

王府井(600859.sh)

收购优质资产，大股东现金认购提升公司估值

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260208020271

非公开发行收购优质资产，大股东全额认购

本次非公开发行股票的发行对象为王府井国际和成都工投，其中成都工投以其持有的成都王府井13.51%股权作价6.25亿元认购1500万股，王府井国际以现金认购2980万股，共发行4480万股，发行价为每股41.51元，募集资金与认购资产的总额预计为185,965万元，认购股份锁定期为发行之日起36个月。

两次收购成都店少数股东权益显著增厚公司利润

公司 07 年通过增资扩股公司持有成都公司的股权比例由 70%升至 86.49%，因审批原因，到今年 10 月 28 日才完成本次增资扩股，通过本次增发公司持股比例升至 100%。从今年前 10 个月经营数据来看，成都店及其控制的太原店、昆明、重庆、兰州等门店实现营业收入 36.82 亿元，净利润 24397.71 万元，从公司前三季度报表推算，10 月份该公司的净利润为 5844 万元。随着太原店实现盈亏平衡，该公司未来将迎来新的快速增长期，我们预计该公司 2010-2012 年净利润为 3.23、3.87 和 4.46 亿元，对应的 30% 的少数股东权益为 9690 万、11610 万元和 13372 万元，增厚 2011-2012EPS 分别为 0.25 和 0.29 元。

投资建议：我们暂按非公开发行在 2011 年完成，成都店 2011 年全年并表，考虑新开店和改造店影响，保守预计 2010-2012 年 EPS 为 1.2、1.7 和 2.12 元，按大股东本次增发认购价计算，对应 2010-2012 年 PE 分别为 35 倍、24 倍和 20 倍，表明产业资本对当前行业估值的认可和对公司未来快速发展的信心。我们认为公司是国内目前管理最优秀的全国性连锁百货行业龙头，且未来仍将保持有序扩张状态，维持买入评级，考虑北辰股权，按 11 年 35 倍 PE，目标价 62 元。

风险提示：消费增速下滑，市场竞争加剧

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10,174.04	11,098.82	13,423.8	16,094.6	18,845.3
增长率(%)	13.85%	9.09%	21.0%	19.9%	17.1%
EBITDA(百万元)	682.64	784.97	1289.0	1437.6	1776.7
净利润(百万元)	344.04	384.33	502.3	787.9	978.8
增长率(%)	29.22%	11.71%	30.69%	56.87%	24.22%
每股收益(元)	0.876	0.978	1.20	1.70	2.12
市盈率	21.70	37.72	38.56	27.21	21.91
市净率	3.64	5.12	3.93	3.39	3.04
BV/EBITDA	10.58	17.17	16.69	14.35	12.45

数据来源: 北京王府井百货(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	46.37
目标价格(元)	62.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-0.51%	0.54%	27.96%
沪深 300	-9.10%	7.28%	-12.77%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

417.64/417.64

主要股东:

北京王府井国际商业发展有限公司

主要股东持股比例 47.17%

财务比率

ROE	13.58%
ROA	8.70%
资产负债率	60.28%
每股净资产(元)	7.20

2009 年报数据

非公开发行收购优质资产，大股东全额认购

本次非公开发行股票的发行为王府井国际和成都工投，其中成都工投以其持有的成都王府井13.51%股权作价6.25亿元认购1500万股，王府井国际以现金认购2980万股，共发行4480万股，发行价为每股41.51元，募集资金与认购资产的总额预计为185,965万元，认购股份锁定期为发行之日起36个月。

募集资金项目推动公司长期快速发展

两次收购成都店少数股东权益显著增厚公司利润

公司 07 年通过增资扩股公司持有成都公司的股权比例由 70%升至 86.49%，因审批原因，到今年 10 月 28 日才完成本次增资扩股，通过本次增发公司持股比例升至 100%。从今年前 10 个月经营数据来看，成都店及其控制的太原店、昆明、重庆、兰州等门店实现营业收入 36.82 亿元，净利润 24397.71 万元，从公司前三季度报表推算，10 月份该公司的净利润为 5844 万元。随着太原店实现盈亏平衡，该公司未来将迎来新的快速增长期，我们预计该公司 2010-2012 年净利润为 3.23、3.87 和 4.46 亿元，对应的 30%的少数股东权益为 9690 万、11610 万元和 13372 万元，增厚 2011-2012EPS 分别为 0.25 和 0.29 元。

新开门店和改造门店推动公司长期快速发展

除收购成都店少数股东权益外，公司本次向大股东增发募集资金主要用于新开门店和改造门店。新开门店主要为成都的同城门店和内蒙的同区域门店，以及新进入唐山和郑州市市场，新增门店建筑面积 240368 平米，开业时间分别为 2011 和 2012 年下半年。按照公司门店培育周期来看，大部分门店在第二年可实现盈亏平衡或现金流平衡。

表 1：募集资金新开和改造门店情况一览表

项目类型	项目名称	投资金额 (万元)	门店面积(平方米)	预计开业时间
新开门店	成都天府汇城广场项目	26,840	98096	2011.12
	鄂尔多斯太谷国际广场项目	6,000	58272	2011.09
	唐山新华文化广场项目	7,950	58000	2012.10
	郑州温哥华广场项目	5,490	26000	2012.12
	小计	46,280	240368	
				改造时间
门店装修改造	百货大楼西配楼翻建工程	3,137		2011
	双安商场	8,000		2011
	长沙店	4,000		2011
	重庆解放碑店	5,000		2011
	武汉店	5,000		2012
	呼和浩特店	3,000		2012
	西宁一店	3,000		2012

小计

31,137

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司门店改造均选择在淡季进行，根据公司测算，对 2011-2012 年上述门店净利润的影响数分别为 6136 万元和 548 万元，实际影响数可能远小于该幅度。同时从 2013 年开始改造门店将产生正面积积极影响，2013-2015 年分别新增净利润为 4,675、9,421 和 16,194 万元。

电子商务项目反应出公司的战略前瞻性

我们一贯认为公司具有非常强的战略前瞻性和对行业发展的预见性，在 09 年行业出现低谷时，公司是少数的进行了逆势扩张的企业，当时扩张的太原店今年已可实现盈亏平衡，未来两年将进入高速增长期。电子商务项目进一步反应出公司的战略前瞻性。公司较早意识到未来网络零售对行业发展的影响，2007 年公司确定以双安商场为试点开展电子商务试点，探索实体零售百货店开展网上零售的商业模式，并在实践中逐步总结出“虚实结合”业务体制和经营方法，并实现了电子商务销售的稳步增长。公司已经搭建了门店版网络销售平台（www.goonow.com），目前，以该平台为基础的网络销售运营管理体系在双安商场、广州王府井、长沙王府井三家门店全面试点实施。公司电子商务试点业务年均增长率达 100%。截止 2009 年底，上述三家门店电子商务全年实现销售收入 4,326.83 万元，年销售额同比增长 90.47%，总订单量 28,068 笔，平均客单价为 1,541.55 元，日均 IP 访问量约 4,800 个，日均 pv 浏览量 33,600 次。公司将利用本次非公开发行募集资金进一步完善电子商务业务模式，建设完整的电子商务运营平台，升级电子商务系统，建立智能分析和会员管理专业系统，全面推动公司电子商务业务的发展。

投资建议

我们暂按非公开发发行在 2011 年完成，成都店 2011 年全年并表，考虑新开店和改造店影响，保守预计 2010-2012 年 EPS 为 1.2、1.7 和 2.12 元，按大股东本次增发认购价计算，对应 2010-2012 年 PE 分别为 35 倍、24 倍和 20 倍，表明产业资本对当前行业估值的认可和对公司未来快速发展的信心。我们认为公司是国内目前管理最优秀的全国性连锁百货行业龙头，且未来仍将保持有序扩张状态，维持买入评级，考虑北辰股权，按 11 年 35 倍 PE，目标价 62 元。

表 2：公司门店 2007-2012 年净利润表

门店名称	开业时间	营业面积	净利润（万元）					
			2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
北京百货大楼	1955	10813	8635	8721	(2563)	4800	10000	12000
百货大楼附属楼	07 年	11736	0	(6633)	516	1516	1660	2200
王府井大厦 55%股权	08 年	25693.5						
北京双安商场	1994	40000	9177	9164	8527	9000	10000	11000
北京长安商场	1990	20000	2888	2503	2417	2500	2700	2900
北京东安市场	1903	8500	200	900	1000	1000	1200	1250
成都王府井	1999.12	50000	12985	13393	11119	18000	38700	44500
包头王府井	2002.12	23000	2320	4677	5756	5500	7500	8500
重庆王府井解放碑店	2003.12	45000	(450)	0	0	0	0	0

石家庄王府井	2003.1	0	0	0	0	0	0	0
广州王府井	1996.7	30000	3441	2282	2406	2600	3000	3200
武汉王府井	2001	35000	120	300	211	300	400	500
南宁王府井	2004.5	52000	(11388)	0	0	0	0	0
长沙王府井	2004.12	55000	1453	2180	2703	2800	4400	6500
呼和浩特王府井	2004.12	40000	(28)	232	303	500	800	1000
洛阳王府井	2004.12	40000	1224	1910	2226	2500	3300	3600
徐州王府井	2005.11	20000	0	0	0	0	0	0
重庆王府井沙坪坝店	2006.1	50000	(500)	0	0	0	0	0
乌鲁木齐王府井	2007.03	30000	(1731)	(1000)	0	0	0	0
西宁王府井	2006.1	26000	4	1641	4107	5000	6000	6500
贵阳王府井	2007	50000	(14)	0	0	0	0	0
包头王府井青山店	2007.12	23000	(200)	0	0	0	0	0
太原店	2009.06	84000	0	0	0	0	0	0
兰州店	2009.09	3000			0	0	0	0
昆明店	2009.09	30000			0	0	0	0
北京大钟寺店	2010.05	40000			0	(1000)	(800)	(200)
北京神火庙店	2010.09				0	(1000)	(500)	0
株洲店	2010				0	(1000)	(600)	(300)
其他新开及改造门店	2011		0	0	0	0	(9200)	(5500)
合计			28136	40271	42028	53016	78560	97650

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2009 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名，2007 年度今日投资最具独立见解分析师。

相关研究报告

王府井 (600859.sh) _季报点评	欧亚菲	2010-10-27
王府井 (600859.sh) _中报点评	欧亚菲	2010-08-21
王府井 (600859.sh) _公司跟踪研究报告	欧亚菲	2010-07-08

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。