



Research and
Development Center

享规模和品牌优势的百货龙头

——王府井（600859.sh）深度报告

2018年8月28日

李丹 行业分析师
燕楠 行业分析师

享规模和品牌优势的百货龙头

2018年8月28日

本期内容提要:

◆ **看好龙头公司借助集中度提升扩大优势地位。**中国目前百货行业 CR4 集中度在 8% 左右，行业集中度相较发达国家美国和日本均有很大的提升空间。美国和日本百货行业发展历史中，并购对龙头公司实现全国布局，规模快速提升起到了巨大的作用。中国幅员辽阔，各个地区都有自己的传统百货品牌，目前能进行全国布局的百货龙头并不多。在行业向前发展过程中，集中度提升一定是未来的趋势，龙头公司将受益于集中度提升带来的规模效应，扩大在成本和效率方面的优势地位。

◆ **公司是百货行业龙头品牌，规模显优势。**王府井在全国范围共运营 54 家门店，总经营建筑面积 265.9 万平方米，涉及 20 个省市自治区，30 个城市。公司同店方面，传统老店稳健经营，提供利润保障，2017 年在整体行业销售趋好的背景下，王府井主力门店（成都、长沙、南宁）受益于线下消费复苏均获得不错的增长，为公司稳健经营打下牢固基础。新开店方面，公司一直保持稳定的开店节奏，2015 年新开 4 家门店，2016 年新开 7 家门店，2017 年新开 3 家门店。王府井新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，体现了公司由传统百货向新型业态逐步转型的决心。新开店走出培育期后也将陆续释放利润，成为公司新的增长点。

◆ **收购贝尔蒙特，全国协同效应凸显。**2017 年 3 月，王府井以承接债务和支付现金相结合的方式从王府井国际处收购贝尔蒙特 100% 股权。通过本次收购，王府井将弥补在贵州区域的经营空白，零售商业版图将扩展至南部区域，进一步提升王府井品牌在全国商业零售市场的影响力，形成各区域并举、多业态发展的良好经营局面。双方在经营业态、品牌资源、区域资源、经营管理等方面可以产生较高的协同效益。贝尔蒙特 2017-2019 年的利润承诺分别是 2.11 亿元、2.31 亿元、2.54 亿元。贝尔蒙特 2016 年和 2017 年的净利润分别是 2.38 亿元和 2.57 亿元，2017 年起超额完成利润承诺，超出承诺 0.46 亿元，超出 21.8%。

◆ **股价催化剂：**消费数据转暖、公司业绩超预期。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年王府井归母净利润分别为 11.22、12.33、13.66 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 1.45 元、1.59 元和 1.76 元。基于王府井品牌和规模优势以及目前较行业相比较低估值水平，首次覆盖给予“增持”评级。

◆ **风险因素：**消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

证券研究报告

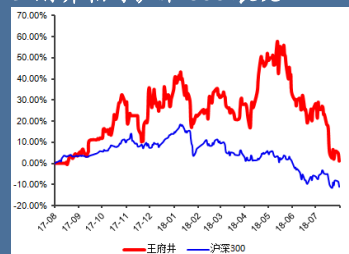
公司研究——首次覆盖

王府井 (600859.sh)



首次评级

王府井相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

燕楠 分析师

执业编号：S1500517040001

联系电话：+86 10 83326715

邮箱：yannan@cindasc.com

公司主要数据 (2018.8.27)

收盘价(元)	16.90
52周内股价波动区间(元)	15.77-25.38
最近一月涨跌幅(%)	-11.05%
总股本(亿股)	7.76
流通A股比例(%)	39.32%
总市值(亿元)	131

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17795.12	26085.22	28599.95	30999.32	33601.78
增长率 YoY %	2.70	46.59	9.64	8.39	8.40
归属母公司净利润(百万元)	574.83	909.82	1121.71	1233.47	1365.59
增长率 YoY%	-13.07	58.27	23.29	9.96	10.71
毛利率%	21.38	20.72	21.67	21.95	21.99
净资产收益率 ROE%	6.47	8.86	10.57	10.56	10.52
每股收益 EPS(元)	0.74	1.17	1.45	1.59	1.76
市盈率 P/E(倍)	23	14	12	11	10
市净率 P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 8 月 27 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
公司基本情况	2
公司股权结构	3
百货行业：我们看好龙头公司借助集中度提升扩大优势地位	6
行业集中度提升是大势所趋	6
三四线及更低线城市蕴含广阔空间	7
王府井：百货行业龙头品牌，规模显优势	10
业务结构：百货和购物中心为主，奥特莱斯为辅	10
业务布局：华北西南合计占比超 60%，为助力阵营	10
盈利能力：毛利率重回上升通道，费用管控仍有进步空间	11
传统老店稳健经营，提供利润保障	12
较稳定开店速度，新开店逐步释放利润	13
收购贝尔蒙特，全国协同效应凸显	15
扩展门店数量，进军贵州市场	15
协同性的提高	16
助力奥特莱斯业务	17
盈利预测与估值：	20
基本假设和盈利预测	20
相对估值与投资评级	21
风险因素	21

表 目 录

表 1：王府井前十名股东持股情况（2018 年中报）	3
表 2：美国和日本最近的一波百货行业并购潮	6
表 3：天虹和王府井现有店面在各级城市分布	8
表 4：对公司净利润影响较大的门店净利润情况	12
表 5：2015-2017 年部分新开店及净利润情况	14
表 6：此次收购贝尔蒙特的店面	16
表 7：2017 年中国奥特莱斯年度销售前 20	18
表 8：王府井主营业务收入增长率预测	20
表 9：王府井三费假设	20
表 10：A 股主要百货行业公司估值	21

图 目 录

图 1：新中国第一店—北京百货大楼	2
图 2：主力店—成都王府井百货	2
图 3：2011-2018H1 公司营业收入及同比增长（单位：亿元）	3
图 4：2011-2018H1 公司归母净利润及同比增长（单位：亿元）	3
图 5：合并实施前公司股权结构	4
图 6：合并实施后公司股权结构（2018 年中报）	4
图 7：中国百货 CR4 和 CR8 集中度	6
图 8：美国和日本百货 CR4 集中度	6
图 9：淘宝年货节买家各城市级别购买人数分布	7
图 10：低线城市的电商零售额首次赶超一二线城市	7
图 11：各百货企业每年用于购建固定资产无形资产支付的现金（亿元）	8
图 12：各百货企业货币资金情况（亿元）	8
图 13：2017 年报披露的王府井各业态占比	10
图 14：2017 年年报披露的不同地区业务占比	10
图 15：2017 年王府井各区域收入（单位：亿元）	11
图 16：2017 年王府井各区域毛利率（单位：%）	11
图 17：百货行业各企业毛利率对比（单位：%）	11
图 18：百货行业各企业净利率对比（单位：%）	11
图 19：百货上市企业销售费用率对比（单位：%）	12
图 20：百货上市企业管理费用率对比（单位：%）	12
图 21：成都王府井内景	13
图 22：成都王府井热门品牌	13
图 23：2014-2016 年贝尔蒙特营收情况（单位：亿元）	15
图 24：2014-2019 年贝尔蒙特净利润情况（单位：亿元）	15
图 25：2017 年新开奥莱以二线城市为主（单位：个）	17
图 26：2017 年新开奥莱以大中规模为主（单位：个）	17
图 27：北京赛特奥莱	18
图 28：沈阳赛特奥莱	18

投资聚焦

核心观点

中国目前百货行业 CR4 集中度在 8% 左右，行业集中度相较发达国家美国（57%）和日本（51%）均有很大的提升空间。美国和日本百货行业发展历史中，并购对龙头公司实现全国布局，规模快速提升起到了巨大的作用。中国幅员辽阔，各个地区都有自己的传统百货品牌，目前能进行全国布局的百货龙头并不多。在行业向前发展过程中，集中度提升一定是未来的趋势，龙头公司必将受益于集中度提升带来的规模效应，扩大在成本和效率方面的优势地位。

