

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

王府井 (600859.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

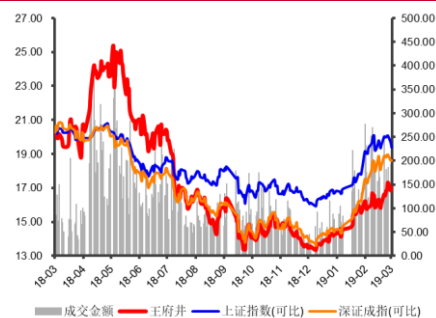
深耕区域业态融合，奥莱驱动业绩增长

增持

2019年3月26日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年3月26日

收盘价(元):	17.10
年内最高/最低(元):	16.51/13.15
流通A股/总股本(亿股):	3.94/7.76
流通A股市值(亿元):	67.04
总市值(亿元):	132

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	1.55
摊薄每股收益	1.55
每股净资产(元)	13.91
净资产收益率	11.46%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于3月23日发布2018年年报，公司营业收入267.11亿元，同比增长2.38%；归属于上市公司股东的净利润12.01亿元，同比增长66.95%。

事件点评

- 深化业态融合发展，提升购物中心/奥莱优势。**2018年公司共运营51家连锁门店，销售网络覆盖全国七大经济区域，在全国连锁发展战略方面具有先发优势。公司已形成包含百货、奥特莱斯、购物中心和超市四大业态协同发展的业务格局，打造处于不同发展阶段的门店梯次。2018年公司各个业态继续推进专业化管理，落实一店一策，不断提升商品和顾客经营能力以及自营能力的建设。2018年公司推进全渠道建设，在业态建设方面偏重购物中心和奥莱业态，百货业态也进一步拓展经营范围，通过增加购物中心功能，引进奥莱元素来调整经营模式，奥莱业态则是抓住窗口期，加快低线城市布局，而超市业态的建设方面则通过资本运作的模式，通过与首航合作成立合资公司，推动未来超市区域连锁化发展，提高资源配置效率。
- 营收增速略低于预期，奥莱成业绩增长重要驱动力。**受18年下半年以来消费市场及百货行业承压的趋势性影响，全年公司销售呈现前高后低的趋势，Q1销售额在高位平稳运行，Q2销售增幅大幅回落，下半年呈现缓慢下行趋势，全年整体保持2.38%的小幅增长，收入增速略低于预期，且交易次数及客单价增幅较前期均呈回落态势；但受强化运营管控，加速发展新兴业态等因素影响，归母净利润增速达66.95%，表现靓丽。综合百货业仍是公司营收构成中占比较大的部分，受益于公司持续深化业态转型的影响，奥特莱斯业态及购物中心业态营收及利润实现较快增长，奥莱的增长达到了8%，逐步成为公司业绩平台增长的重要驱动力。公司主营毛利率为16.51%，同比下降0.05pct，其中百货/购物中心业态毛利率17.47%，奥莱业态毛利率10.82%。2018年公司期间费用率14.07%，同比下降1.11%，主要受到利息收入增加的影响。
- 渠道下沉新兴市场，推进区域深耕与业态融合。**2018年公司强化区域深耕战略，有序布局重点城市与优势区域，关注核心城市周边消费提升快、发展潜力大的新兴城市，形成以点带面的网状布局。年内公司

积极拓展昆明、西宁的市场，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，完成长春奥莱 Mall 的开业，有效推进区域深耕与业态融合。分销售区域来看，公司东北地区受新增门店和次新店影响，收入增幅最高（+18.72%），平均坪效次高（1.51 万元）；华北和西南地区作为收入占比最高的两大主要区域，平均坪效也是各区域中最高水平（2.41 万元）；而西南和西北地区年内收入小幅上涨（+4.07%，+2.75%），中、西部地区的大店营收增幅保持平稳增长。

投资建议

- 公司持续铺设全渠道建设，通过建立完善的品牌体系，积累规模庞大的会员资产，形成稳固的业绩平台和多种业态主力，全国连锁布局保持良好发展的态势。我们看好公司推进业态创新，优化业态结构，提升业态利润贡献率的能力，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.60/1.80/1.81 元，对应公司 3 月 26 日收盘价 17.1 元，2019-2021 年 PE 分别为 10.61X/9.45X/9.40X，维持“增持”评级。

