

# 消费承压收入增速低于预期，多业态协同效果显现

——王府井年报点评

年报点评报告

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

谢海音 (分析师)

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

## ● 2018 下半年行业承压公司收入低于预期，奥莱贡献收入增长

2019年3月23日公司发布2018年报:全年共实现营收267.11亿元(+2.38%);实现归母净利润12.01亿元(+66.95%),折合EPS为1.55元/股。其中,公司第四季度共实现营业收入75.13亿元;实现归母净利润2.13亿元。

百货/购物中心全年营收增长-0.09%,毛利率提升0.01%,奥莱营收增长8.52%,毛利率提升0.04%。

## ● 毛利率净利率提升,期间费用率下降

2018年公司毛利率为21.18%(+0.46pct),净利率4.59%(+1.02pct),剔除一季度利息收入影响,净利率提升(+0.5pct)。三费合计下降至14.08%(-0.49pct)。其中,销售费用率下降至10.85%(-0.11pct);管理费用率提升至3.68%(+0.01pct);财务费用率下降-0.45%(-0.39pct)。

## ● 年底长春奥莱开业,2019年新开店数量有望明显提升

公司顺应宏观经济形势,深化业态融合发展,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,调整经营模式。并加快推进超市资本运作模式发展,与首航合作成立了合资公司,年内首个王府井首航超市开业,提高了业态丰富度,推动了未来超市区域连锁化发展。

全年关闭百货4家(北京大兴店、重庆解放碑店、贵州国晨店、厦门嘉禾店),2018年12月30日新开长春奥莱一家。3月22日,公司拟以3.9亿元现金购买鄂尔多斯市6.2万平租赁物业,2019年新开店数量有望明显提升。

## ● 多业态助力收入提升,稳固王府井品牌影响力,维持“强烈推荐”评级

公司已经形成了综合百货、购物中心、奥特莱斯、超市多业态协同发展,王府井品牌具备全国影响力,借助品牌影响力继续扩展购物中心、奥莱渠道,提振收入增速。公司控股股东王府井东安与首旅集团实施战略重组,企业文化和制度建设得到有效融合,在体制机制,薪酬等多个方面加快推进市场化进程;借助首旅集团资源优势,积极打造生活方式服务业产业集团的新定位,加强各业态业务互动,提高资源配置效率,形成强大的发展合力,有效提升了王府井的综合竞争能力,公司盈利能力有望进一步提升,我们上调公司2019/2020/2021年EPS至1.55(+0.19)/1.71(+0.25)/1.84元维持公司“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示:宏观经济风险;消费下行风险;公司新开店不及预期

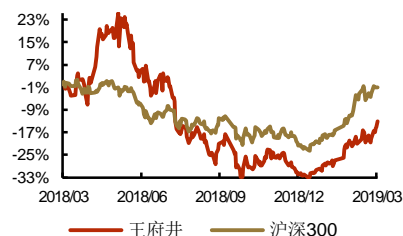
### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26085	26,711	28,903	30,795	32,894
增长率(%)	46.6	2.4	8.2	6.5	6.8
净利润(百万元)	909.8	1,201	1,204	1,326	1,427
增长率(%)	58.3	32.1	0.2	10.2	7.6
毛利率(%)	20.7	21.2	21.4	21.5	21.5
净利率(%)	3.5	4.5	4.2	4.3	4.3
ROE(%)	8.6	10.7	10.0	10.2	10.1
EPS(摊薄/元)	1.17	1.55	1.55	1.71	1.84
P/E(倍)	14.78	11.2	11.2	10.1	9.4
P/B(倍)	1.32	1.2	1.2	1.1	1.0

## 强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.03.22
收盘价(元):	17.32
一年最低/最高(元):	13.15/25.97
总股本(亿股):	7.76
总市值(亿元):	134.45
流通股本(亿股):	3.94
流通市值(亿元):	68.26
近3月换手率:	108.04%

### 股价一年走势



### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	2.54	0.05	-12.52
绝对	11.45	26.61	-17.16