王府井是国内上市 A 股中少有的能进行全国布局的百货龙头，在全国范围共运营 54 家门店，总经营建筑面积 265.9 万平方米，涉及 20 个省市自治区，30 个城市。“王府井”品牌作为新中国第一店在中国也是家喻户晓。

公司同店方面，传统老店稳健经营，提供利润保障，2017 年在整体行业销售趋好的背景下，王府井主力门店（成都、长沙、南宁）受益于线下消费复苏均获得不错的增长，为公司稳健经营打下牢固基础。新开店方面，公司一直保持稳定的开店节奏，2015 年新开 4 家门店，2016 年新开 7 家门店，2017 年新开 3 家门店。王府井新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，体现了公司由传统百货向新型业态逐步转型的决心。新开店走出培育期后也将陆续释放利润，成为公司新的增长点。

在行业集中度提升的大背景下，我们认为有全国扩张能力，较早进行外延拓张之路的百货企业能更多的受益于此轮行业复苏，值得更多的期待。基于王府井的品牌和规模优势，我们认为公司能受益于行业集中度的提升，有较好增长空间。

市场表现催化剂

消费数据转暖、公司业绩超预期。

盈利预测与投资评级

我们预计 2018-2020 年王府井归母净利润分别为 11.22、12.33、13.66 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 1.45 元、1.59 元和 1.76 元。基于王府井品牌和规模优势以及目前较行业相比较低估值水平，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素

消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

公司简介

公司基本情况

王府井是全国知名连锁百货品牌，前身是被誉为“新中国第一店”的北京百货大楼（成立于1955年，目前仍然是王府井旗舰店）。公司目前主要有百货、购物中心、奥特莱斯、超市四大主力业态。公司1994年在上海上市，目前公司总股本7.76亿股，实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会，是地方国资管理机构。

全国布局的百货龙头

公司是国内上市百货企业里营收规模最大的公司，在全国范围共运营54家门店，总经营建筑面积265.9万平方米，涉及东北、华北、华中、华南、华东、西南、西北七大经济区域，20个省市自治区，30个城市。

图1：新中国第一店—北京百货大楼



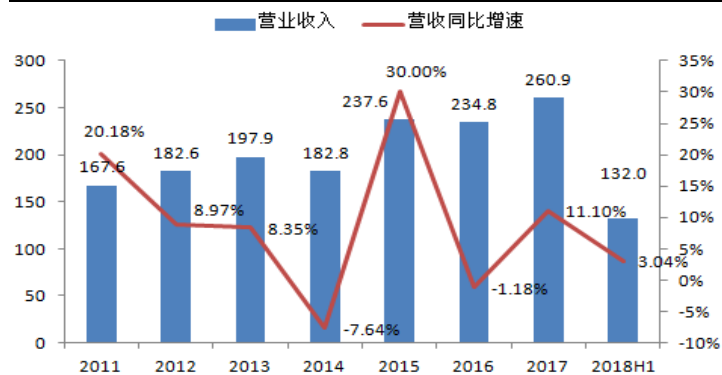
资料来源：王府井官网，信达证券研发中心整理

图2：主力店—成都王府井百货

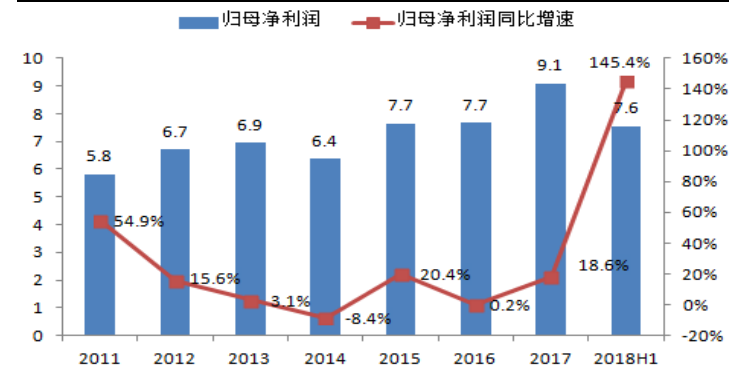


资料来源：联商网，信达证券研发中心整理

2017年公司营业收入为260.9亿元，同比增长11.09%，同店增长10.67%；归母净利润为9.1亿元，同比增长18.6%。2018年上半年公司营业收入为131.98亿元，同比增长3.04%；归母净利润为7.56亿元，同比增长145.42%。

图 3: 2011-2018H1 公司营业收入及同比增长 (单位: 亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

图 4: 2011-2018H1 公司归母净利润及同比增长 (单位: 亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

公司股权结构

北京国资委控股, 三胞集团是第二大股东。公司大股东王府井东安集团有限责任公司 (以下简称“王府井东安”) 持有公司 26.73% 的股份, 是第一大股东。2016 年 6 月公司通过非公开发行股份的方式引入战略投资者三胞集团南京投资管理有限公司 (以下简称“三胞集团”), 此次非公开发行股票的数量为 1.75 亿股, 募集资金总额为 29.74 亿元。非公开发行完成后, 三胞集团持有公司 11.25% 的股份 (认购了 8,733 万股股票), 成为公司第二大股东。

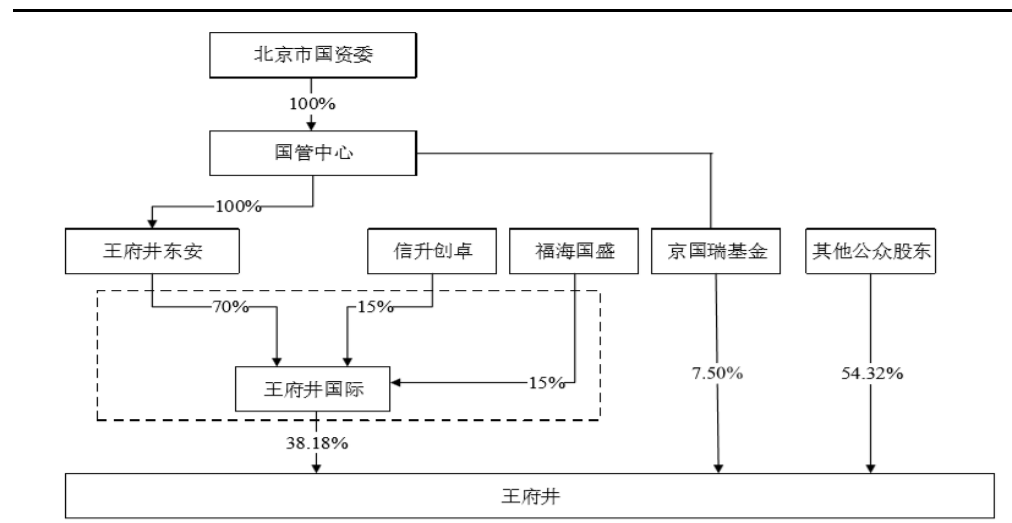
表 1: 王府井前十名股东持股情况 (2018 年中报)

机构名称	股东性质	持股比例	持股数量
北京王府井东安集团有限责任公司	国有法人	26.73%	207,473,227
三胞集团南京投资管理有限公司	境内非国有法人	11.25%	87,325,918
北京京国瑞国企改革发展基金 (有限合伙)	其他	7.5%	58,217,279
福海国盛 (天津) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	境内非国有法人	5.73%	44,458,548
北京信升创卓投资管理中心 (有限合伙)	境内非国有法人	5.73%	44,458,548
上海懿兆实业投资有限公司	境内非国有法人	3.75%	29,108,639
香港中央结算有限公司	其他	3.52%	27,331,625
成都工投资产经营有限公司	国有法人	2.53%	19,641,955
中央汇金资产管理有限责任公司	其他	2.34%	18,193,110
博时第三产业成长混合型证券投资基金	其他	0.77%	6,002,734

