

## 强化运营管控, 新兴业态发展加速

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报, 全年实现营业收入 267.1 亿元, 同比增长 2.4%; 实现归母净利润 12.0 亿元, 同比增长 67.0%; 扣非后实现归母净利润 10.7 亿元, 同比增长 42.0%。
- **公司净利润增长主要源于利息收入增加以及利息支出减少。** 2018 年公司的毛利率为 21.2%, 同比上升了 0.46pp, 其中主营业务(商品销售)毛利率为 16.5%, 同比下降 0.05pp, 总体来看, 公司毛利率保持稳定; 2018 年公司期间费用率为 14.1%, 同比下降 0.5pp, 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 0.39pp 至-0.5%, 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。
- **销售增速和交易增速放缓。** (1) **分业态看,** 百货/购物中心依旧是公司主要业态类型, 占公司营收比重超过 80%, 受经济环境影响, 2018 年百货/购物中心营收同比-0.1%。奥特莱斯实现营收 36.1 亿元, 同比增长 8.5%, 较快增长, 逐步成为公司业绩平台增长的重要驱动力。(2) **分品类看,** 整体来看化妆及运动品类增幅分别为 14%及 10%。在百货业态中, 女装, 化妆, 男装, 珠宝和鞋帽在总销售中占比达到 65%; 在奥特莱斯业态中, 女装, 运动, 男装和箱包类别在总销售中占比达到 94%。(3) **分区域看,** 公司在西南和西北地区收入增幅较好, 增速分别为 4.1%、2.8%; 东北地区受新增门店和次新店影响, 实现营收 8.2 亿元, 同比增长 18.7%, 收入增幅较高。
- **深化业态转型调整, 加快发展布局。** (1) **提升业态优势,** 百货业态进一步延展经营范围, 增加购物中心功能, 引进奥莱元素; 奥莱业态抓住窗口期, 加快发展, 创新业态模式。2018 年公司与首航合作成立合资公司, 年内首个王府井首航超市开业。(2) **落实国家发展战略项目,** 主动融入“一带一路”, 积极拓展昆明、西宁市场, 在两个重点城市签署了奥莱和购物中心项目, 同时加快沈阳奥莱的扩建。2018 年长春奥莱 Mall 开业, 进一步巩固了公司的效益平台。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年营收增速分别为 10.6%、8.7%、6.4%, 归母净利润分别为 15.5 亿元、19.4 亿元、23.7 亿元, EPS 分别为 1.99 元、2.50 元、3.05 元, 对应 PE 分别为 9/7/6 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险, 行业竞争风险, 管理运营风险。

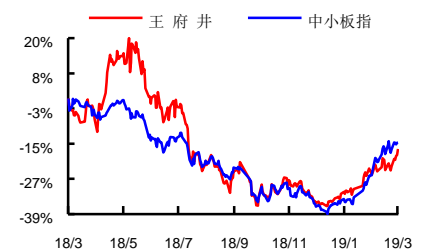
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26711.16	29546.91	32122.08	34175.70
增长率	2.38%	10.62%	8.72%	6.39%
归属母公司净利润(百万元)	1201.43	1547.30	1941.51	2365.01
增长率	66.95%	28.79%	25.48%	21.81%
每股收益 EPS(元)	1.55	1.99	2.50	3.05
净资产收益率 ROE	10.68%	11.65%	13.67%	14.61%
PE	11	9	7	6
PB	1.24	1.05	0.98	0.86

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)	3.94
52 周内股价区间(元)	13.35-25.38
总市值(亿元)	134.45
总资产(亿元)	217.05
每股净资产(元)	13.91

### 相关研究

1. 王府井(600859): 受经济环境影响销售增速放缓 (2018-10-29)
2. 王府井(600859): 开源提效成为业绩增长的主要驱动力 (2018-08-26)
3. 王府井(600859): 国企混改百货先锋, 高效控费全国布局 (2018-07-02)

## 盈利预测

假设 1: 预计 2019-2021 年公司在西南地区的门店数量分别为 14 家、15 家、15 家；  
 预计 2019-2021 年公司在华北地区的门店数量分别为 13 家、13 家、14 家；预计 2019-2021  
 年公司在华中地区的门店数量分别为 9 家、10 家、11 家；

