

证券研究报告

公司研究——年报点评

王府井 (600859.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.10.29

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) 三季度收入增速放缓, 毛利率费用率保持平稳态势》2018.10.29

《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

费用管控有效, 奥莱业态成为公司业绩增长重要驱动力

2019年03月26日

事件: 2019年3月23日王府井发布18年年报, 2018年公司实现营业收入267.11亿元, 同比增加2.38%; 实现归属母公司股东净利润12.01亿元, 同比增加66.95%。基本每股收益1.548元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益1.372元, 基本符合我们的预期。公司公布分红预案, 拟每10股派发现金4.7元(含红利所得税), 共派发现金红利3.65亿元。

点评:

- **奥莱业态成为公司增长重要驱动力。**2018年公司百货/购物中心业态实现营收213.12亿元, 同比减少0.09%; 奥特莱斯业态实现营收36.11亿元, 同比增加8.52%。综合百货业态仍然在公司营业收入构成中占据主体的地位。受益于公司持续深化业态转型变革, 奥特莱斯业态及购物中心业态营收及利润实现较快增长, 奥莱增长达到8%, 逐步成为公司业绩平台增长的重要驱动力。
- **费用管控有效。**2018年公司综合毛利率为21.18%, 较2017年提升0.46个百分点; 主业毛利率为16.51%, 较2017年下降0.05个百分点。分地区看, 华中地区、西南地区、东北地区毛利率分别较2017年增加0.60/0.15/1.71个百分点; 华北地区、华南地区、西北地区、华东地区毛利率分别较2017年减少0.28/0.20/0.62/0.64个百分点。费用方面, 2018年销售费用率下降0.12个百分点; 管理费用率3.68%, 较2017年保持平稳。在较好的费用管控下, 2018年公司净利率为4.59%, 较2017年同比提升1.02个百分点。
- **东北地区收入增幅较高。**从区域销售情况看, 2018年公司西南地区(同比增加4.07%)和西北地区(同比增加2.75%)收入增幅较好, 华北地区的营业收入仍然是收入占比最高(营收占比32%)的地区, 中西部地区的大店的营收增幅(华中同比增加-1.44%/华南同比增加-5.87%)保持平稳增长。东北地区受新增门店和次新店影响, 收入增幅(同比增加18.72%)较高。
- **报告期内新开1家门店, 关店4家。**2018年12月公司新开一家大店, 为长春赛特奥莱Mall, 总建筑面积9.8万平方米。报告期内公司合计关闭四家门店, 合计经营建筑面积11.1万平方米, 分别北京双安商场(物业方转型提前解约)、重庆王府井百货解放碑店(租赁合同到期不再续约)、贵州国晨百货(租赁合同到期不再续约)、厦门嘉禾店(公司决定转型经营其他业态)。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为12.32亿元、13.34亿元、14.49亿元; 摊薄每股收益分

别为 1.59 元、1.72 元、1.87 元。维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**消费复苏不达预期、门店扩张不达预期、同店增长放缓。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	26,085.22	26,711.16	27,836.26	29,036.32	30,369.12
增长率 YoY %	46.59%	2.40%	4.21%	4.31%	4.59%
归属母公司净利润(百万元)	909.82	1,201.43	1,232.27	1,333.91	1,448.70
增长率 YoY%	58.27%	32.05%	2.57%	8.25%	8.61%
毛利率%	20.72%	21.18%	21.40%	21.37%	21.63%
净资产收益率 ROE%	8.86%	11.46%	10.97%	10.81%	10.55%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.55	1.59	1.72	1.87
市盈率 P/E(倍)	14	11	11	10	9
市净率 P/B(倍)	1.29	1.21	1.12	1.01	0.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 3 月 25 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,059.90	8,817.05	9,432.21	10,413.15	11,363.63
货币资金	6,031.31	6,950.01	7,503.19	8,413.76	9,291.38
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	242.85	281.69	293.55	306.21	320.26
预付账款	698.51	355.81	369.78	385.87	402.26
存货	768.67	920.64	956.78	998.41	1,040.82
其他	318.56	308.91	308.91	308.91	308.91
非流动资产	12,129.40	12,887.83	13,344.27	13,923.45	14,662.24
长期股权投资	871.93	864.24	864.24	864.24	864.24
固定资产(合计)	4,644.65	4,915.36	5,356.97	6,103.64	6,900.75
无形资产	987.90	957.17	952.79	921.48	895.14
其他	5,624.92	6,151.07	6,170.28	6,034.09	6,002.12
资产总计	20,189.30	21,704.88	22,776.48	24,336.60	26,025.87
流动负债	7,254.71	8,756.73	8,935.49	9,134.19	9,344.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,645.26	2,408.69	2,503.26	2,612.16	2,723.13
其他	4,609.45	6,348.04	6,432.23	6,522.03	6,621.76
非流动负债	2,145.13	1,468.96	1,468.96	1,468.96	1,468.96
长期借款	600.00	663.04	663.04	663.04	663.04
其他	1,545.13	805.93	805.93	805.93	805.93
负债合计	9,399.84	10,225.70	10,404.45	10,603.15	10,813.85
少数股东权益	620.98	678.18	703.58	731.09	760.96
归属母公司股东权益	10,168.48	10,801.01	11,668.44	13,002.36	14,451.06
负债和股东权益	20,189.30	21,704.88	22,776.48	24,336.60	26,025.87