资料来源: 公司 2018 年中报, 信达证券研发中心整理

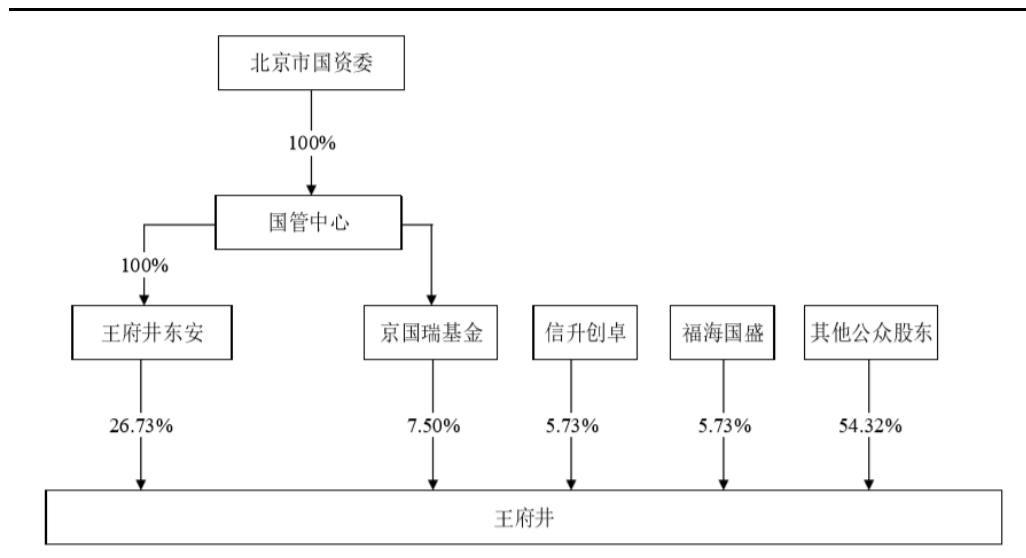
吸收合并王府井国际，简化股权层级。2017年10月公司通过吸收合并王府井国际的方式简化王府井持股层级，实现王府井国际的股东直接持有上市公司的股份，从而进一步减少国有资产出资监督主体与上市公司之间的决策层级，进一步提升王府井东安作为北京市属一级企业在上市公司中的决策权限和决策效率，优化了上市公司治理结构。

图 5: 合并实施前公司股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 合并实施后公司股权结构 (2018 年中报)



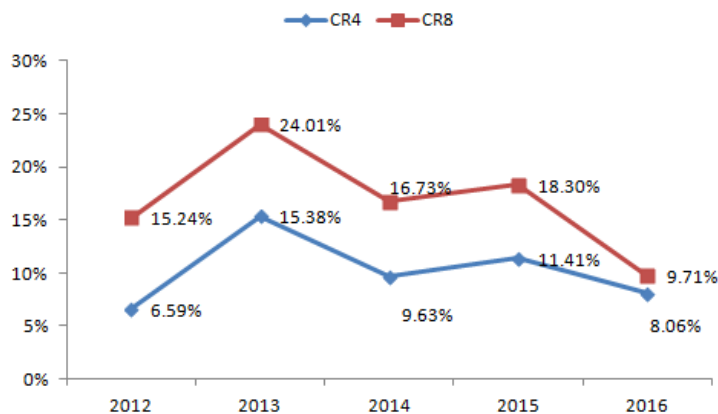
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

无偿划拨给首旅集团，内部业务协同可期。2018年1月30日北京市国资委决定对北京首都旅游集团有限责任公司（以下简称“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。王府井东安为上市公司的控股股东，持有上市公司2.07亿股股份，占上市公司总股本的26.73%。本次无偿划转事宜不会对上市公司的正常经营活动构成重大影响。

百货行业：我们看好龙头公司借助集中度提升扩大优势地位

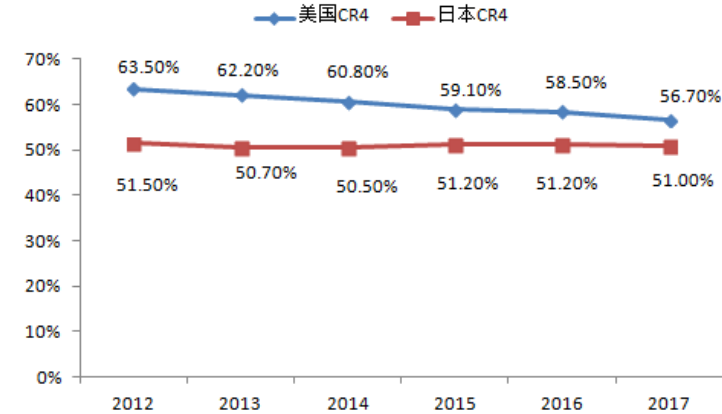
行业集中度提升是大势所趋

图 7：中国百货 CR4 和 CR8 集中度



资料来源：中国连锁业经营协会，信达证券研发中心

图 8：美国和日本百货 CR4 集中度



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

从美国百货行业发展历程来看，并购是推动行业整合和市场集中度提升最为有效的途径。美国前几大百货公司 Macys、Nordstrom、JC Penney、Sears 等都是通过并购区域百货公司来实现规模的快速扩张，从而整个行业市场集中度也得到有效提升。上个世纪 70 年代后期美国有超过 20 家全国性连锁百货，目前不到十家。美国最大的百货企业梅西百货（Macys）历史上就发生过几次并购，1992 年梅西百货申请破产，1994 年梅西百货被联合百货吸收合并。2005 年联合百货收购五月百货，主打的梅西百货品牌成为分店数超过 800 家的美国百货业老大。而全行业的市场集中度 CR4 目前保持在 56% 左右。

日本百货集中度也很高，最后一次大型并购发生在 2008 年，这一年在伊势丹和三越合并后日本百货行业进入了四强领军时代。四强分别是三越伊势丹控股(年销售额 1.58 万亿日元)、先驱零售(年销售额 1.17 万亿日元)、高岛屋(年销售额 1 万亿日元)、新千禧零售(年销售额 9,533 亿日元)，四家合计为 4.7 万亿日元，占 2007 年日本百货业总销售额(7.7 万亿日元)的 61%。

表 2：美国和日本最近的一波百货行业并购潮

时间	美国百货行业收购事件
2005 年	联合百货以 110 亿美元收购五月百货
2005 年	西尔斯 (Sears) 被凯马特(Kmart)110 亿美元并购
时间	日本百货行业收购事件

2003年

西武百货与崇光百货合并，更名为千禧零售

2007年

大九百货和松坂屋合并

2008年

三越百货和伊势丹宣布合并

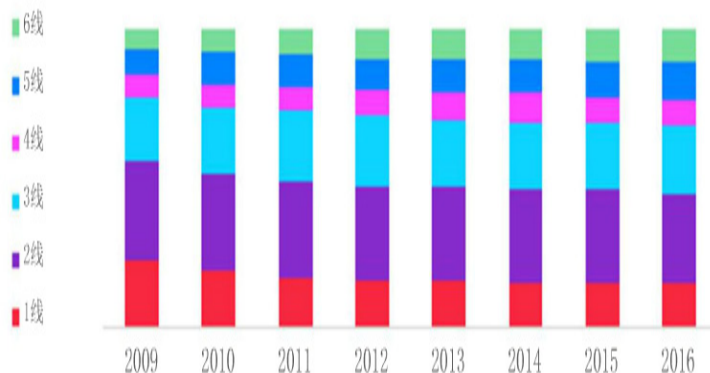
资料来源：信达证券研发中心整理

中国目前百货行业 CR4 集中度在 8% 左右，行业集中度相较发达国家美国和日本均有很大的提升空间。美国和日本百货行业发展历史中，并购对龙头公司实现全国布局，规模快速提升起到了巨大的作用。中国幅员辽阔，各个地区都有自己的传统百货品牌，目前能进行全国布局的百货龙头并不多。在行业向前发展过程中，集中度提升一定是未来的趋势，龙头公司必将受益于集中度提升带来的规模效应，扩大在成本和效率方面的优势地位。