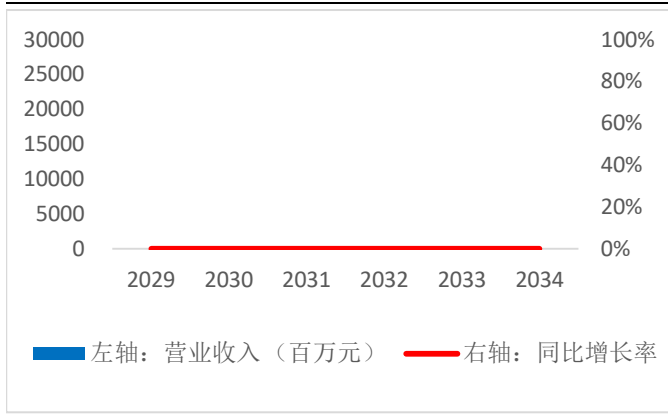
### 相关报告

《老店稳健复苏贡献利润 新店再添助力提高收入》2018-03-30

《首旅集团合并王府井东安》2018-02-06

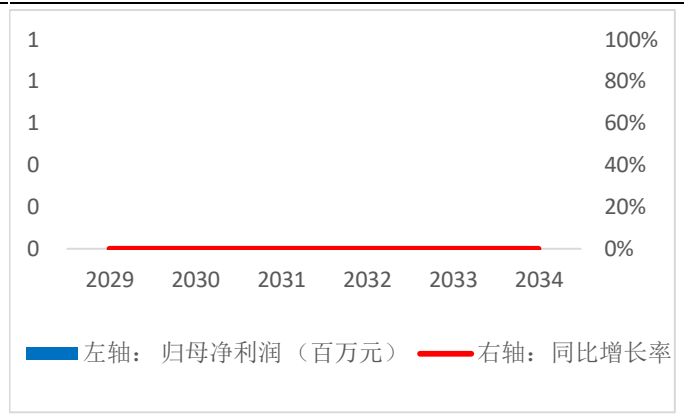
《百货企稳回升 合伙人制度激励业绩快速增长》2017-11-27

图1: 2013-2018 年营收及其同比



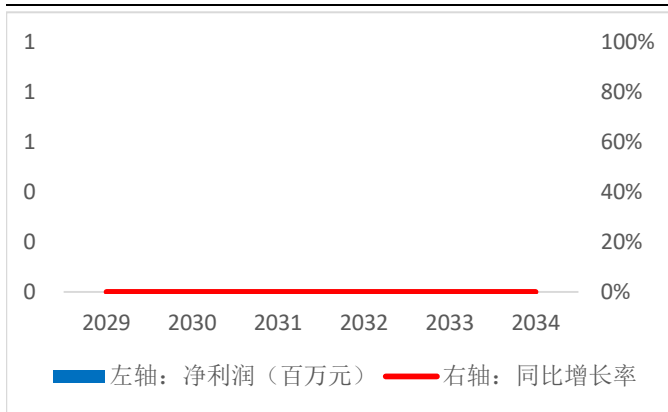
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图2: 2013-2018 年归母净利润及其同比



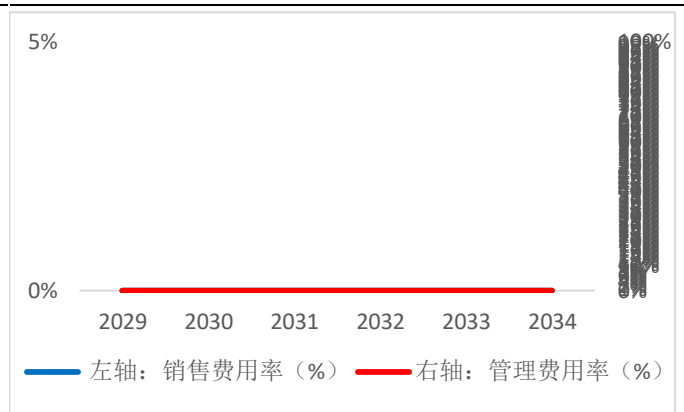
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图3: 2013-2018 年净利润及其同比



