

2021年01月31日

王府井 (600859.SH)

# 拟吸收合并首商股份+定增募资，免税业务有望加速发展

■事件：1) 王府井拟换股吸收合并首商股份：公司拟以发行股份的方式，换股吸收合并首商股份，王府井为吸收合并方，首商股份为被吸收合并方。本次王府井换股价格为 33.54 元/股，首商股份换股价格为 10.21 元/股，换股比例为 0.3044:1。2) 拟非公开发行股份募资：王府井拟采用询价的方式向包括控股股东首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募资金额不超过 40 亿元，发行股份不超过王府井总股本的 20%（若以换股价格计算，则对应增发 1.19 亿股，相比现有 7.76 亿股增发 15.4% 股本）。其中，首旅集团拟认购的募资金额不超过 10 亿元。本次募集资金拟用于免税业务项目及其他项目建设、补充流动资金及偿还债务等，其中用于补充流动资金及偿还债务的比例不超过换股吸收合并首商股份交易金额的 25%（约为 16.8 亿元），或不超过本次募集配套资金总额的 50%。3) 公司发布 2020 年业绩预告：①2020 年业绩：预计全年归母净利润 3.61~4.41 亿元，同降 54%~62%（中位数为 4.01 亿元/YoY-58%）；扣非归母净利润 3.8~4.6 亿元，同降 50%~58%（中位数 4.20 亿元/YOY-54%）；②2020Q4 单拆：根据公告业绩区间倒推，20Q4 归母净利润 1.49~2.29 亿元，同增 31%~101%（中位数为 1.89 亿元/YOY+66%）；20Q4 扣非业绩 1.59~2.39 亿元，同增-7%~39%（中位数 1.99 亿元/YOY+16%），业绩符合预期。

■点评：吸收合并短中期有望发挥规模效应+增厚利润+提升整体市值，中长期在免税牌照+物业资源+首旅集团背景下，看好公司“免税+有税”增长潜力。1) 短中期：利好业绩增厚，同时发挥双方品牌及物业优势，利好零售百货业务：王府井与首商股份皆属首旅集团的商业板块，且主业均为商业零售，覆盖百货商城、购物中心、奥特莱斯等业态，经营范围同质化。此次吸收合并，解决了双方同业竞争的问题，同时有望整合双方资源，发挥规模效应，强化公司在北京乃至全国的零售业务布局，增厚业绩。以 2019 年公布的实际业绩为例，吸收合并后公司整体净利润将增厚 3.98 亿元，至 13.59 亿元，增幅+29.3%；2) 中长期：优质物业+募集资金+首旅集团背景加持，加速免税业务发展：王府井于 2020 年新获得免税经营牌照，此次合并为公司注入优质物业，有望充分运用免税牌照优势整合首商的资源，更好地发力免税业态。此外，本次公司还将部分募资用于免税项目建设，同时依托首旅集团的酒店、旅游板块集中赋能形成协同效应，进一步加速免税业务发展。3) 市值增厚：根据公告，参与本次换股的首商股份股票为 6.58 亿股，王府井为本次换股吸收合并发行的股份数量约 2 亿股，据此计算吸收合并后公司总股本将增至 9.76 亿股。此外，公司还将定增募资不超过 40 亿元，假设以停牌前 20 个交易日均价的 80%——26.84 元/股计算，则公司的在本次交易完成后，总股本预计将增至 11.257 亿股。若以公司停牌前一日的收盘价 31.95 元/股计算，则对应后续整体市值将增至 360 亿元，增幅约 45.2%。

■免税业务落于海南，拟设合资公司发展海南岛内免税。2021 年 1 月 16 日公司发布公告，拟使用自有资金，与海南橡胶合资设立合资公司（王府井/海南橡胶分别所占股份为 60%/40%），经营项目均为岛内免税项目，销售对象为海南岛内居民。本次投资设立的合资公司中，王府井主要负责项目的招商引资、免税品经营管理工作；有利于发展海南省岛内免税及日用品免税项目，符合公司战略发展，有助于将王府井的专业优势与海南橡胶的地方行政优势、资源优势相结合，加快免税业务发展。

■核心逻辑：多个免税业态稳步推进，“有税+免税”双主业下发展有望迎新机遇。

1) 有税：此次吸收合并首商股份后，双方零售商业资源有望整合，发挥规模效应，

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级 买入-A

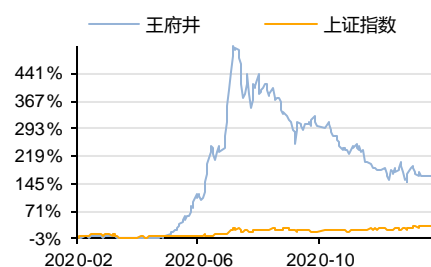
维持评级

股价 (2021-01-15) 31.95 元

## 交易数据

总市值 (百万元)	24,801.20
流通市值 (百万元)	24,801.20
总股本 (百万股)	776.25
流通股本 (百万股)	776.25

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.01	-8.02	-17.02
绝对收益			

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

## 相关报告

- 王府井：Q3 门店恢复好于预期，免税业务稳步推进/刘文正 2020-11-01
- 王府井：免税团队&新项目积进推进，百货业务环比持续恢复/刘文正 2020-08-30
- 王府井：王府井：5 亿元设立免税子公司彰显决心，公司免税版图有望多点开花！/刘文正 2020-07-08
- 王府井：王府井 40P 深度 | 共享免税增量蛋糕，全国百货龙头迎新篇章/刘文正 2020-06-10
- 王府井：19 年营收保持稳健，奥莱加速发展，大店持续扩张/刘文正 2020-04-27

公司在北京乃至全国的零售业务布局有望进一步强化，同时 2021-22 年线下零售业务复苏态势有望延续；2) 免税：根据公告，公司在 2020 年 7 月 6 日已完成免税品经营的全资子公司工商注册手续，并在全国范围内积极推进离岛免税、口岸免税和市内免税项目，并结合首都核心区建设和自贸区战略的落地，重点推进北京地区的口岸免税和市内免税项目。考虑到公司在有税业务的部分资源（物业+营销+客群+口碑等）对免税业务具备一定协同，中长期看市内店、机场和离岛等高端消费回流空间大，继续看好公司发展潜力。

■ **投资建议：买入-A 投资评级。** 预计 2020-2022 年归母净利润为 4.09 亿元/10.95 亿元/15.39 亿元，增速-58%/+168%/+41%，给予买入-A 投资评级。

■ **风险提示：市内/离岛/机场等免税业务发展不及预期、疫情影响超预期、宏观经济下行、新开店数不及预期、百货同店下滑、重组进展不及预期等。**

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	26,711.2	26,788.8	8,755.4	15,180.4	18,065.3
净利润	1,201.4	961.3	408.6	1,095.4	1,539.1
每股收益(元)	1.55	1.24	0.53	1.41	1.98
每股净资产(元)	13.91	14.68	15.05	16.03	17.40

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	20.6	25.8	60.7	22.6	16.1
市净率(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
净利润率	4.5%	3.6%	4.7%	7.2%	8.5%
净资产收益率	11.1%	8.4%	3.5%	8.8%	11.4%
股息收益率	1.5%	1.2%	0.5%	1.3%	1.9%
ROIC	48.2%	61.9%	18.1%	19.2%	49.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	26,711.2	26,788.8	8,755.4	15,180.4	18,065.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	21,052.4	21,258.3	6,041.3	9,166.3	10,696.4	营业收入增长率	2.4%	0.3%	-67.3%	73.4%	19.0%
营业税费	280.7	243.9	78.8	136.6	162.6	营业利润增长率	22.0%	-6.2%	-63.1%	174.4%	42.0%
销售费用	2,897.3	2,919.4	1,313.3	2,428.9	2,944.6	净利润增长率	32.1%	-20.0%	-57.5%	168.1%	40.5%
管理费用	983.3	911.5	893.1	2,125.3	2,348.5	EBITDA 增长率	11.1%	9.2%	-58.2%	107.4%	33.7%
财务费用	-121.5	-0.9	-94.1	-182.2	-249.8	EBIT 增长率	13.8%	9.4%	-71.0%	190.5%	42.7%
资产减值损失	20.3	-51.4	-7.4	-9.2	-11.9	NOPLAT 增长率	18.5%	-8.0%	-67.0%	190.5%	42.7%
加:公允价值变动收益	-	71.4	-	-	-	投资资本增长率	-28.4%	12.8%	173.7%	-45.1%	33.1%
投资和汇兑收益	6.1	44.5	34.0	34.0	24.5	净资产增长率	6.4%	5.1%	2.4%	6.2%	8.2%
<b>营业利润</b>	1,628.9	1,528.1	564.5	1,548.9	2,199.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	74.0	-83.2	21.5	22.2	8.0	毛利率	21.2%	20.6%	31.0%	39.6%	40.8%
<b>利润总额</b>	1,702.9	1,444.9	586.0	1,571.1	2,207.5	营业利润率	6.1%	5.7%	6.4%	10.2%	12.2%
减:所得税	476.7	499.8	175.8	471.3	662.2	净利润率	4.5%	3.6%	4.7%	7.2%	8.5%
<b>净利润</b>	1,201.4	961.3	408.6	1,095.4	1,539.1	EBITDA/营业收入	6.8%	7.5%	9.5%	11.4%	12.8%
						EBIT/营业收入	5.6%	6.1%	5.4%	9.0%	10.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	64	68	206	112	88
						流动营业资本周转天数	-71	-79	-172	-84	-79
货币资金	6,950.0	8,624.8	5,053.1	8,321.9	8,785.3	流动资产周转天数	114	134	351	184	196
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	6	10	25	9	9
应收帐款	467.7	966.0	240.0	488.2	453.1	存货周转天数	11	13	30	9	9
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	282	308	867	467	426
预付帐款	355.8	270.6	120.1	244.4	144.2	投资资本周转天数	26	23	140	92	64
存货	920.6	1,006.4	457.4	296.1	590.2	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	122.9	212.1	138.0	157.7	169.3	ROE	11.1%	8.4%	3.5%	8.8%	11.4%
可供出售金融资产	346.7	-	-	-	-	ROA	5.6%	3.9%	2.3%	5.2%	7.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	48.2%	61.9%	18.1%	19.2%	49.9%
长期股权投资	864.2	1,187.2	1,187.2	1,187.2	1,187.2	<b>费用率</b>					
投资性房地产	1,927.1	1,868.9	1,868.9	1,868.9	1,868.9	销售费用率	10.8%	10.9%	15.0%	16.0%	16.3%
固定资产	4,915.4	5,166.9	4,858.5	4,550.1	4,241.6	管理费用率	3.7%	3.4%	10.2%	14.0%	13.0%
在建工程	84.7	45.4	45.4	345.4	345.4	财务费用率	-0.5%	0.0%	-1.1%	-1.2%	-1.4%
无形资产	957.2	894.3	838.8	783.4	727.9	三费/营业收入	14.1%	14.3%	24.1%	28.8%	27.9%
其他非流动资产	3,792.5	3,863.6	3,242.5	3,084.4	2,933.7	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	21,704.9	24,106.3	18,050.0	21,327.7	21,446.9	资产负债率	47.1%	49.9%	31.6%	38.5%	33.8%
短期债务	-	-	-	-	-	负债权益比	89.1%	99.8%	46.1%	62.6%	51.1%
应付帐款	4,248.1	4,116.0	1,142.4	2,463.0	1,690.7	流动比率	1.01	1.31	1.52	1.49	1.98
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	0.90	1.19	1.40	1.44	1.87
其他流动负债	4,508.6	4,357.9	2,812.1	3,937.7	3,420.1	利息保障倍数	-12.21	-1,809.9	-5.00	-7.50	-7.80
长期借款	663.0	684.9	-	-	-	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	805.9	2,881.5	1,744.2	1,810.5	2,145.4	DPS(元)	0.47	0.38	0.16	0.43	0.61
<b>负债总额</b>	10,225.7	12,040.2	5,698.7	8,211.2	7,256.2	分红比率	30.4%	30.7%	30.6%	30.5%	30.6%
少数股东权益	678.2	668.6	670.2	674.6	680.8	股息收益率	1.5%	1.2%	0.5%	1.3%	1.9%
股本	776.3	776.3	776.3	776.3	776.3						
留存收益	9,995.6	10,621.3	10,904.9	11,665.6	12,733.6						
<b>股东权益</b>	11,479.2	12,066.1	12,351.3	13,116.5	14,190.7						

## 现金流量表

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,226.2	945.1	408.6	1,095.4	1,539.1	EPS(元)	1.55	1.24	0.53	1.41	1.98
加:折旧和摊销	626.3	697.0	363.9	363.9	363.9	BVPS(元)	13.91	14.68	15.05	16.03	17.40
资产减值准备	20.3	51.9	-	-	-	PE(X)	20.6	25.8	60.7	22.6	16.1
公允价值变动损失	-	-71.4	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
财务费用	119.7	234.9	-94.1	-182.2	-249.8	P/FCF	13.3	14.2	-6.1	7.2	31.9
投资损失	-6.1	-44.5	-34.0	-34.0	-24.5	P/S	0.9	0.9	2.8	1.6	1.4
少数股东损益	24.8	-16.2	1.6	4.4	6.2	EV/EBITDA	0.7	0.6	21.7	8.7	6.5
营运资金的变动	-271.8	620.6	-2,906.9	2,343.0	-1,119.8	CAGR(%)	-3.6%	17.8%	-23.9%	-3.6%	17.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,522.0	1,343.5	-2,261.0	3,590.4	515.0	PEG	-5.8	1.4	-2.5	-6.4	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,179.9	-1,438.2	34.0	-266.0	24.5	ROIC/WACC	3.2	4.1	1.2	1.3	3.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	568.0	1,370.0	-1,344.7	-55.6	-76.0	REP	0.3	0.2	3.0	4.3	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034