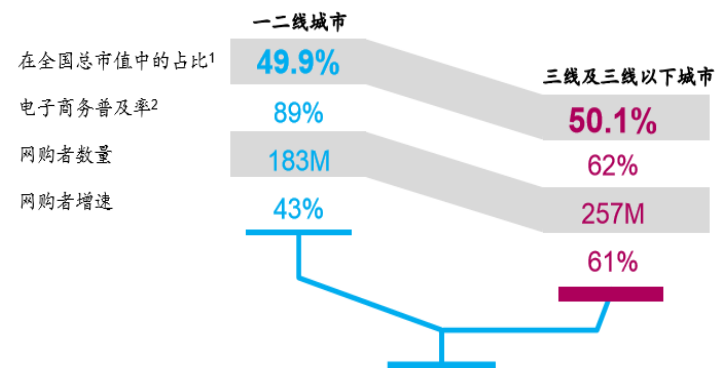
三四线及更低线城市蕴含广阔空间

对于已完成刚性住房购买的三四线城市居民，随着房价提升其财富感知效应也在提升，生活压力相对一二线城市居民更小，用于满足可选消费升级需求的可支配收入提升较快。随着一二线城市人口回流，他们将更多一二线城市的生活方式和消费习惯也带到了三四线城市，拉动了当地的消费升级需求。

麦肯锡《2016 中国数字消费者调查报告》显示，2016 年三线及更低线城市的电商零售额占比 50.1%，首次超过一二线城市的电商零售额占比 49.9%，成为我国最大电商市场。2016 年三线及更低线城市的电商普及率虽然只有 62%，低于一二线城市的 89%，但是由于我国幅员辽阔，广大的三线及更低线城市基数更大，拥有的 2.57 亿网购者数量远高于一二线城市的 1.83 亿。三线及更低线城市的网购者增速 61% 也高于一二线城市的网购者增速 43%，高出 18 个百分点。

图 9：淘宝年货节买家各城市级别购买人数分布


资料来源：阿里大数据《2017 年中国年货大数据报告》，信达证券研发中心

图 10：低线城市的电商零售额首次赶超一二线城市


资料来源：麦肯锡 2016 中国数字消费者调查报告，信达证券研发中心

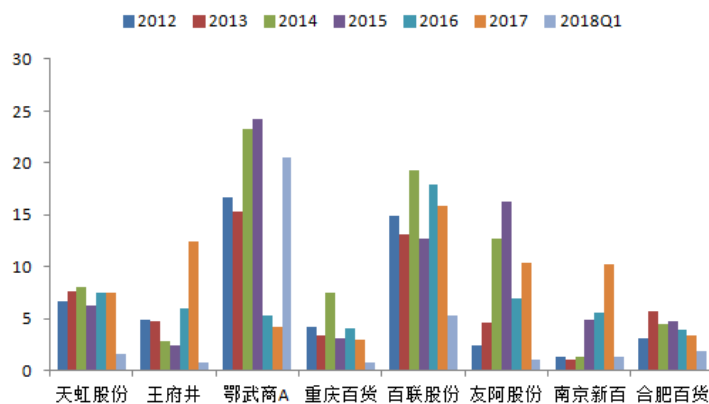
表 3: 天虹和王府井现有店面在各级城市分布

天虹股份			王府井		
城市分级	门店数量	门店数量占比	城市分级	门店数量	门店数量占比
一线（深圳、北京）	34	44%	一线（北京、广州）	9	17%
二线（省会超市）	27	35%	二线（武汉、太原、成都、重庆、郑州）	11	20%
三线	8	10%	三线	20	37%
三线及以下	9	11%	三线及以下	14	26%
合计	78	100%	合计	54	100%

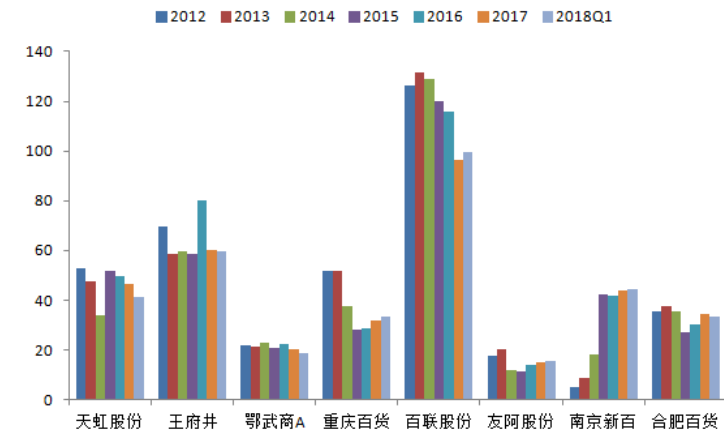
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前突破地域限制，具有全国扩张能力的百货上市公司只有王府井和天虹股份两家百货公司。天虹 2018 年已开业的两家店分别位于湖南宁乡和江西余干，已签约未开业的店也多在：苏州、南昌、长沙、佛山、浏阳等二三四线城市。王府井也在 2017 年收购了贝尔蒙特，获得了位于贵州的 7 家门店，加强了自身在西南省份的区域实力。

外延扩张的百货企业更值得期待

图 11: 各百货企业每年用于购建固定资产无形资产支付的现金(亿元)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12: 各百货企业货币资金情况(亿元)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

零售企业现金流充沛，销售端的现金周转能力突出，同时账上货币资金较多，形成较强安全壁垒。我们看到 A 股上市的几家主要百货龙头截止至 2018 年 Q1，账上的货币资金大多都在 40 亿以上：天虹股份 41 亿、王府井 59 亿、百联股份 100 亿、南京新百 45 亿。

对于百货企业而言，开新店的筹备期较长，企业用于资本开支的现金可以被用来衡量扩张速度。在我们选取的八家百货上市企业中，王府井、友阿股份、南京新百 2017 年的“购建固定资产及无形资产的现金”相较 2016 年在增加，天虹与 2016 年保持持平，剩下的四家在资本开支方面呈现紧缩。这表明在行业回暖时期，行业内公司的外延扩张出现了一定程度的分化，有些企业较早的开始了扩张之路（或并购、或自己新开店），有的企业相对保守一些。

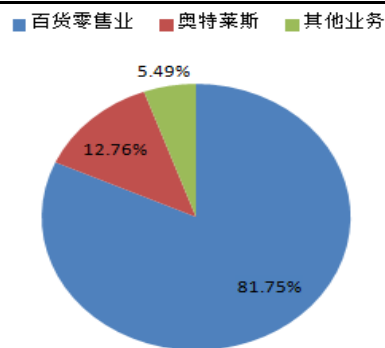
在行业集中度提升的大背景下，我们认为有全国扩张能力，较早进行外延拓张之路的百货企业能更多的受益于此轮行业复苏，值得更多的期待。

王府井：百货行业龙头品牌，规模显优势

业务结构：百货和购物中心为主，奥特莱斯为辅

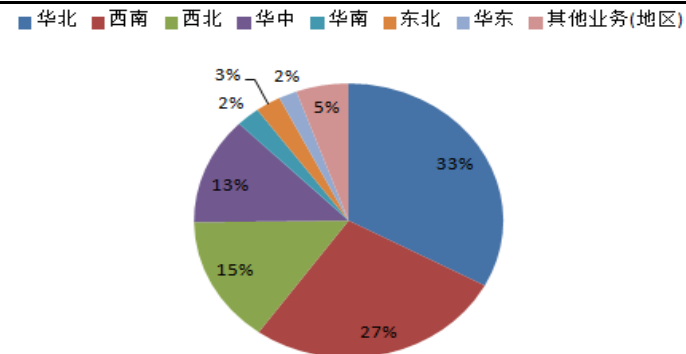
公司目前主力业态中，以百货和购物中心为主，营收规模占比 81.75%，奥特莱斯业态是近两年新进入的业态，还在成长期，营收规模占比 12.76%。

图 13：2017 年报披露的王府井各业态占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 14：2017 年年报披露的不同地区业务占比

