

奥莱贡献增长驱动力，控费效果显著 净利润大幅增长

——王府井（600859）年度财报点评

2019年03月29日

强烈推荐/维持

王府井

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

王府井公司发布《2018年年度报告》，现2018年全年实现营收267.11亿元，同比增长2.38%；营业利润16.29亿元，同比增长30.11%；归属上市公司股东的净利润12.01亿元，同比增长66.95%。其中Q4实现营业收入75.13亿元，同比增长2.71%；Q4实现营业利润2.87亿元，同比增长-6.82%；Q4实现归属于上市公司股东净利润2.12亿元，同比增长19.77%。公司全年业绩基本符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	6070.25	5965.34	7316.87	7149.98	6048.52	5999.65	7513.01
增长率（%）	-8.58%	12.34%	7.64%	6.11%	-0.36%	0.58%	2.68%
毛利率（%）	20.78%	21.14%	20.37%	20.89%	21.65%	21.49%	20.84%
期间费用率（%）	15.09%	15.27%	14.79%	11.44%	14.29%	15.26%	15.45%
营业利润率（%）	4.87%	5.01%	4.33%	8.42%	6.81%	5.47%	3.82%
净利润（百万元）	97.31	221.56	196.04	462.44	309.65	237.28	216.83
增长率（%）	-59.99%	50.26%	-13.40%	103.70%	218.22%	07.10%	10.61%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.28	0.25	0.59	0.39	0.30	0.27
资产负债率（%）	48.33%	48.97%	46.56%	43.98%	40.67%	46.57%	47.11%
净资产收益率（%）	0.93%	2.08%	1.82%	4.16%	2.79%	2.10%	1.89%
总资产收益率（%）	0.48%	1.06%	0.97%	2.33%	1.66%	1.12%	1.00%

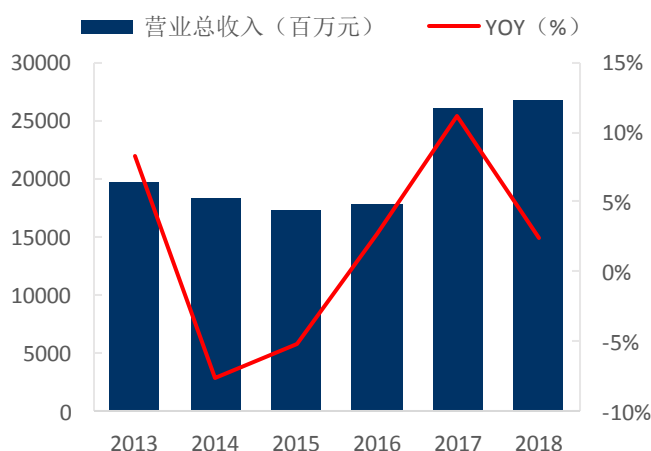
观点：

- 2018年公司全年营业收入增长2.38%，实现营收267.11亿元，归母净利润为12.0亿元，同比增长66.95%。其中2018Q4实现营业收入75.13，同比增长2.68%。消费总量下行压力下，公司全年营收增速回落至2.38%。18年底双旦和春节错期拉动下，公司2018Q4营收实现75.13，同比增长2.68%。
- 奥莱贡献增长驱动力，两西一东表现亮眼。2018年公司零售业务主业增长1.07%，实现营收249.22亿元。其中，百货/购物中心业态全年实现营收213.12亿元，增速下滑0.09%拖累公司整体表现；奥莱业态成为公司销售收入主要助力营收同比增长8.52%，全年实现营收36.11亿元，预计未来奥莱仍将成为营收增长主要支撑。分地区看，西南、西北地区营收增速稳健，分别保持4.07%、2.75%增速。未来公司将继续深耕西南、西北地区市场，已签约昆明和西宁项目将于未来2年陆续投入运营。东北地区营收随着门店运营日趋成熟，实现营收18.72%高增。公司计划未来两年将新开两家门店，次新店和新开

门店将持续为东北地区营收增长注入新动能。

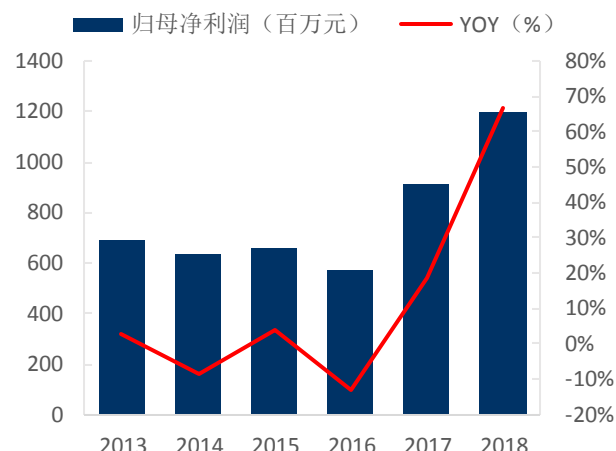
- **公司多业态共同发展, 积极拓展门店转型。**截止报告期公司在全国31个城市开设51家门店, 建筑面积达264.6万平方米, 其中自有物业门店17家, 租赁物业门店34家。2018年全年在东北地区新开1家门店(长春赛特奥莱mall), 由于合约到期和业务转型等原因关闭4家门店。公司未来门店展店稳定, 预计19年公司开设2-3家百货/购物中心和7家超市。此外, 公司积极开发新经营模式, 19年计划将开设百货mall业态, 该模式将结合百货的休闲购物体验 and 百货品牌集中优势综合业态。新模式的开展将公司专业化的百货运营经验与市场休闲为主导的
- **零售毛利平稳升高, 期间费用合理下降。**公司销售毛利率21.18%, 同比增长0.46pct。其中百货/购物中心业态毛利率为17.47%, 同比提升0.01pct; 奥特莱斯毛利率为10.82%, 同比提升0.04pct。公司加大费用管控, 期间费用率合理下降。其中, 管理和销售费用率-0.11pct/+0.01pct; 财务费用大幅下降系由于一季度大额存款到期公司财务收入增加。

图 1: 主营业务收入及增长率



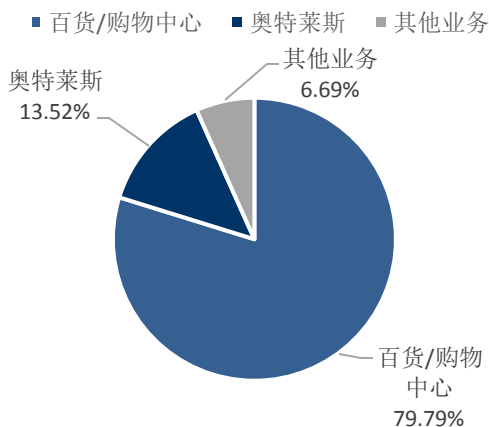
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 2: 净利润及增长率



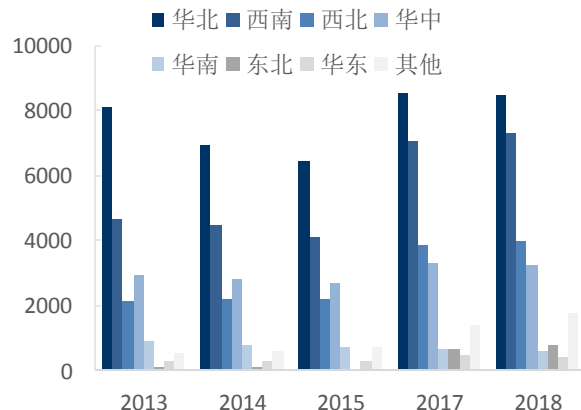
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 3: 百货/购物中心占比下降, 奥莱收入持续增长



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 4: 西南西北地区营收占比逐步扩大



资料来源: Wind、东兴证券研究所

结论:

- 公司是国内百货龙头企业, 以专业化经营管理为优势, 积极拓展新业态模式。我们预计公司19/20/21年天虹实现收入281/296/313亿, 增速5.18%/5.46%/5.78%, 同期实现归母净利12.97/14.50/16.64亿, 同比增速7.96%/11.81%/14.71%, EPS为1.67/1.87/2.41, 对应PE为10.93、9.77、8.52, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	8060	8817	9939	9956	11549	营业收入	26085	26711	28095	29630	31342
货币资金	6031	6950	7986	7930	9443	营业成本	20681	21052	22465	23527	24665
应收账款	243	282	296	312	331	营业税金及附加	265	281	281	297	314
其他应收款	240	186	196	206	218	营业费用	2859	2897	2753	2963	3134
预付款项	699	356	356	356	356	管理费用	956	983	843	889	1034
存货	769	921	982	1029	1079	财务费用	-15	-122	-17	-26	-77
其他流动资产	79	123	123	123	123	资产减值损失	1.61	20.29	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	12129	12888	11848	11858	11868	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	872	864	864	864	864	投资净收益	-18.18	6.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	4644.6	4915.3	4959.3	4969.9	4980.1	营业利润	1335	1629	1767	1976	2269
无形资产	988	957	957	957	957	营业外收入	11.54	101.34	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	1324	2005	2005	2005	2005	营业外支出	3.61	27.37	0.00	0.00	0.00
资产总计	20189	21705	21786	21814	23418	利润总额	1343	1703	1777	1986	2279
流动负债合计	7255	8757	8744	7821	8333	所得税	411	477	480	536	615
短期借款	0	0	1346	0	0	净利润	932	1226	1297	1450	1664
应付账款	2645	2409	2685	2812	2947	少数股东损益	22	25	0	0	0
预收款项	1634	1648	1872	2169	2545	归属母公司净利润	910	1201	1297	1450	1664
一年内到期的非流	539	1099	1099	1099	1099	EBITDA	2596	2755	1816	2018	2259
非流动负债合计	2145	1469	713	713	713	EPS (元)	1.94	2.57	1.67	1.87	2.14
长期借款	600	663	663	663	663	主要财务比率					
应付债券	1099	496	0	0	0						
负债合计	9400	10226	9456	8533	9045	成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	621	678	678	678	678	营业收入增长	46.59%	2.40%	5.18%	5.46%	5.78%
实收资本(或股本)	776	776	776	776	776	营业利润增长	69.35%	21.97%	8.46%	11.88%	14.79%
资本公积	4508	4959	4959	4959	4959	归属于母公司净利润	7.96%	11.81%	7.96%	11.81%	14.71%
未分配利润	3163	3548	2791	1945	974	获利能力					
归属母公司股东权	10168	10801	11623	12574	13665	毛利率(%)	20.72%	21.18%	29.36%	29.36%	29.36%
负债和所有者权	20189	21705	21786	21814	23418	净利率(%)	3.57%	4.59%	4.62%	4.89%	5.31%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	4.51%	5.54%	5.95%	6.65%	7.10%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	8.95%	11.12%	11.16%	11.53%	12.17%
经营活动现金流	2058	1522	-323	2524	2090	偿债能力					
净利润	932	1226	1297	1450	1664	资产负债率(%)	47%	47%	43%	39%	39%
折旧摊销	1275.9	1247.3	0.00	1.81	2.73	流动比率	1.11	1.01	1.14	1.27	1.39
财务费用	-15	-122	-17	-26	-77	速动比率	1.01	0.90	1.02	1.14	1.26
应收账款减少	0	0	-15	-16	-18	营运能力					
预收帐款增加	0	0	225	296	376	总资产周转率	1.37	1.28	1.29	1.36	1.39
投资活动现金流	-2474	-1180	288	-15	-16	应收账款周转率	127	102	97	97	97
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.59	10.57	11.03	10.78	10.88
长期股权投资减少	0	0	347	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-18	6	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.94	2.57	1.67	1.87	2.14
筹资活动现金流	-2270	568	395	-1820	-496	每股净现金流(最新	-3.46	1.17	0.46	0.89	2.03
应付债券增加	0	0	-496	0	0	每股净资产(最新摊	13.10	13.91	14.97	16.20	17.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	9.39	7.11	10.93	9.77	8.52
资本公积增加	-1322	450	0	0	0	P/B	1.39	1.31	1.22	1.13	1.04
现金净增加额	-2687	910	360	688	1578	EV/EBITDA	4.00	3.44	5.12	3.97	2.87

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。