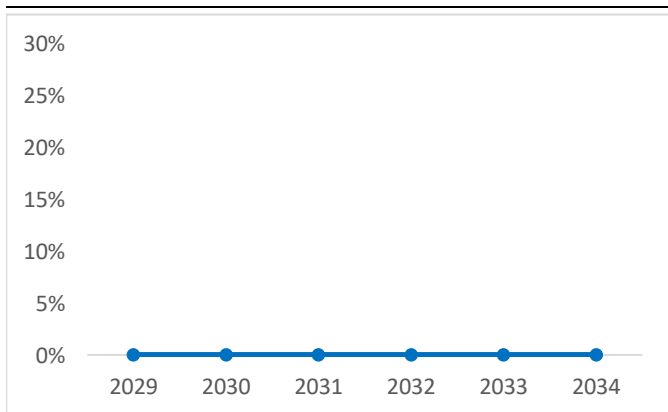
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图4: 2013-2018 年销售费用率和管理费用率



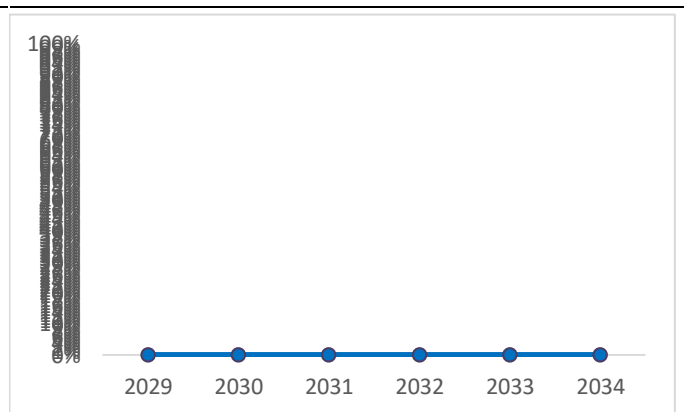
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图5: 2013-2018 年毛利率



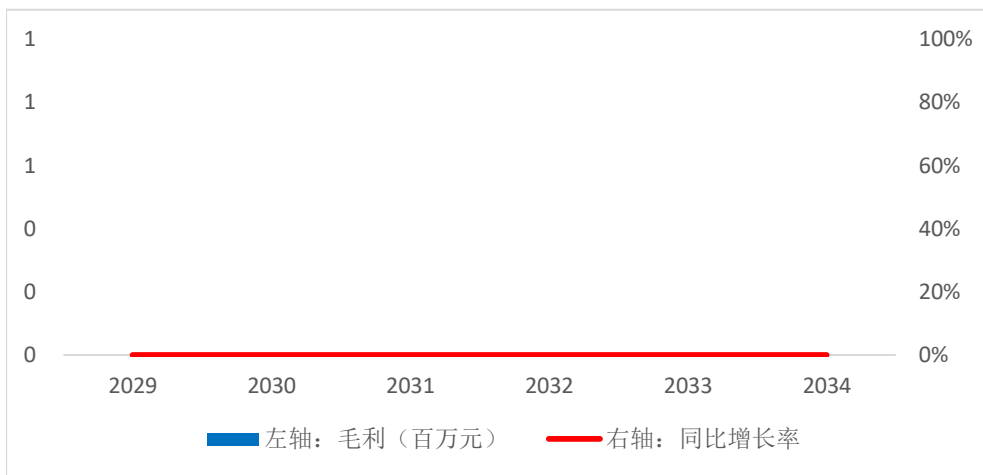
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图6: 2013-2018 年净利率



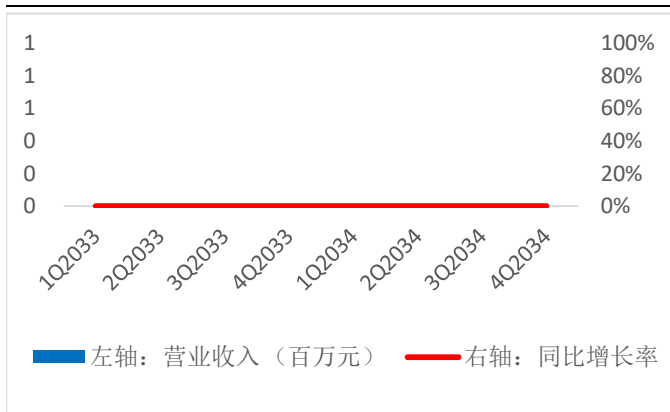
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图7: 2013-2018年毛利及其同比



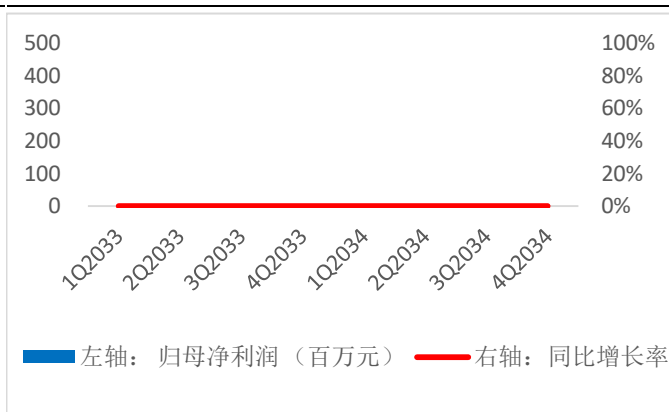
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图8: 2017Q1-2018Q4 单季营收及其同比



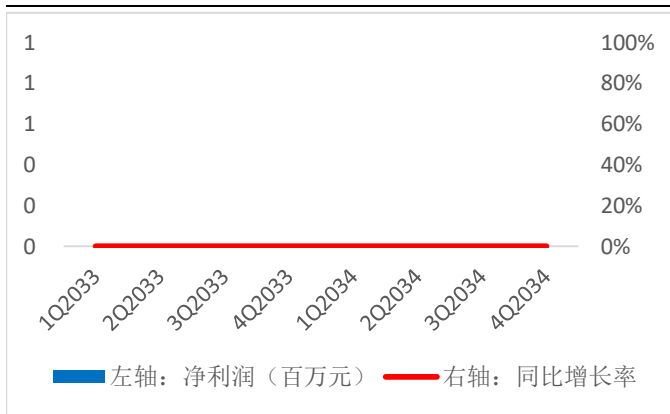
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图9: 2017Q1-2018Q4 单季归母净利润及其同比



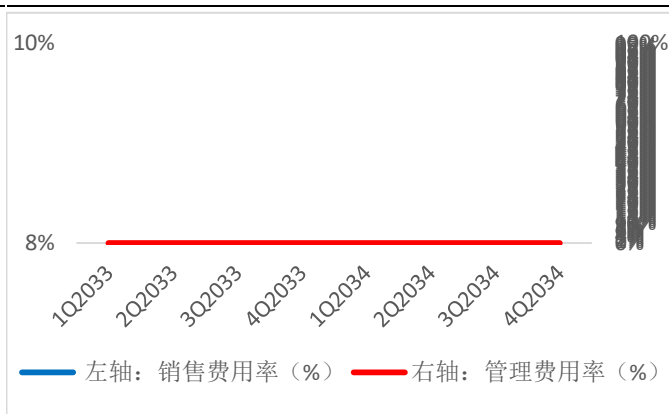
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图10: 2017Q1-2018Q4 单季净利润及其同比



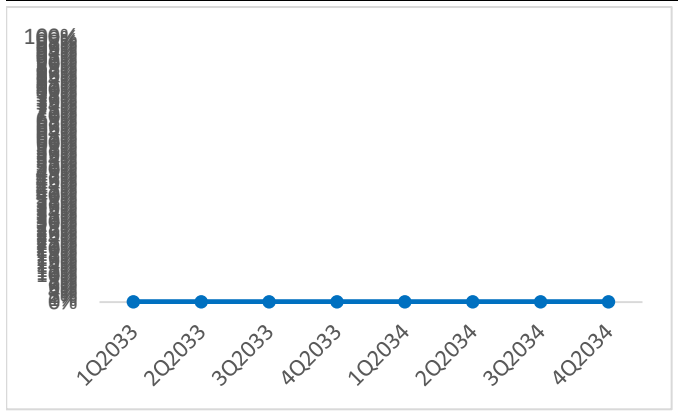
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图11: 2017Q1-2018Q4 单季销售费用率和管理费用率



