

王府井 (600859.SH) 批发和零售贸易

加大自有物业比重，布局全国连锁购物中心

公司研究简报

◆公告梗概：

公司拟使用现金向郑州枫华商业管理有限公司增资，增资总额为人民币3.9亿元，枫华商业净资产为2.1亿元，增资完成后公司将持有枫华商业65%股权。枫华商业主要资产为位于郑东新区龙湖南区编号为LS1-18号宗地的国有土地使用权，用于开发郑州温哥华时代广场项目。项目建设用地40,463.04平方米，总建筑面积为212,474平方米，其中地上117,343平方米，地下95,131平方米。

◆异地拿地实力较强，自有物业比重进一步提高：

温哥华广场项目所处区域为郑州郑东新区的核心区域，项目周边未来将建设成为郑州市的商业中心、行政中心和高端住宅及商务写字楼的聚集区。公司原先于非公开发布公告中披露将以租赁形式承租温哥华时代广场部分商业面积共计26000平方米，目前改为以自筹资金购置时代广场整体65%的土地使用权，自有物业比重将进一步加大。从公司今年的发展轨迹来看，公司的发展策略侧重于加大自有物业的比重（5月份购置长沙王府井5万平的物业，8月份购置西安赛高城市广场9万平的物业）。我们认为在租金不断上涨的背景下，进一步提高自有物业比重，将有利于公司未来对租金上涨的抵御，符合公司长远发展战略。

此外，公司异地拿地的实力较强，本次土地拿地成本约为5384元/平方米¹，而时代广场商品住宅房价均价已达15000元/平方米（新浪房产数据），此前，长沙项目和西安项目每平米建筑面积的单价也仅为4257元和8757元，购买价格均较为合理，未来物业升值空间较大。

◆全国扩张，大力发展购物中心业态：

公司目前的几个储备项目，体量规模较为庞大，如成都二店约为10万平方米，西安赛高广场达9万平方米，温哥华项目总建面21万平方米，均符合Shopping Mall规划建设要求。公司未来的战略发展方向十分明确，即全国扩张，大力发展购物中心业态。我们认为百货业态向购物中心靠拢，提供一站式购物娱乐将是未来的趋势，公司未来竞争优势较大。

◆全面摊薄后目标价57.3元，维持买入评级：

我们以最新定增后股本摊薄，维持2011-2013年EPS分别为1.35\1.91\2.52元，以2010年为基期未来三年CAGR为45.8%，认为公司12个月合理价值在57.30元，对应2012年30倍PE，维持买入评级，中长期看好公司购物中心和百货全国连锁布局的策略。

◆风险分析：新门店培育期过长，规模扩张时人才管理风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	11,099	13,946	17,123	21,283	25,942
营业收入增长率	9.09%	25.66%	22.78%	24.30%	21.89%
净利润（百万元）	384	376	626	882	1,166
净利润增长率	11.71%	-2.16%	66.60%	40.82%	32.21%
EPS（元）	0.83	0.81	1.35	1.91	2.52
ROE（归属母公司）	13.58%	10.69%	10.58%	13.37%	15.58%
P/E	49	50	30	22	16

买入（维持）

当前价/目标价：41.00/57.30元

目标期限：12个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM
(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebscn.com

市场数据

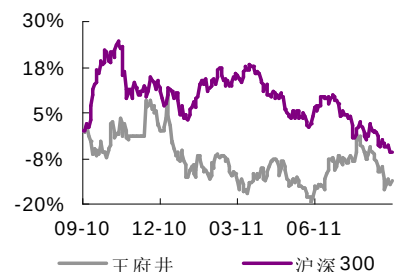
总股本(亿股)：4.18

总市值(亿元)：171.23

一年最低/最高(元)：37.28/51.99

近3月换手率：19.76%

股价表现(一年)



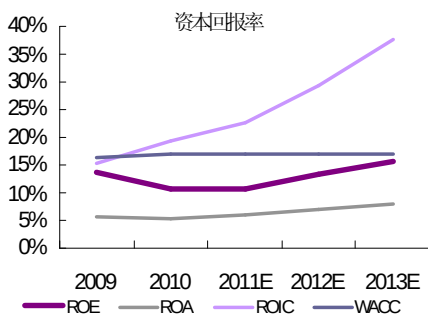
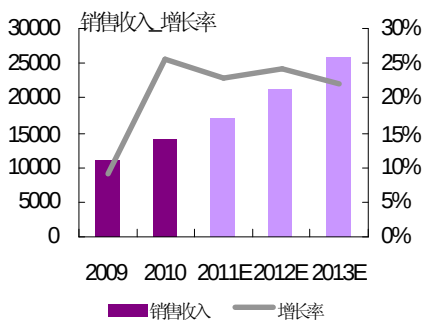
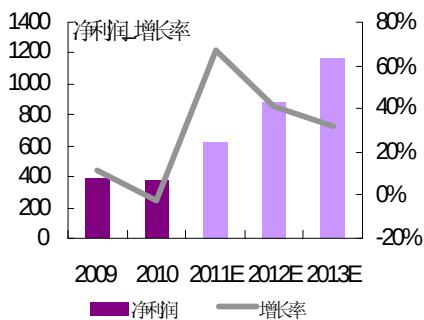
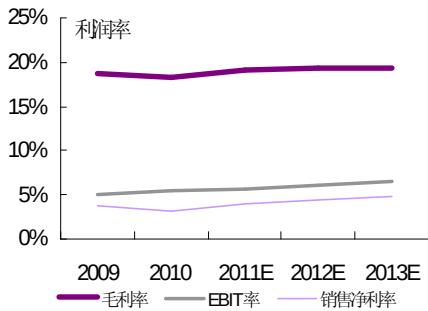
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.49	10.92	-9.28
绝对	-6.80	7.31	-12.05

相关研报

王府井：业绩符合预期，双安门店装修拖累业绩---1H2011中报点评
.....2011-08-29
王府井：定增方案尘埃落定，中西部门店再下一城---公司公告点评
.....2011-08-03
王府井：横贯中西部，受益西部大发展的全国百货---公司深度报告
.....2011-07-20

¹ 土地使用权评估价值为2.18亿，建设用地4.05万平米，2.18/4.05=5384元/平米



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,099	13,946	17,123	21,283	25,942
营业成本	9,026	11,408	13,847	17,185	20,929
折旧和摊销	268	290	185	198	211
营业税费	122	139	180	223	272
销售费用	989	1,210	1,515	1,873	2,231
管理费用	407	438	565	692	817
财务费用	68	95	92	52	35
公允价值变动损益	6	0	0	0	0
投资收益	32	-3	0	0	0
营业利润	519	653	895	1,250	1,648
利润总额	523	614	895	1,250	1,648
少数股东损益	35	62	45	55	70
归属母公司净利润	384.33	376.03	626.48	882.21	1,166.35

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,413	8,314	11,378	13,269	15,538
流动资产	2,542	3,665	6,921	8,710	10,891
货币资金	1,860	2,948	5,805	7,322	9,198
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	68	70	123	153	187
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	97	95	171	213	259
存货	305	277	476	592	724
可供出售投资	815	482	400	400	400
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	117	114	114	114	114
固定资产	2,246	2,220	2,335	2,443	2,542
无形资产	1,107	1,073	1,046	1,020	994
总负债	4,469	4,585	5,202	6,357	7,671
无息负债	3,746	4,585	5,202	6,357	7,671
有息负债	723	0	0	0	0
股东权益	2,944	3,729	6,176	6,912	7,867
股本	393	418	463	463	463
公积金	1,727	2,334	4,190	4,190	4,190
未分配利润	711	766	1,267	1,948	2,833
少数股东权益	114	211	256	311	381

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,168	1,592	1,190	2,100	2,483
净利润	384	376	626	882	1,166
折旧摊销	268	290	185	198	211
净营运资金增加	-163	-321	396	-80	-68
其他	678	1,248	-17	1,100	1,174
投资活动产生现金流	-319	-325	5	-300	-300
净资本支出	301	325	300	300	300
长期投资变化	117	114	0	0	0
其他资产变化	-737	-764	-295	-600	-600
融资活动现金流	-101	-179	1,661	-283	-307
股本变化	0	25	45	0	0
债务净变化	-67	-723	0	0	0
无息负债变化	489	839	618	1,155	1,314
净现金流	747	1,089	2,856	1,517	1,876

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.09%	25.66%	22.78%	24.30%	21.89%
净利润增长率	11.71%	-2.16%	66.60%	40.82%	32.21%
EBITDA 增长率	4.94%	27.40%	12.79%	27.89%	26.32%
EBIT 增长率	-8.16%	36.85%	31.60%	31.84%	29.32%
估值指标					
PE	49	50	30	22	16
PB	7	5	3	3	3
EV/EBITDA	20	16	14	11	8
EV/EBIT	30	22	17	12	9
EV/NOPLAT	37	31	22	16	12
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	6	6	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	18.67%	18.20%	19.13%	19.25%	19.32%
EBITDA 率	7.36%	7.46%	6.85%	7.05%	7.31%
EBIT 率	4.94%	5.38%	5.77%	6.12%	6.49%
税前净利润率	4.72%	4.40%	5.23%	5.87%	6.35%
税后净利润率 (归属母公	3.46%	2.70%	3.66%	4.15%	4.50%
ROA	5.66%	5.27%	5.90%	7.06%	7.96%
ROE (归属母公司) (摊	13.58%	10.69%	10.58%	13.37%	15.58%
经营性 ROIC	15.29%	19.49%	22.57%	29.30%	37.77%
偿债能力					
流动比率	0.70	0.82	1.35	1.38	1.43
速动比率	0.62	0.76	1.26	1.29	1.34
归属母公司权益/有息债务	3.91	-	-	-	-
有形资产/有息债务	8.25	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.83	0.81	1.35	1.91	2.52
每股红利	0.25	0.27	0.44	0.61	0.80
每股经营现金流	2.52	3.44	2.57	4.54	5.37
每股自由现金流(FCFF)	1.25	1.78	0.56	2.08	2.70
每股净资产	6.12	7.60	12.79	14.26	16.18
每股销售收入	23.98	30.14	37.00	45.99	56.06

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

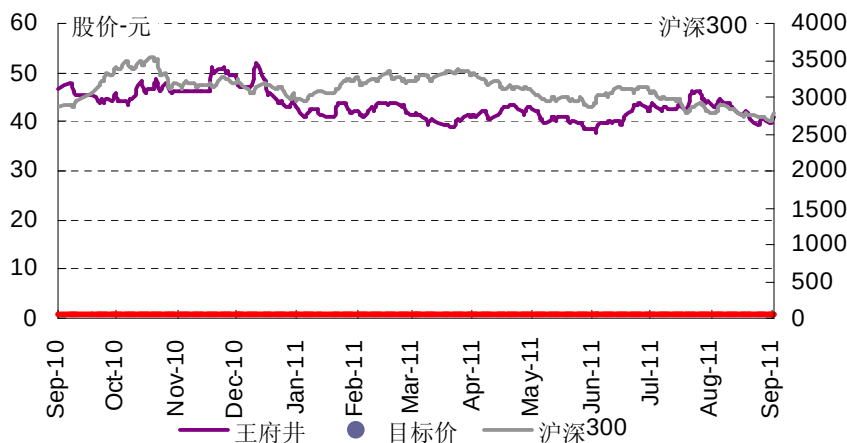
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

王府井（600859）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2009-06-16	28.01	32.40	增持
2011-02-12	43.85	56.00	买入
2011-04-05	39.99	51.10	买入
2011-05-08	43.15	50.00	买入
2011-07-20	41.96	60.00	买入
2011-08-03	43.09	0.00	买入
2011-08-29	44.26	0.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：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；证券资产管理；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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
企业客户	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
上海	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
深圳	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
富尊财富中心	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebscn.com