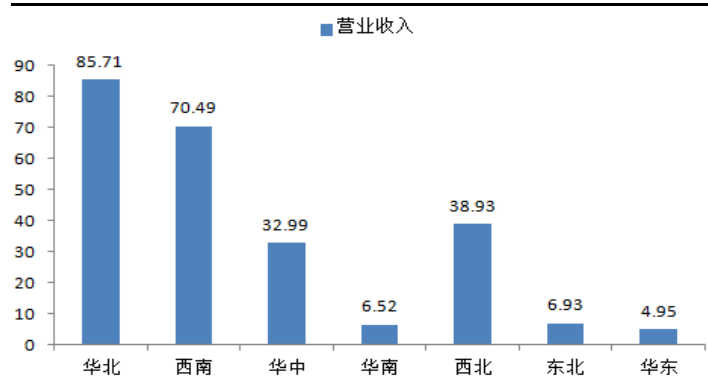


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

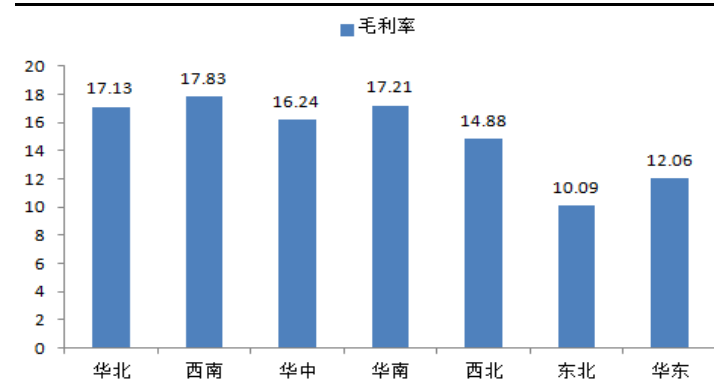
业务布局：华北西南合计占比超 60%，为主力阵营

公司在全国 30 个城市有布局，华北和西南地区是贡献营收最多的地区，华北（北京、山西、内蒙古）地区营收 85.71 亿元，占比为 33%；西南（重庆、四川、云南、贵州）地区营收 70.49 亿元，占比为 27%；西北（青海、新疆、甘肃、陕西、宁夏）地区营收 38.93 亿元，占比为 15%。接下来依次是华中（河南、湖北、湖南）地区营收 32.99 亿元，占比 13%；华南（广东、广西）地区营收 6.52 亿元，占比 2%；东北（辽宁、黑龙江）地区营收 6.93 亿元，占比 3%；华东（福建）地区营收 4.95 亿元，占比 2%。

从毛利率角度看，除了西北、东北、华东地区毛利率较低处于 10-15%之间，华北、西南、华中、华南地区的毛利率维持在 16-17%左右。公司综合毛利率为 20.72%，同比下降 0.66 个百分点。

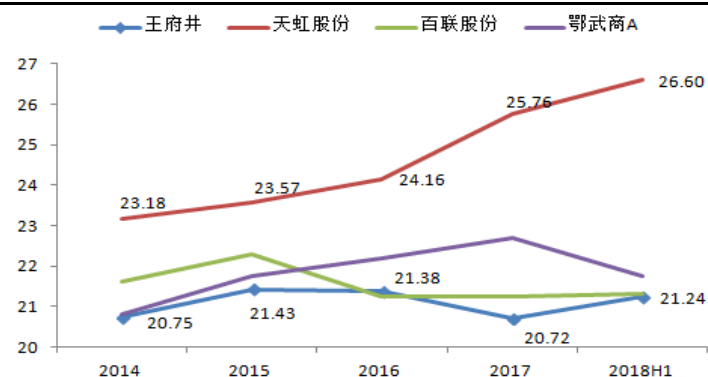
图 15: 2017 年王府井各区域收入 (单位: 亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

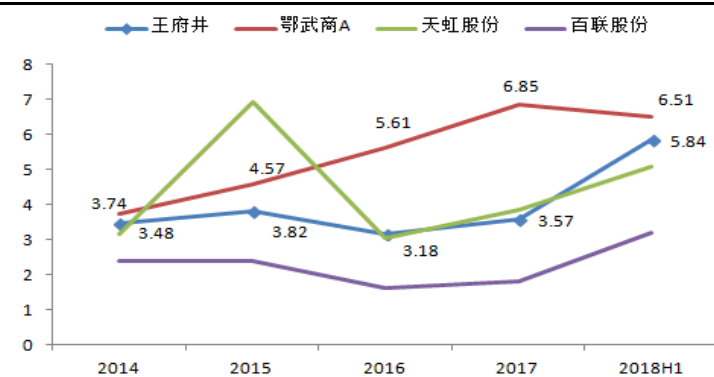
图 16: 2017 年王府井各区域毛利率 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

盈利能力: 毛利率重回上升通道, 费用管控仍有进步空间

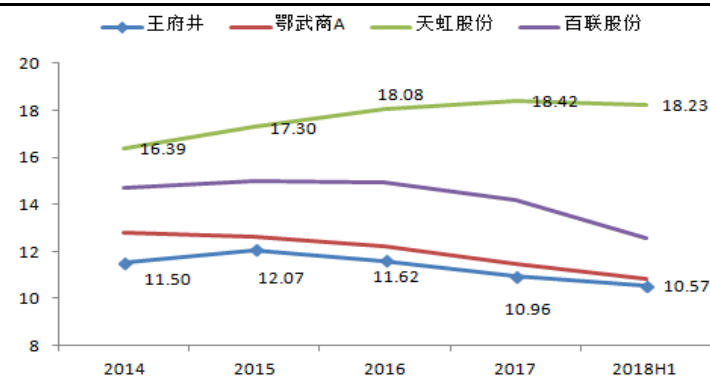
图 17: 百货行业各企业毛利率对比 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

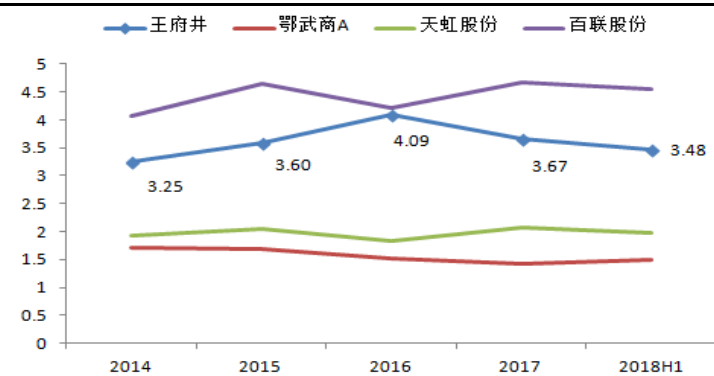
图 18: 百货行业各企业净利率对比 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从毛利率角度看, 王府井和同业可比公司相比处于较低水平, 主要是公司近年来加大奥特莱斯业态规模 (毛利率低于百货和购物中心) 导致。公司毛利率和以奥特莱斯业态为主的百联股份毛利率处于相近水平, 和以百货为主营业态的天虹股份相比要少近 5 个百分点。公司 2018 年 H1 毛利率回升至 21.24%, 较 2017 年的 20.72% 回升了 0.52 个百分点。从净利率角度看, 从 2016 年起四家公司除鄂武商 A 外, 净利率一直保持在上升通道, 王府井 2018 年 H1 净利率为 5.84%, 前 2017 年的 3.27% 回升了 2.27 个百分点。

图 19: 百货上市企业销售费用率对比 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 百货上市企业管理费用率对比 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从费用端看, 公司销售费用率和同业公司相比处于较低水平, 2018H1 年公司销售费用率为 10.57%, 少于天虹股份 7.66 个百分点。而公司 2018 年 H1 管理费用率为 3.48%, 在四家公司中为第二高, 后续随着全国门店协同效应的增强, 管理费用还有进一步下降的空间, 从而带来盈利能力的提升。

传统老店稳健经营, 提供利润保障

根据公司年报披露数据, 给公司贡献净利润较大的门店有成都王府井百货、长沙王府井百货、西宁王府井百货、北京双安商场和贝尔蒙特(贝尔蒙特旗下共 12 家门店)。其中 2017 年成都王府井百货实现净利润 5.05 亿元, 在公司合计 9.09 亿元归母净利润中占比超过 50%。2017 年成都王府井百货、长沙王府井百货、西宁王府井百货、北京双安商场实现的净利润分别为 5.05 亿元、1.01 亿元、1.08 亿元、0.82 亿元, 分别同比增长 21.44%、27.08%、78.15%、6.49%。在 2017 年消费回暖, 整体行业销售趋好的背景下, 王府井主力门店(成都、长沙、西宁)由于地处商圈核心位置, 受益于线下消费复苏均获得不错的增长, 为公司稳健经营打下牢固基础。

表 4: 对公司净利润影响较大的门店净利润情况

店名	开业时间/并入时间	2015 年净利		2016 年净		2017 年净利	
		润(亿元)	同比	利润(亿元)	同比	润(亿元)	同比
成都王府井百货	1999 年 12 月	4.33	-6.68%	4.16	-4.11%	5.05	21.44%
长沙王府井百货	2004 年 12 月	0.77	-2.67%	0.80	3.64%	1.01	27.08%
西宁王府井百货	1 店: 2006 年 11 月 2 店: 2013 年 5 月	0.90	5.88%	0.61	-32.87%	1.08	78.15%

北京双安商场	1994年8月	0.90	-16.67%	0.77	-14.08%	0.82	6.49%
贝尔蒙特(12家店)	2017年4月	不适用		不适用		2.57	33.72%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

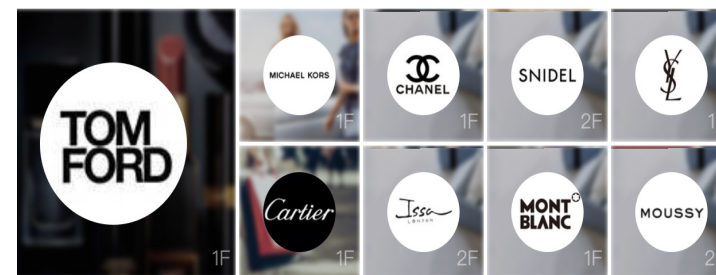
图 21：成都王府井内景



资料来源：联商网，信达证券研发中心

图 22：成都王府井热门品牌

商场热门品牌



资料来源：大众点评，信达证券研发中心

较稳定开店速度，新开店逐步释放利润

公司一直保持稳定的开店节奏，2015 年新开 4 家门店，2016 年新开 7 家门店，2017 年新开 3 家门店（不包含收购贝尔蒙特并入的 12 家门店，如加入则合计新增 15 家门店）。王府井新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，体现了公司由传统百货向新型业态逐步转型的决心。

2015 年新开的洛阳王府井购物中心和乐山王府井购物中心在开业第二年即实现盈利，2016 年分别实现净利润 574.99 万元和 596.11 万元；2017 年洛阳王府井购物中心净利润有所下滑，乐山王府井购物中心盈利水平保持在较稳定水平。2015 年新开的长沙王府井购物中心由于在 2015 年底开业，2016 年还处于培育期，2017 年实现净利润 363.97 万元。

2016 年新开的银川王府井购物中心在 2016 年和 2017 年分别实现净利润 2528.49 万元、2962.16 万元；新开的银川王府井奥特莱斯和南充王府井购物中心在开业后第二年实现盈利，2017 年分别实现净利润 326.75 万元和 1998.07 万元。

表 5: 2015-2017 年部分新开店及净利润情况

	开业时间	门店名称	2015 年净利润 (万元)	2016 年净利润 (万元)	2017 年净利润 (万元)
2015 年新开店	2015 年 5 月	洛阳王府井购物中心	-717.66	574.99	129.42
	2015 年 9 月	乐山王府井购物中心	-768.82	596.11	586.67
	2015 年 12 月	长沙王府井购物中心	-761.75	-379.34	363.97
2016 年新开店	2016 年 2 月	银川王府井购物中心		2528.49	2962.16
	2016 年 10 月	银川王府井奥特莱斯		-257.87	326.75
	2016 年 12 月	南充王府井购物中心		-643.82	1998.07
2017 年新开店	2017 年 9 月	哈尔滨王府井购物中心	不适用	不适用	-5405.86

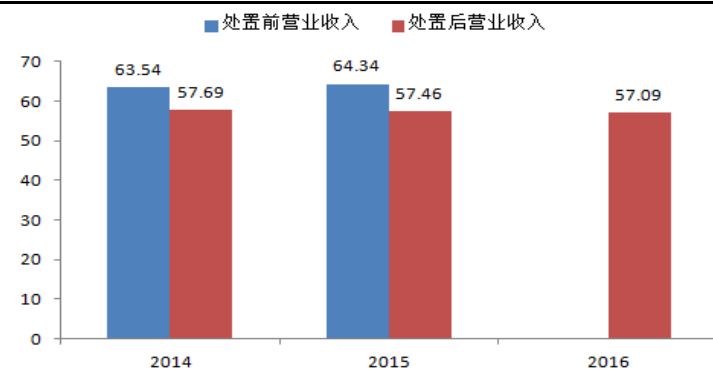
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

收购贝尔蒙特，全国协同效应凸显

2017年3月，王府井以承接债务和支付现金相结合的方式从王府井国际处收购贝尔蒙特100%股权，交易价格为51.23亿元。在这之前，2016年贝尔蒙特将处于培育期、或处于拟停业的6家子公司：世贸巴黎春天100%股权、太原巴黎春天100%股权、陕西赛特100%股权、青岛巴黎春天100%股权（持有青岛四季春天70%股权）、丝辉商贸100%股权、西安物业100%股权转让给王府井东安下属子公司王府井东安春天商管。将或停业或处于培育期的不适合注入上市公司资产处置完成后，相关的费用不再发生，可使贝尔蒙特集中于经营重点，得更有效的配置，提升上市公司的盈利能力和竞争力。

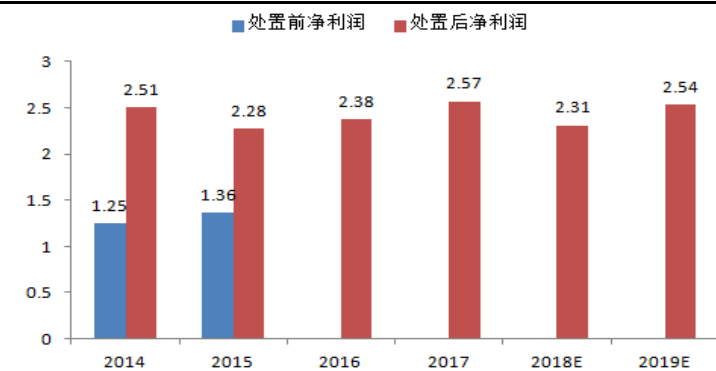
在剥离完六家盈利能力不强的子公司后，经过调整报表追溯，贝尔蒙特2014和2015年的营业收入分别为57.69亿元、57.46亿元，相较剥离前分别下降5.85亿元、6.88亿元。在净利润方面，剥离后贝尔蒙特盈利能力增强，2014年和2015年追溯调整后的净利润分别是2.51亿元和2.28亿元，较剥离前分别增加1.26亿元、0.92亿元。资产重组时贝尔蒙特2017-2019年的利润承诺分别是2.11亿元、2.31亿元、2.54亿元。贝尔蒙特2016年和2017年的净利润分别是2.38亿元和2.57亿元，2017年超额完成利润承诺，超出承诺0.46亿元，超出21.8%。在业绩承诺期内，如有未达标利润，则王府井国际逐年对王府井进行现金补偿。

图 23：2014-2016 年贝尔蒙特营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24：2014-2019 年贝尔蒙特净利润情况（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

扩展门店数量，进军贵州市场

上市公司目前运营的门店，区域位置上覆盖华北、华中、华南、西南、西北、华东 6 大片区。但从每个区域的门店数量、门店经营建筑面积看，中西部和北部区域是上市公司的主要业务版图分布带，南方市场尚处于开发拓展阶段，尤其在贵州区域的经营尚为空白。贝尔蒙特经营业态主要为百货和奥特莱斯，目前已在北京、厦门、贵阳、遵义、沈阳、六盘水等多个城市

开设了 10 家连锁百货、2 家奥特莱斯。贝尔蒙特经营的贵阳零售商业板块，在贵州区域已具有较高的知名度，目前已形成包括贵阳国贸店、遵义国贸店、贵州国晨店、贵阳南国花锦店、六盘水国贸店、TP MALL 国贸店、逸天城店在内的区域性连锁商业业态。

通过本次交易，王府井将弥补在贵州区域的经营空白，零售商业版图将扩展至南部区域，进一步提升王府井品牌在全国商业零售市场的影响力，形成各区域并举、多业态发展的良好经营局面。

协同性的提高

由于上市公司与贝尔蒙特之间存在较高的互补性，双方在经营业态、品牌资源、区域资源、经营管理等方面可以产生较高的协同效益。本次重组后王府井的市场占有率进一步提高，市场地位、议价能力将进一步提升，公司经营规模优势、商业资源优势、渠道优势和品牌优势更加显著，在销售商品的品牌规划和布局方面掌握更大的主动权。

表 6：此次收购贝尔蒙特的店面

序号	门店名称	经营业态	开业时间	所在省份	经营面积（平方米）	门店物业归属
1	北京赛特店	百货	1992.12	北京	23,104	租赁
2	北京赛特奥莱店	奥特莱斯	2009.7	北京	40,000	自有
3	沈阳奥特莱斯店	奥特莱斯	2012.8	辽宁	53,000	租赁
4	厦门中山店	百货	1998.12	福建	20,137	自有
5	厦门嘉禾店	百货	1998.12	福建	11,450	自有
6	贵阳国贸店	百货	2002.9	贵州	13,400	租赁+自有
7	贵阳南国花锦店	百货	2008.1	贵州	17,000	自有
8	贵州国晨店	百货	2005.11	贵州	8,900	租赁
9	逸天城店	百货	2014.9	贵州	40,000	租赁
10	TP MALL 国贸店	百货	2011.9	贵州	21,000	租赁
11	遵义国贸店	百货	2003.9	贵州	30,000	租赁
12	六盘水国贸店	百货	2008.1	贵州	8,000	租赁

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

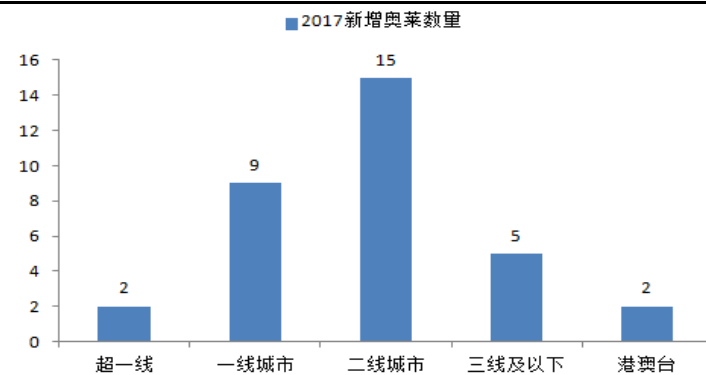
助力奥特莱斯业务

奥莱业态目前仍保持高速增长趋势。2017年，国内新开业奥特莱斯总量达33家，同比增长6.45%，新增商业面积达301.59万平方米，同比增长8.1%，保持了自2015年以来高速增长态势。目前国内奥特莱斯主要运营者为国内传统零售百货转型和新兴奥特莱斯专业运营商两大阵营，整体进入了快速发展期。

开业趋势：二线城市，大中型项目为主。2017年全年新开33个奥特莱斯项目，超一线城市新开2家，与上年持平；一线城市新开9家，较上年减少2家；二线城市新开15家，较上年增加7家；三线及以下城市新开3家，也较上年放缓。相比于往年奥特莱斯主要集中在东部和北部较发达城市，2017年新开奥特莱斯呈现了向西发展的趋势，开始由超一线及一线城市向二线及以下城市下沉。

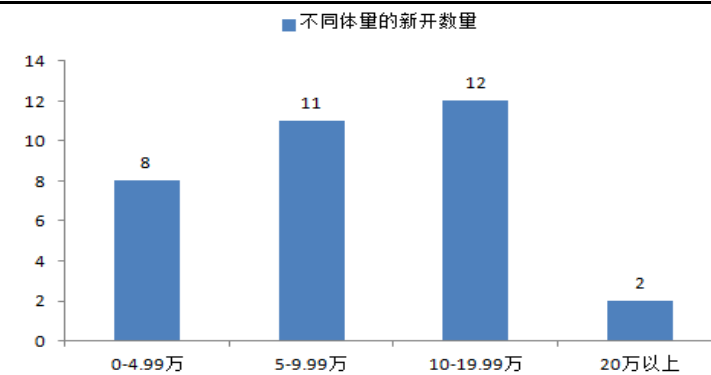
从项目体量上来看，2017年新开的小于5万方的小型项目数量有8个，5-10万方的中型项目有11个，10-20万方的大型项目有12个，超过20万方的大型项目有2个。2015-2017年三年合计新开业85家，其中大型项目30家，中型项目33家，占整体的74%，大中型项目仍然是目前的投资趋势。

图 25: 2017 年新开奥莱以二线城市为主 (单位: 个)



资料来源: 奥莱领袖, 信达证券研发中心

图 26: 2017 年新开奥莱以大中规模为主 (单位: 个)



资料来源: 奥莱领袖, 信达证券研发中心

贝尔蒙特旗下赛特奥莱为国内奥特莱斯业态的著名品牌之一，目前已在运营的有北京赛特奥莱和沈阳赛特奥莱。北京赛特奥莱于2009年7月开业，以欧美商业小镇奥特莱斯为经营定位，以“大品牌、小价格”为经营理念，打造一个集购物、文化、娱乐、休闲于一体的商业空间，在北京乃至整个京津冀地区均享有一定的品牌影响力和知名度。2017年北京赛特奥莱实现营业收入20.5亿元，在“中国奥特莱斯年销售榜单”中排名第十。沈阳赛特奥莱于2012年开业，坐落于沈阳棋盘山欧陆旅游

小镇，整体采用北欧式建筑风格，开业以来销售收入增速超过 30%，成功将奥特莱斯业态引入东北市场。

图 27: 北京赛特奥莱



资料来源：联商网，信达证券研发中心

图 28: 沈阳赛特奥莱



资料来源：联商网，信达证券研发中心

表 7: 2017 年中国奥特莱斯年度销售前 20

年度排名	项目	隶属集团	开业时间	2017 年营业收入 (亿元)
1	百联奥特莱斯广场 (上海-青浦)	百联股份	2006 年 4 月	45.8
2	佛罗伦萨小镇-京津名品奥特莱斯	RDM Asia	2011 年 6 月	38
3	北京首创奥莱	首创钜大	2013 年 5 月	26
4	沈阳兴隆大奥莱	兴隆大家庭	2013 年 4 月	25.8
5	时代奥特莱斯成都	华铨集团	2009 年 11 月	24.5
6	砂之船重庆奥莱	砂之船集团	2008 年 9 月	23
7	宁波杉井奥特莱斯	杉杉集团	2011 年 9 月	22.8
	百联奥特莱斯广场 (武汉盘龙)	百联股份	2011 年 12 月	22.8
9	百联奥特莱斯广场 (杭州下沙)	百联股份	2010 年 9 月	21.5
10	北京王府井赛特奥莱	王府井	2009 年 7 月	20.5
11	北京八达岭奥莱	北京华联	2015 年 10 月	18.8
12	佛罗伦萨小镇-上海名品奥特莱斯	RDM Asia	2016 年 1 月	18
13	长沙友阿奥特莱斯购物公园	友阿股份	2011 年 1 月	17

14	百联奥特莱斯广场（江苏无锡）	百联股份	2014年6月	13.99
15	哈尔滨杉杉奥特莱斯	杉杉集团	2015年9月	13.5
16	万宁首创奥莱	首创钜大	2014年10月	12.7
17	郑州杉杉奥特莱斯	杉杉集团	2016年9月	12.5
18	砂之船（南京）奥莱	砂之船集团	2015年9月	11
19	广州海印又一城奥莱	海印股份	2012年4月	10.3
20	北京斯普瑞斯奥特莱斯	斯普瑞斯	2011年6月	10

