

换股合并首商股份，推动首旅集团旗下商贸产业整合

——王府井（600859.SH）换股吸收合并首商股份预案及2020年业绩预告点评

要点

公司拟以增发换股方式吸收合并首商股份

王府井称拟向首商股份（600723.SH）全体股东以发行A股方式换股吸收合并首商股份，首商股份与王府井的换股比例为1:0.3044，截至本预案签署日，首商股份总股本为6.58亿股，参照上述换股比例，王府井为本次换股吸收合并发行的股份数量合计为2亿股。

公司同时拟采用询价方式向包括首旅集团在内的不超过35名特定投资者非公开发行A股股票募集配套资金不超过40亿元。本次募集配套资金拟用于免税业务及其他项目建设、补充流动资金及偿还债务、以及支付本次交易的中介机构费用。假设本次募集配套资金的发行价格为2021年1月30日前20个交易日股票均价的80%，公司总股本将增加1.49亿股。综合考虑王府井为换股吸收发行的股份和为募集配套资金发行的股份，公司总股本共将增加3.49亿股至11.26亿股。本次换股合并及募集配套资金后，首旅集团将持有王府井33.29%股份，仍为公司控股股东（不考虑收购请求权、现金选择权影响）。

大股东履行解决同业竞争承诺，打造国内一流商业零售集团

本次换股合并方案是两家公司大股东首旅集团对其公开承诺的履行：2018年2月，首旅集团出具承诺函，承诺对王府井与首商股份之间存在的同业竞争自该承诺函出具之日起3年内提出明确可行的解决方案，5年内彻底解决。

本次通过换股合并方式实现王府井和首商股份的整合，解决了优势区域均为华北的两家公司的同业竞争隐忧之余，强化了首旅集团旗下商贸业务在全国尤其是华北地区的影响力竞争力，提升资源配置效率，释放国有资产发展潜力。王府井在公告中称将力求打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团。

公司2020年归母净利润区间为3.61至4.41亿元

公司同日发布2020年业绩快报：预计2020年归母净利润同比减少5.2至6亿元，对应2020年归母净利润区间为3.61至4.41亿元，业绩符合预期。

维持盈利预测，维持“买入”评级

考虑到换股合并首商尚需两公司股东大会及证监会批准，我们暂不考虑首商业绩对公司业绩的影响，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，免税业务推进不达预期，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2021-01-29

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@ebsecn.com

分析师：孙路

执业证书编号：S0930518060005

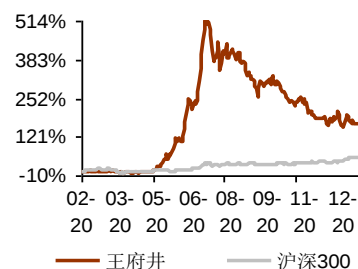
021-52523868

sunlu@ebsecn.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	111.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.59	-33.04	119.65
绝对	-1.93	-19.05	164.75

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-16）

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）

图表 1：本次交易前后王府井股东的持股情况

股东名称	本次换股吸收合并前		本次换股吸收合并后 (不考虑募集配套资金)		本次换股吸收合并后 (以募集配套资金总额上限测算)	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
首旅集团	20.83	26.83%	32.52	33.29%	36.24	32.20%
三胞南京投资	8.73	11.25%	8.73	8.94%	8.73	7.76%
京国瑞基金	5.05	6.50%	5.05	5.17%	5.05	4.48%
信升创卓	4.45	5.73%	4.45	4.55%	4.45	3.95%
成都工投	3.90	5.02%	3.90	3.99%	3.90	3.46%
其他股东	34.67	44.67%	43.03	44.05%	54.20	48.15%
总股本	77.63	100.00%	97.67	100.00%	112.57	100.00%

资料来源：公司公告

图表 2：截至 3Q2020 王府井全国门店情况

地区	经营业态	期末门店	
		门店家数	经营建筑面积 (万平方米)
华北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	11	49.4
华中地区	购物中心/百货	9	53.4
华南地区	购物中心/百货	2	5.7
西南地区	购物中心/百货	16	78.8
西北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	10	67.6
华东地区	购物中心/百货	2	14.8
东北地区	购物中心/百货/奥特莱斯	3	26.7
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	53	296.4

资料来源：公司公告

图表 3：截至 3Q2020 首商股份全国门店情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平米)	门店数量	建筑面积 (万平米)
北京	百货商场	5	13.9	4	13.1
	购物中心			2	21
	专业店			93	4.8
	折扣店 (奥特莱斯)			1	9.7
天津	专业店			8	0.18
	折扣店 (奥特莱斯)	1	8.8		
河北	专业店			16	0.3
山西	专业店			173	3.47
内蒙	专业店			164	3.24
新疆	百货商场			1	2.4
四川	百货商场			1	3.3
甘肃	百货商场			1	4.1
合计	百货商场	5	13.9	7	22.9
	购物中心	0	0	2	21
	专业店	0	0	454	11.99
	折扣店 (奥特莱斯)	1	8.8	1	9.7
	小计	6	22.7	464	65.59

资料来源：公司公告

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所载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



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



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