存在风险

- 宏观经济增速放缓；市场竞争激烈；新店培育期较长的风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,817	12,417	14,849	18,545	营业收入	26,711	27,961	29,863	32,043
现金	6,950	10,538	12,684	16,282	营业成本	21,052	21,871	23,254	25,105
应收账款	468	468	503	546	营业税金及附加	281	302	314	340
其他应收款	186	195	208	223	销售费用	2,897	3,045	3,240	3,481
预付账款	356	493	631	596	管理费用	983	1,037	1,111	1,187
存货	921	797	910	998	财务费用	(122)	0	0	0
其他流动资产	(63)	(73)	(86)	(101)	资产减值损失	20	2	(0)	(0)
非流动资产	12,888	11,074	11,070	10,663	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	864	808	848	840	投资净收益	6	(5)	(6)	(1)
固定资产	4,915	4,604	4,293	3,981	营业利润	1,629	1,699	1,938	1,929
无形资产	957	893	834	778	营业外收入	101	67	61	76
其他非流动资产	6,151	4,768	5,095	5,063	营业外支出	27	19	17	21
资产总计	21,705	23,491	25,919	29,208	利润总额	1,703	1,747	1,982	1,984
流动负债	8,757	9,206	11,079	13,611	所得税	477	489	555	555
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,226	1,258	1,427	1,429
应付账款	2,409	2,733	2,847	3,028	少数股东损益	25	14	29	25
其他流动负债	6,348	6,473	8,232	10,583	归属母公司净利润	1,201	1,244	1,398	1,404
非流动负债	1,469	2,159	1,830	1,668	EBITDA	1,828	2,074	2,309	2,296
长期借款	663	663	663	663	EPS (元)	1.55	1.60	1.80	1.81
其他非流动负债	806	1,496	1,167	1,005					
负债合计	10,226	11,365	12,909	15,279					
少数股东权益	678	692	722	746	主要财务比率				
股本	776	776	776	776	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	4,959	4,959	4,959	4,959	成长能力				
留存收益	5,037	5,698	6,554	7,448	营业收入	2.38%	4.68%	6.80%	7.30%
归属母公司股东权益	10,801	11,433	12,288	13,183	营业利润	30.11%	4.32%	14.04%	-0.47%
负债和股东权益	21,705	23,491	25,919	29,208	归属于母公司净利润	66.96%	3.54%	12.37%	0.43%
					获利能力				
					毛利率(%)	21.18%	21.78%	22.13%	21.65%
					净利率(%)	4.50%	4.45%	4.68%	4.38%
					ROE(%)	10.68%	10.38%	10.97%	10.26%
					ROIC(%)	46.85%	73.48%	-306.27%	-65.69%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.11%	48.38%	49.81%	52.31%
					净负债比率(%)	1.85%	-21.20%	-29.15%	-41.05%
					流动比率	1.01	1.35	1.34	1.36
					速动比率	0.90	1.26	1.26	1.29
					营运能力				
					总资产周转率	1.28	1.24	1.21	1.16
					应收账款周转率	101.85	100.73	105.06	103.76
					应付账款周转率	10.57	10.88	10.70	10.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.55	1.60	1.80	1.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	3.54	4.18	5.40
					每股净资产(最新摊薄)	13.91	14.73	15.83	16.98
					估值比率				
					P/E	11.0	10.6	9.4	9.4
					P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
					EV/EBITDA	0.79	0.63	(0.55)	(2.09)

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,522	2,748	3,242	4,195
净利润	1,226	1,244	1,398	1,404
折旧摊销	626	375	371	367
财务费用	120	120	120	120
投资损失	(6)	5	6	1
营运资金变动	(187)	988	1,318	2,279
其他经营现金流	(257)	16	29	24
投资活动现金流	(1,180)	51	(46)	6
资本支出	0	0	0	0
长期投资	8	56	(40)	8
其他投资现金流	(1,188)	(5)	(6)	(1)
筹资活动现金流	568	(368)	(672)	(495)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	63	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	450	0	0	0
其他筹资现金流	55	(368)	(672)	(495)
现金净增加额	910	2,431	2,524	3,707

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。