资料来源：奥莱领秀，信达证券研发中心

在此次收购贝尔蒙特之前，王府井原有 7 家奥特莱斯，分别是呼和浩特王府井奥莱、南宁王府井奥莱、重庆王府井奥莱、乌鲁木齐王府井奥莱、银川王府井奥莱、王府井赛特奥特莱斯、王府井赛特奥特莱斯机场店。在此次北京赛特奥特莱斯和沈阳赛特奥莱合并进来以后，公司奥特莱斯业务将得到进一步的稳固和加强。

盈利预测与估值：

基本假设和盈利预测

表 8：王府井主营业务收入增长率预测

收入增长率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
百货零售类	1.89%	6.82%	8%	8%	8%
奥特莱斯类	不适用	41.23%	20%	10%	10%
其他主营业务	22.28%	71.12%	10%	10%	10%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

表 9：王府井三费假设

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售费用率	11.62%	10.96%	11.55%	11.55%	11.55%
管理费用率	4.09%	3.67%	3.67%	3.67%	3.67%
财务费用率	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司年报、信达证券研发中心预测

基于以上假设，我们预计 2018-2020 年王府井营业收入分别为 286.0、309.99、336.02 亿元，归母净利润分别为 11.22、12.33、13.66 亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为 1.45 元、1.59 元和 1.76 元。

相对估值与投资评级

剔除无万得一致预期公司后，我们选取申万百货行业 11 家公司作为可比公司。公司 2018-2020 年 PE 分别为 12/11/10，同期行业均值分别为 17/15/14，基于王府井品牌和规模优势以及目前较行业相比较低估值水平，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10: A 股主要百货行业公司估值

证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
鄂武商 A	10.93	84.05	1.61	1.63	1.71	6.81	6.69	6.38	1.12
天虹股份	11.29	135.51	0.73	0.86	0.99	15.44	13.19	11.35	2.14
茂业商业	5.12	88.68	0.69	0.73	0.76	7.41	7.01	6.74	1.70
首商股份	6.74	44.38	0.60	0.65	0.70	11.22	10.32	9.67	1.16
百联股份	9.25	161.78	0.50	0.53	0.58	18.48	17.35	15.84	0.99
合肥百货	5.26	41.02	0.31	0.35	0.39	17.12	15.15	13.65	1.09
新世界	6.97	45.09	0.42	0.43	0.45	16.61	16.08	15.55	1.01
东百集团	5.30	47.61	0.30	0.34	0.37	17.47	15.56	14.21	2.19
翠微股份	6.08	31.87	0.33	0.36	0.39	18.53	16.95	15.62	1.04
友阿股份	4.28	60.63	0.22	0.26	0.28	19.12	16.71	15.47	1.14
中央商场	8.56	98.30	0.24	0.27	0.28	35.55	32.06	30.24	5.24
行业均值						16.71	15.19	14.07	
王府井	16.90	131.19	1.45	1.59	1.76	11.66	10.63	9.60	1.25

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：除王府井为信达研发中心预测，其余公司取自万得一致预期。股价为 2018 年 8 月 27 日收盘价

风险因素

消费复苏不达预期、公司新开店速度不达预期、同店增长放缓。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,185.39	8,059.90	7,917.47	8,551.45	9,324.81
货币资金	8,026.50	6,031.31	5,743.29	6,227.86	6,833.93
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	168.89	242.85	266.26	288.59	312.82
预付账款	123.39	698.51	756.68	817.18	885.29
存货	395.01	768.67	832.69	899.26	974.21
其他	1,471.59	318.56	318.56	318.56	318.56
非流动资产	7,602.51	12,129.40	13,392.80	14,438.70	15,504.68
长期投资	688.65	871.93	871.93	871.93	871.93
固定资产	2,733.31	4,644.65	5,339.60	6,278.26	7,277.35
无形资产	1,027.23	987.90	947.71	907.19	866.12
其他	3,153.33	5,624.92	6,233.55	6,381.33	6,489.27
资产总计	17,787.90	20,189.30	21,310.27	22,990.16	24,829.48
流动负债	4,630.97	7,254.71	7,505.96	7,922.18	8,362.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,855.06	2,645.26	2,865.55	3,094.66	3,352.59
其他	2,775.90	4,609.45	4,640.41	4,827.52	5,009.89
非流动负债	2,486.03	2,145.13	2,090.15	2,090.15	2,090.15
长期借款	147.59	600.00	600.00	600.00	600.00
其他	2,338.44	1,545.13	1,490.15	1,490.15	1,490.15
负债合计	7,117.00	9,399.84	9,596.12	10,012.33	10,452.63
少数股东权益	294.33	620.98	648.44	678.64	712.07
归属母公司股东权益	10,376.57	10,168.48	11,065.71	12,299.19	13,664.78
负债和股东权益	17787.90	20189.30	21310.27	22990.16	24829.48

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,795.12	26,085.22	28,599.95	30,999.32	33,601.78
同比(%)	2.70%	46.59%	9.64%	8.39%	8.40%
归属母公司净利润	574.83	909.82	1,121.71	1,233.47	1,365.59
同比(%)	-13.07%	58.27%	23.29%	9.96%	10.71%
毛利率(%)	21.38%	20.72%	21.67%	21.95%	21.99%
ROE(%)	6.47%	8.86%	10.57%	10.56%	10.52%
每股收益(元)	0.74	1.17	1.45	1.59	1.76
P/E	23	14	12	11	10
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.70	7.17	6.95	6.19	5.53

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,795.12	26,085.22	28,599.95	30,999.32	33,601.78
营业成本	13,990.16	20,681.48	22,403.74	24,195.00	26,211.55
营业税金及附加	198.17	265.01	290.56	314.94	341.38
营业费用	2,067.21	2,859.21	3,303.32	3,580.45	3,881.04
管理费用	727.38	956.32	1,048.51	1,136.47	1,231.88
财务费用	21.13	-14.95	-61.47	-7.13	-37.82
资产减值损失	-0.09	1.61	8.95	9.67	10.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.58	-18.18	53.98	53.98	53.98
营业利润	788.58	1,335.44	1,660.32	1,823.89	2,017.25
营业外收入	86.28	11.54	39.21	39.21	39.21
营业外支出	26.32	3.61	57.85	57.85	57.85
利润总额	848.53	1,343.36	1,641.68	1,805.24	1,998.61
所得税	283.01	411.27	492.50	541.57	599.58
净利润	565.52	932.09	1,149.17	1,263.67	1,399.03
少数股东损益	-9.31	22.27	27.46	30.20	33.43
归属母公司净利润	574.83	909.82	1,121.71	1,233.47	1,365.59
EBITDA	1,445.03	2,142.73	2,209.10	2,481.37	2,778.20
EPS (摊薄)	0.74	1.17	1.45	1.59	1.76

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	980.31	2,057.66	1,765.10	2,149.23	2,394.02
净利润	565.52	932.09	1,149.17	1,263.67	1,399.03
折旧摊销	476.53	640.54	545.39	645.44	754.67
财务费用	119.97	158.82	22.04	30.69	24.92
投资损失	2.58	18.18	-53.98	-53.98	-53.98
营运资金变动	-182.62	346.90	96.70	257.13	262.54
其它	-1.67	-38.88	5.78	6.28	6.84
投资活动现金流	-1,006.38	-2,474.50	-1,751.63	-1,633.97	-1,763.03
资本支出	-597.40	-1,227.56	-1,805.61	-1,687.95	-1,817.01
长期投资	-234.50	-2,157.26	53.98	53.98	53.98
其他	-174.48	910.32	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,201.60	-2,269.77	-327.45	-48.00	-48.00
吸收投资	2,947.91	24.90	0.00	0.00	0.00
借款	-330.21	-1,950.92	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	546.00	509.79	327.45	48.00	48.00
现金净增加额	2175.53	-2690.62	-288.02	484.57	606.07

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

燕楠，分析师，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014年12月加盟信达证券研究开发中心，2017年开始从事商贸零售行业分析。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。