假设 2: 预计 2019-2021 年公司在华东地区的门店数量分别为 3 家、4 家、4 家；预计  
 2019-2021 年公司在东北地区的门店数量分别为 3 家、4 家、4 家；

假设 3: 公司各地区坪效基本保持稳定，且公司三费率无明显变化。

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>						
营业收入	17795.12	26085.23	26711.16	29546.91	32122.08	34175.70
yoy	2.70%	46.59%	2.38%	10.62%	8.72%	6.39%
营业成本	13990.15	20681.49	21052.41	22938.92	24599.48	25783.21
毛利率	21.38%	20.72%	21.18%	22.36%	23.42%	24.56%
<b>华北地区</b>						
收入	6273.02	8570.98	8465.45	9161.10	9266.40	9979.20
门店数量	11	13	12	13	13	14
成本	5091.18	7103.02	7039.87	7512.10	7598.45	8083.15
毛利率	18.84%	17.13%	17%	18%	18%	19%
<b>华中地区</b>						
收入	2838.08	3299.27	3251.62	3310.80	3678.67	4111.80
门店数量	7	9	9	9	10	11
成本	2385.85	2763.55	2704.05	2747.96	3053.29	3371.68
毛利率	15.93%	16.24%	16.84%	17.00%	17.00%	18.00%
<b>华南地区</b>						
收入	682.44	652.36	614.09	931.95	974.70	983.25
门店数量	2	2	2	3	3	3
成本	563.78	540.12	509.63	773.52	809.00	816.10
毛利率	17.39%	17.21%	17%	17%	17%	17%
<b>西南地区</b>						
收入	4075.52	7048.64	7335.19	7899.44	8572.15	8641.85
门店数量	7	15	13	14	15	15
成本	3288.69	5791.63	6016.32	6477.54	6943.44	7086.31
毛利率	19.31%	17.83%	18%	18%	19%	18%
<b>西北地区</b>						
收入	2844.84	3892.88	3999.81	4399.79	4547.29	4615.16
门店数量	10	10	10	11	11	11
成本	2372.31	3313.46	3429.04	3739.82	3865.20	3922.89