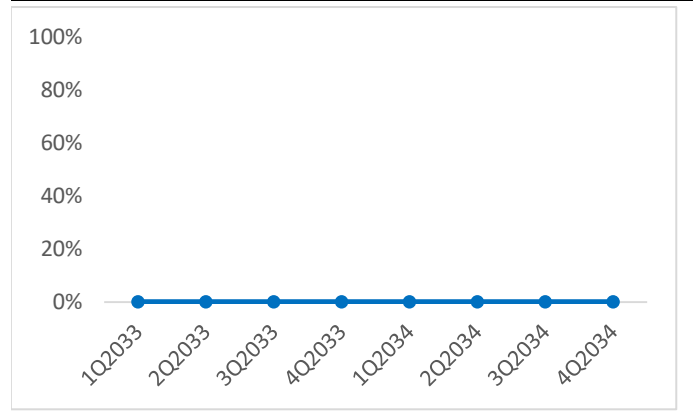
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图12: 2017Q1-2018Q4 单季毛利率



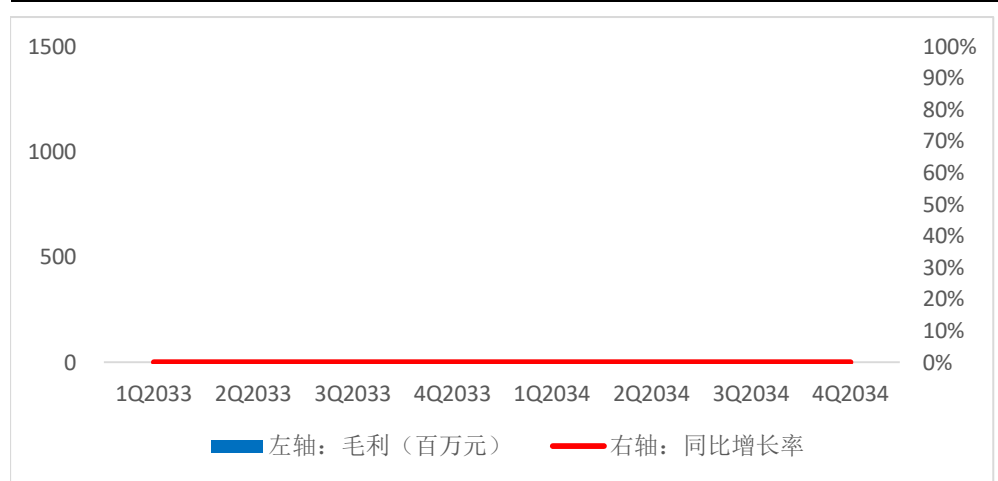
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图13: 2017Q1-2018Q4 单季净利率



