	1.07
					股利支付率	36.69%	16.18%	16.58%	17.00%
					每股指标				
					每股收益	1.17	1.45	1.75	2.06
					每股净资产	13.10	14.85	15.36	17.07
					每股经营现金	2.65	1.33	3.47	3.60
					每股股利	0.43	0.23	0.29	0.35
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1961.03	2348.73	2883.49	3196.47					
PE	14.01	11.33	9.39	7.99					
PB	1.25	1.11	1.07	0.96					
PS	0.49	0.43	0.39	0.37					
EV/EBITDA	0.80	2.18	1.28	0.44					
股息率	2.62%	1.43%	1.77%	2.13%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn