

证券研究报告

公司研究——季报点评

王府井 (600859.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.8.28

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

相关研究

《王府井 (600859) 享规模和品牌优势的百货龙头》
2018.8.28

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

三季度收入增速放缓, 毛利率费用率保持平稳态势

2018年10月29日

事件: 10月27日王府井发布2018年三季度报,截止至2018年三季度,本年度公司实现营业收入191.98亿元,同比增长2.26%;归属于上市公司股东的净利润9.89亿元,同比增长88.65%;基本每股收益1.27元,同比增长88.74%。

点评:

- **Q3收入增速放缓, 奥莱稳健增长。**收入占比看, 公司百货和购物中心仍然是主力业态, 2018Q1—Q3, 百货/购物中心实现营业收入154.27亿元, 同比增长0.68%。拆分看, 2018Q1—Q2百货/购物中心实现营收106.32亿元, 同比增长1.18%, Q3实现营收47.95亿元, 同比下降0.37%, Q3营收增速放缓。2018Q1—Q3奥莱业态实现营收25.85亿元, 同比增长8.08%, 拆分看, 2018Q1—Q2实现营收17.50亿元, 同比增长8.44%, Q3实现营收8.35亿元, 同比增长7.19%, 增速高于传统百货及购物中心业态。利润端来看, 公司归母净利润较上期增加主要是营收规模扩大、投资收益增加、财务费用减少, 吸收合并王府井国际商业发展有限公司导致的追溯同期亏损多方原因所致。
- **各业态毛利率保持平稳。**截止至三季度, 公司百货/购物中心业态毛利率为17.4%, 较去年上升0.05个百分点; 奥特莱斯业态毛利率为10.88%, 较去年上升0.02个百分点。三费方面, 2018年Q1-Q3公司销售管理费用率为10.87%, 较去年同期减少0.14个百分点; 管理费用率为3.48%, 较去年同期增加0.09个百分点; 财务费用率为-0.82%, 较去年同期减少1.3个百分点。毛利率和费用率都保持平稳态势。
- **部分门店调整, 新签约西宁成都项目。**因物业经营转型及租赁合同到期等原因, 十月份公司合计关闭四家门店, 分别是王府井百货大兴店、重庆王府井百货解放碑店、贵州国晨店、厦门嘉禾店。新开店方面, 公司新签约西宁大象城项目用以运营西宁王府井购物中心, 租赁面积5.1万平方米, 预计2019年开业; 新签约成都三利项目用以运营成都三利王府井购物中心, 租赁面积8万平方米, 预计2021年开业。次新店和新开店陆续发力将抵消关店对收入和利润的负面影响。
- **盈利预测及评级:** 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, 维持“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。

	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
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.17	1.45	1.59	1.76
市盈率 P/E(倍)	19	12	10	9	8
市净率 P/B(倍)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 10 月 29 日收盘价

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%
EPS (摊薄)(元)	0.74	1.17	1.45	1.59	1.76
P/E	19	12	10	9	8
P/B	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.12	6.10	5.92	5.27	4.71

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	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。