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图14: 2017Q1-2018Q4 单季毛利及其同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>8060</b>	<b>8817</b>	<b>12035</b>	<b>10844</b>	<b>14204</b>	<b>营业收入</b>	<b>26085</b>	<b>26711</b>	<b>28903</b>	<b>30795</b>	<b>32894</b>
现金	6031	6950	9751	8560	11820	营业成本	20681	21052	22714	24162	25810
应收账款	243	282	286	319	327	营业税金及附加	265	281	303	323	345
其他应收款	240	0	451	0	433	营业费用	2859	2897	3150	3372	3602
预付账款	699	356	657	486	700	管理费用	956	983	1098	1170	1250
存货	769	921	582	1170	615	财务费用	-15	-122	-72	-95	-123
其他流动资产	79	309	309	309	309	资产减值损失	2	20	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>12129</b>	<b>12888</b>	<b>12105</b>	<b>12003</b>	<b>12327</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	872	864	903	977	1038	投资净收益	-18	6	-8	12	7
固定资产	4645	4915	5069	5148	5243	<b>营业利润</b>	<b>1335</b>	<b>1629</b>	<b>1700</b>	<b>1874</b>	<b>2016</b>
无形资产	988	957	908	863	819	营业外收入	12	101	50	50	50
其他非流动资产	5625	6151	5225	5015	5226	营业外支出	4	27	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>20189</b>	<b>21705</b>	<b>24140</b>	<b>22848</b>	<b>26531</b>	<b>利润总额</b>	<b>1343</b>	<b>1703</b>	<b>1710</b>	<b>1884</b>	<b>2026</b>
<b>流动负债</b>	<b>7255</b>	<b>8757</b>	<b>10566</b>	<b>8534</b>	<b>11351</b>	所得税	411	477	479	527	567
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>932</b>	<b>1226</b>	<b>1231</b>	<b>1356</b>	<b>1459</b>
应付账款	2645	2409	3044	2756	3440	少数股东损益	22	25	27	30	32
其他流动负债	4609	6348	7522	5777	7911	<b>归属母公司净利润</b>	<b>910</b>	<b>1201</b>	<b>1204</b>	<b>1326</b>	<b>1427</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2145</b>	<b>1469</b>	<b>1228</b>	<b>977</b>	<b>749</b>	EBITDA	1915	2197	2200	2380	2152
长期借款	1699	1159	919	668	440	EPS(元)	1.17	1.55	1.55	1.71	1.84
其他非流动负债	446	310	310	310	310						
<b>负债合计</b>	<b>9400</b>	<b>10226</b>	<b>11795</b>	<b>9511</b>	<b>12100</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	621	678	705	735	767	<b>成长能力</b>					
股本	776	776	776	776	776	营业收入(%)	46.6	2.4	8.2	6.5	6.8
资本公积	4508	4959	4959	4959	4959	营业利润(%)	69.3	22.0	4.4	10.2	7.6
留存收益	4565	5037	5894	6839	7854	归属于母公司净利润(%)	58.3	32.1	0.2	10.2	7.6
归属母公司股东权益	10168	10801	11640	12602	13664	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20189</b>	<b>21705</b>	<b>24140</b>	<b>22848</b>	<b>26531</b>	毛利率(%)	20.7	21.2	21.4	21.5	21.5
						净利率(%)	3.5	4.5	4.2	4.3	4.3
						ROE(%)	8.6	10.7	10.0	10.2	10.1
						ROIC(%)	7.1	8.6	8.4	8.7	8.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	46.6	47.1	48.9	41.6	45.6
						净负债比率(%)	-35.2	(40.9)	(69.7)	(57.4)	-77.2
						流动比率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
						速动比率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
						应收账款周转率	126.7	101.8	101.8	101.8	101.8
						应付账款周转率	9.2	8.3	8.3	8.3	8.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.17	1.55	1.55	1.71	1.84
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.23	3.51	5.32	-0.05	5.74
						每股净资产(最新摊薄)	13.10	13.91	15.00	16.23	17.60
						<b>估值比率</b>					
						P/E	14.78	11.19	11.17	10.14	9.42
						P/B	1.32	1.24	1.16	1.07	0.98
						EV/EBITDA	5.39	4.3	2.5	2.8	1.4

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2058</b>	<b>1522</b>	<b>4130</b>	<b>-36</b>	<b>4457</b>
净利润	932	1226	1231	1356	1459
折旧摊销	641	626	707	744	413
财务费用	-15	-122	-72	-95	-123
投资损失	18	-6	8	-12	-7
营运资金变动	347	-451	2259	-2032	2716
其他经营现金流	135	249	-3	2	-1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2474</b>	<b>-1180</b>	<b>71</b>	<b>-633</b>	<b>-729</b>
资本支出	1242	1071	-143	-325	81
长期投资	-231	0	-39	-38	-60
其他投资现金流	-1464	-109	-111	-995	-708
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2270</b>	<b>568</b>	<b>-1401</b>	<b>-522</b>	<b>-469</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-647	-540	-240	-251	(228)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1322	450	0	0	0
其他筹资现金流	-301	657	-1160	-270	-241
<b>现金净增加额</b>	<b>-2691</b>	<b>919</b>	<b>2801</b>	<b>-1191</b>	<b>3260</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

**谢海音**，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>