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	16.61%	14.88%	14%	15%	15%	15%
<b>华东地区</b>						
收入	243.84	495.31	434.18	656.10	891.00	907.20
门店数量	1	3	2	3	4	4
成本	216.25	435.56	384.60	577.37	784.08	798.34
毛利率	11.31%	12.06%	11%	12%	12%	12%
<b>东北地区</b>						
收入	(0.00)	692.85	822.55	934.50	1352.80	1388.40
门店数量	0	2	3	3	4	4
成本		622.91	725.49	817.69	1176.94	1207.91
毛利率		10.09%	11.80%	12.50%	13.00%	13.00%
<b>其他</b>						
收入	837.38	1432.94	1788.28	2253.23	2839.07	3548.84
yoy	13.18%	71.12%	24.80%	26%	26%	25%
成本	72.09	111.24	243.42	292.92	369.08	496.84
毛利率	91.39%	92.24%	86%	87%	87%	86%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	26711.16	29546.91	32122.08	34175.70	净利润	1226.20	1574.70	1975.89	2406.89
营业成本	21052.41	22938.92	24599.48	25783.21	折旧与摊销	626.29	437.03	542.13	544.78
营业税金及附加	280.75	310.55	337.62	359.20	财务费用	-121.52	-120.87	-129.98	-136.57
销售费用	2897.30	3191.07	3437.06	3622.62	资产减值损失	20.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	983.27	1087.33	1182.09	1257.67	经营营运资本变动	1150.77	-419.87	403.19	294.60
财务费用	-121.52	-120.87	-129.98	-136.57	其他	-1380.07	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	20.29	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1521.97</b>	<b>1464.98</b>	<b>2785.24</b>	<b>3103.70</b>
投资收益	6.10	6.00	6.00	6.00	资本支出	-381.50	-4586.70	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-798.40	0.77	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1179.90</b>	<b>-4585.93</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1628.87</b>	<b>2145.92</b>	<b>2701.81</b>	<b>3295.56</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	73.98	40.90	42.15	46.93	长期借款	63.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1702.85</b>	<b>2186.82</b>	<b>2743.96</b>	<b>3342.50</b>	股权融资	450.35	0.00	0.00	0.00
所得税	476.65	612.12	768.07	935.61	支付股利	0.00	-240.29	-309.46	-388.30
净利润	1226.20	1574.70	1975.89	2406.89	其他	54.61	258.86	-1136.21	136.57
少数股东损益	24.77	27.40	34.38	41.88	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>568.00</b>	<b>18.58</b>	<b>-1445.67</b>	<b>-251.74</b>
归属母公司股东净利润	1201.43	1547.30	1941.51	2365.01	<b>现金流量净额</b>	<b>918.70</b>	<b>-3102.37</b>	<b>1345.56</b>	<b>2857.97</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	6950.01	3847.64	5193.20	8051.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	823.47	1780.86	1924.22	2033.63	销售收入增长率	2.38%	10.62%	8.72%	6.39%
存货	920.64	770.75	826.54	866.32	营业利润增长率	21.97%	31.74%	25.90%	21.98%
其他流动资产	122.93	100.46	109.22	116.20	净利润增长率	31.55%	28.42%	25.48%	21.81%
长期股权投资	864.24	864.24	864.24	864.24	EBITDA 增长率	8.80%	15.39%	26.48%	18.94%
投资性房地产	1927.15	1726.88	1726.88	1726.88	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5000.10	9263.14	8834.38	8402.97	毛利率	21.18%	22.36%	23.42%	24.56%
无形资产和开发支出	1849.97	1816.29	1782.62	1748.94	三费率	14.07%	14.07%	13.98%	13.88%
其他非流动资产	3246.38	3372.18	3292.49	3212.80	净利率	4.59%	5.33%	6.15%	7.04%
<b>资产总计</b>	<b>21704.88</b>	<b>23542.45</b>	<b>24553.78</b>	<b>27023.13</b>	ROE	10.68%	11.65%	13.67%	14.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.65%	6.69%	8.05%	8.91%
应付和预收款项	4783.45	4891.05	5275.44	5564.59	ROIC	23.99%	21.82%	20.93%	27.52%
长期借款	663.04	663.04	663.04	663.04	EBITDA/销售收入	7.99%	8.33%	9.69%	10.84%
其他负债	4779.21	4470.89	4164.41	4326.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10225.70</b>	<b>10024.98</b>	<b>10102.89</b>	<b>10553.65</b>	总资产周转率	1.28	1.31	1.34	1.33
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	固定资产周转率	5.59	4.20	3.57	3.97
资本公积	4958.70	4958.70	4958.70	4958.70	应收账款周转率	101.85	130.43	179.61	177.75
留存收益	5036.93	6343.95	7976.00	9952.70	存货周转率	24.89	27.12	30.80	30.46
归属母公司股东权益	10801.01	12811.89	13710.94	15687.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.31%	—	—	—
少数股东权益	678.18	705.57	739.96	781.84	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11479.19</b>	<b>13517.47</b>	<b>14450.90</b>	<b>16469.48</b>	资产负债率	47.11%	42.58%	41.15%	39.05%
负债和股东权益合计	21704.88	23542.45	24553.78	27023.13	带息债务/总负债	11.34%	11.57%	11.48%	10.99%
					流动比率	1.01	0.76	0.93	1.22
					速动比率	0.90	0.67	0.84	1.12
					股利支付率	0.00%	15.53%	15.94%	16.42%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2133.64	2462.07	3113.96	3703.78	每股收益	1.55	1.99	2.50	3.05
PE	11.19	8.69	6.92	5.68	每股净资产	13.91	16.50	17.66	20.21
PB	1.24	1.05	0.98	0.86	每股经营现金	1.96	1.89	3.59	4.00
PS	0.50	0.46	0.42	0.39	每股股利	0.00	0.31	0.40	0.50
EV/EBITDA	0.24	1.40	0.51	-0.35					
股息率	0.00%	1.79%	2.30%	2.89%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn