

合资设立免税经营公司，试点海南岛内免税项目

——王府井（600859.SH）关于对外投资的公告点评

要点

公司与海南橡胶成立两家合资公司，发展岛内免税项目

公司于2021年1月15日与海南天然橡胶产业集团股份有限公司（以下简称“海南橡胶”）签署投资合作协议，分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司（暂定名，以下简称“免税品经营公司”）及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司（暂定名，以下简称“日用免税品经营公司”）用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。

其中免税品经营公司注册资本1亿元，王府井出资6,000万元，海南橡胶出资4,000万元；日用免税品经营公司注册资本1亿元，王府井出资4,000万元，海南橡胶出资6,000万元。

合资方实控人为海南省国资委

合资方海南橡胶控股股东为海南省农垦投资控股集团，持有海南橡胶64.35%股份，而海南橡胶实控人为海南省国资委。

两家合资公司的合作方式为：1) 免税品经营公司：王府井方负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作，该项目的管理权、运营权均由王府井负责，海南橡胶负责本地资源以及物业方面的协调。2) 日用免税品经营公司：海南橡胶负责招商、本地资源以及物业方面的协调，王府井协助海南橡胶负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作。

借助海南橡胶地方行政、资源优势，探索岛内免税业务

公司通过合资公司形式发展运营岛内免税项目，有助于将公司的零售运营优势与海南橡胶的地方行政优势、资源优势相结合，加快公司免税业务的发展。但由于岛内居民免税具体政策尚未出台，合资公司项目落地尚需取得政府相关部门批准，尚存在一定的审批风险。岛内免税作为公司首个免税项目，其探索发展有望为公司后续其他形式免税业务提供宝贵经验，建议持续关注其发展动向。

维持盈利预测，维持“买入”评级

暂不考虑免税业务对公司业绩的增厚，我们维持对公司2020-2022年全面摊薄EPS分别为0.56/1.07/1.26元的预测。公司主力店布局于华北、西南区域消费景气度较高地区，增长潜力相对较高，并受益于免税行业高景气度，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，租赁物业提租幅度超预期，门店整合速度未达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	26,711	26,789	10,267	11,501	12,195
营业收入增长率	2.40%	0.29%	-61.67%	12.01%	6.04%
净利润（百万元）	1,201	961	435	831	978
净利润增长率	32.05%	-19.98%	-54.70%	90.81%	17.65%
EPS（元）	1.55	1.24	0.56	1.07	1.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.12%	8.43%	3.77%	6.79%	7.54%
P/E	21	26	57	30	25
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-15

买入（维持）

当前价：31.95元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

分析师：孙路

执业证书编号：S0930518060005

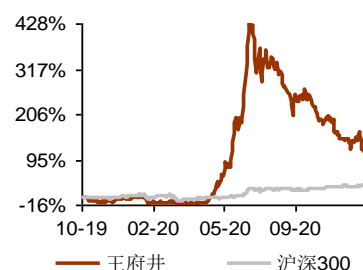
021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	7.76
总市值(亿元)	248.01
一年最低/最高(元)	11.48/79.19
近3月换手率	122.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.01	-43.52	95.20
绝对	-2.83	-29.61	126.75

资料来源：Wind

相关研报

业绩略低于预期，多地新店项目推进——王府井（600859.SH）2020年半年报点评（2020-08-31）

获得免税品经营资质，或触发龙头百货弹性行情——王府井（600859.SH）获得免税品经营资质公告点评（2020-06-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,711	26,789	10,267	11,501	12,195
营业成本	21,052	21,258	7,248	7,990	8,475
折旧和摊销	345	374	379	407	436
税金及附加	281	244	103	115	122
销售费用	2,897	2,919	1,540	1,495	1,463
管理费用	983	912	801	805	854
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-122	-1	-21	-64	-62
投资收益	6	45	45	45	45
营业利润	1,629	1,528	646	1,208	1,393
利润总额	1,703	1,445	636	1,201	1,411
所得税	477	500	191	360	423
净利润	1,226	945	445	841	988
少数股东损益	25	-16	10	10	10
归属母公司净利润	1,201	961	435	831	978
EPS(按最新股本计)	1.55	1.24	0.56	1.07	1.26

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,522	1,344	285	936	1,055
净利润	1,201	961	435	831	978
折旧摊销	345	374	379	407	436
净营运资金增加	-915	-124	-4,516	573	470
其他	891	133	3,987	-875	-828
投资活动产生现金流	-1,180	-1,438	-1,001	-805	-805
净资本支出	-1,042	-1,038	-850	-850	-850
长期投资变化	864	1,187	0	0	0
其他资产变化	-1,002	-1,587	-151	45	45
融资活动现金流	568	1,370	1,423	-168	-235
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	21	990	45	25	25
无息负债变化	805	825	610	-171	-234
净现金流	919	1,276	708	-37	15

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.2%	20.6%	29.4%	30.5%	30.5%
EBITDA 率	7.9%	8.3%	9.3%	13.1%	14.1%
EBIT 率	5.6%	5.7%	5.6%	9.6%	10.5%
税前净利润率	6.4%	5.4%	6.2%	10.4%	11.6%
归母净利润率	4.5%	3.6%	4.2%	7.2%	8.0%
ROA	5.6%	3.9%	1.8%	3.3%	3.8%
ROE (摊薄)	11.1%	8.4%	3.8%	6.8%	7.5%
经营性 ROIC	9.2%	8.8%	7.0%	11.2%	11.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	47%	50%	51%	49%	47%
流动比率	1.01	1.31	1.50	1.53	1.58
速动比率	0.90	1.19	1.39	1.40	1.44
归母权益/有息债务	4.78	3.51	3.50	3.69	3.88
有形资产/有息债务	8.40	6.61	6.76	6.87	6.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	21,705	24,106	24,911	25,473	25,999
货币资金	6,950	8,625	9,333	9,295	9,311
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	282	165	63	71	75
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	186	801	307	344	365
存货	921	1,006	848	937	995
其他流动资产	123	212	543	555	562
流动资产合计	8,817	11,080	11,186	11,304	11,416
其他权益工具	0	8	8	8	8
长期股权投资	864	1,187	1,187	1,187	1,187
固定资产	4,915	5,167	5,525	5,883	6,233
在建工程	85	45	154	236	297
无形资产	957	894	898	902	906
商誉	893	863	863	863	863
其他非流动资产	2,005	1,713	1,878	1,878	1,878
非流动资产合计	12,888	13,026	13,726	14,169	14,583
总负债	10,226	12,040	12,695	12,549	12,339
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,409	2,373	2,174	1,838	1,525
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,648	1,681	1,681	1,955	2,073
其他流动负债	1,009	1,962	1,467	1,504	1,538
流动负债合计	8,757	8,474	7,451	7,404	7,239
长期借款	663	685	710	735	760
应付债券	496	2,483	2,483	2,483	2,483
其他非流动负债	54	132	1,784	1,661	1,591
非流动负债合计	1,469	3,566	5,244	5,145	5,101
股东权益	11,479	12,066	12,217	12,924	13,659
股本	776	776	776	776	776
公积金	6,448	6,553	6,553	6,553	6,553
未分配利润	3,548	4,068	4,209	4,906	5,632
归属母公司权益	10,801	11,398	11,538	12,235	12,961
少数股东权益	678	669	679	689	699

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	10.85%	10.90%	15.00%	13.00%	12.00%
管理费用率	3.68%	3.40%	7.80%	7.00%	7.00%
财务费用率	-0.45%	0.00%	-0.21%	-0.56%	-0.51%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	28%	35%	30%	30%	30%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.47	0.38	0.17	0.33	0.38
每股经营现金流	1.96	1.73	0.37	1.21	1.36
每股净资产	13.91	14.68	14.86	15.76	16.70
每股销售收入	34.41	34.51	13.23	14.82	15.71

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	21	26	57	30	25
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.3	13.6	21.0	13.7	12.1
股息率	1.5%	1.2%	0.5%	1.0%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