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26,085.22	26,711.16	27,836.26	29,036.32	30,369.12
同比(%)	46.59%	2.40%	4.21%	4.31%	4.59%
归属母公司净利润	909.82	1,201.43	1,232.27	1,333.91	1,448.70
同比(%)	58.27%	32.05%	2.57%	8.25%	8.61%
毛利率(%)	20.72%	21.18%	21.40%	21.37%	21.63%
ROE%	8.86%	11.46%	10.97%	10.81%	10.55%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.55	1.59	1.72	1.87
P/E	14	11	11	10	9
P/B	1.29	1.21	1.12	1.01	0.91
EV/EBITDA	7.15	6.27	6.16	5.97	5.57

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26,085.22	26,711.16	27,836.26	29,036.32	30,369.12
营业成本	20,681.48	21,052.41	21,878.90	22,830.76	23,800.63
营业税金及附加	265.01	280.75	292.57	305.19	319.19
销售费用	2,859.21	2,897.30	3,019.34	3,149.50	3,294.07
管理费用	956.32	983.27	1,085.61	1,132.42	1,184.40
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-14.95	-121.52	-87.90	-166.20	-173.02
减值损失合计	1.61	20.29	0.65	1.04	0.72
投资净收益	-18.18	6.10	-4.89	-5.66	-1.48
其他	17.08	24.11	10.09	12.11	11.10
营业利润	1,335.44	1,628.87	1,652.28	1,790.06	1,952.74
营业外收支	7.93	73.98	47.29	49.69	45.33
利润总额	1,343.36	1,702.85	1,699.57	1,839.76	1,998.07
所得税	411.27	476.65	441.89	478.34	519.50
净利润	932.09	1,226.20	1,257.68	1,361.42	1,478.57
少数股东损益	22.27	24.77	25.41	27.51	29.87
归属母公司净利润	909.82	1,201.43	1,232.27	1,333.91	1,448.70
EBITDA	2,142.73	2,448.88	2,489.25	2,569.19	2,757.59
EPS(当年)(元)	1.17	1.55	1.59	1.72	1.87

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,057.66	1,521.97	2,168.99	2,224.61	2,377.27
净利润	932.09	1,226.20	1,257.68	1,361.42	1,478.57
折旧摊销	640.54	626.29	668.96	639.37	654.12
财务费用	158.82	119.74	120.73	90.06	105.39
投资损失	18.18	-6.10	4.89	5.66	1.48
营运资金变动	346.90	-451.46	116.12	127.30	137.11
其它	-38.88	7.30	0.62	0.80	0.58
投资活动现金流	-2,474.50	-1,179.90	-1,130.25	-1,223.97	-1,394.25
资本支出	-1,227.56	-1,042.36	-1,125.36	-1,218.32	-1,392.77
长期投资	-2,157.26	-45.78	-4.89	-5.66	-1.48
其他	910.32	-91.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2,269.77	568.00	-485.57	-90.06	-105.39
吸收投资	24.90	32.00	0.00	0.00	0.00
借款	-1,950.92	1,024.44	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	509.79	413.44	485.57	90.06	105.39
现金流净增加额	-2,690.62	918.70	553.18	910.57	877.62

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。