

商业贸易

2018年01月12日

王府井 (600859)

——吸并交割完成，业绩趋势反转，国改预期增强

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

王府井吸并母公司于2017年12月31日完成交割。

市场数据：2018年01月11日

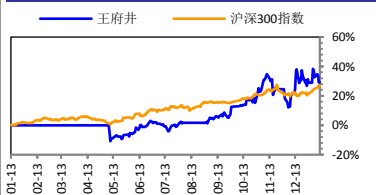
收盘价(元)	20.44
一年内最高/最低(元)	22.57/14.3
市净率	1.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6238
上证指数/深证成指	3425.35 / 11464.20

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年09月30日

每股净资产(元)	12.87
资产负债率%	48.97
总股本/流通A股(百万)	776/305
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《王府井(600859)点评：吸并母公司获核准批复，股权结构理顺扫清国改障碍》2017/12/21

《王府井(600859)点评：三季度业绩增长超预期，上调至“买入”评级》2017/10/30

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com

● 王府井吸收合并母公司王府井国际已于2017年12月31日完成交割。公司与王府井国际约定以2017年12月31日作为本次吸收合并的交割日，截止2017年12月31日，王府井东安、信升创卓、福海国盛已完成股权认购，王府井国际股权予以注销，王府井完成了资产交付及过户和各项债务的交割。

● 吸并母公司所产生的非经常性损益对公司2018年业绩没有影响。由于吸并母公司后，王府井国际2017年1-5月的投资收益将作为集团内部交易被抵销，但当期发生的1.13亿元所得税不能抵销，将对上市公司的净利润产生影响。由于交割日定为2017年12月31日，故该非经常性损益将确认于2017年，对公司2018年的业绩没有影响。

● 吸并母公司理顺股权结构，简化持股层级，扫清国改障碍。吸并母公司是王府井国际整体上市的后续步骤，通过吸收合并的方式简化王府井持股层级，实现王府井国际的股东直接持有上市公司的股份，从而进一步减少上市公司的决策层级，提升决策效率，优化治理结构，实现整体上市，为后续实施混改扫清障碍。

● 公司行业低迷期逆势展店，业态调整充分，老店改造升级，未来持续增长可期。截止三季度末，公司已在全国七大经济区域运营54家门店，其中3年以内的门店占比高达30%，新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，是公司未来业绩增长的根本动力。同时，公司不断调整老店品类布局，大力开发新资源，哈姆雷斯儿童体验店、Brookstone、小米之家等新资源陆续加盟入驻，休闲娱乐业态占比不断提高，门店客流量持续回升。

● 维持盈利预测，维持“买入”评级。不考虑合并产生的非经常性损益的影响，维持公司的盈利预测，预计2017-2019年归母净利润分别为9.6/11.7/14.2亿元，对应当前股价PE分别为16/14/11倍。公司目前PB1.6倍，18年PE只有14倍，在零售板块中估值非常便宜，参考同行业可比上市公司，我们给予公司18年20倍PE，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,795	18,770	26,449	29,193	32,240
同比增长率(%)	2.70	12.51	12.30	10.40	10.40
净利润(百万元)	575	733	961	1,168	1,421
同比增长率(%)	-13.07	32.76	32.40	21.60	21.60
每股收益(元/股)	0.74	0.94	1.24	1.51	1.83
毛利率(%)	21.4	20.9	20.6	20.8	21.2
ROE(%)	5.5	7.3	8.5	9.4	10.2
市盈率	28		16	14	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；营业收入和净利润增速均按照2016年调整后数据计算



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,277	17,328	17,795	26,449	29,193	32,240
营业收入同比增长率 (yoy)	-7.64%	-5.19%	2.70%	12.30%	10.40%	10.40%
减: 营业成本	14,485	13,615	13,990	20,997	23,119	25,420
毛利率 (%)	20.75%	21.43%	21.38%	20.60%	20.80%	21.20%
减: 营业税金及附加	181	176	198	264	292	322
主营业务利润	3,612	3,537	3,607	5,188	5,782	6,498
主营业务利润率 (%)	19.76%	20.42%	20.27%	19.62%	19.81%	20.16%
减: 销售费用	2,102	2,092	2,067	2,948	3,121	3,327
减: 管理费用	594	623	727	1,018	1,102	1,196
减: 财务费用	115	-54	21	10	6	3
经营性利润	801	877	791	1,212	1,553	1,972
经营性利润同比增长率 (yoy)	-9.73%	9.41%	-9.75%	53.21%	28.14%	26.98%
经营性利润率 (%)	4.38%	5.06%	4.45%	4.58%	5.32%	6.12%
减: 资产减值损失	13	0	0	-1	0	0
加: 投资收益及其他	168	183	-3	117	99	71
营业利润	956	1,060	789	1,331	1,651	2,043
加: 营业外净收入	-27	-124	60	50	50	50
利润总额	929	936	849	1,381	1,701	2,093
减: 所得税	293	274	283	420	533	672
净利润	636	661	566	961	1,168	1,421
少数股东损益	0	0	-9	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	636	661	575	961	1,168	1,421
净利润同比增长率 (yoy)	-8.36%	3.96%	-13.07%	32.40%	21.60%	21.60%
全面摊薄总股本	463	463	776	776	776	776
每股收益 (元)	1.38	1.43	0.89	1.24	1.51	1.83
归属于母公司所有者净利润率 (%)	3.48%	3.82%	3.23%	4.20%	4.40%	-
ROE	9.24%	8.96%	5.54%	8.50%	9.40%	10.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。