

评级：强烈推荐（维持）

商贸行业/零售

公司研究报告

第一创业研究所

吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

王府井（600859）

——收购郑州枫华 65% 股权，有利于夯实中原市场竞争力

事件：

公司今日公布公告，拟采用现金方式向郑州枫华商业管理有限公司增资，增资总额3.91亿元。本次增资完成后，公司将持有枫华商业65%股权，原枫华商业唯一股东—枫华（郑州）置业有限公司持有增资后枫华商业35%股权。

评论：

● 温哥华广场区位优势、便捷通达，预计2012年底前开业

- 枫华商业成立于2009年1月19日。目前该司的主要资产为无形资产—土地使用权，其已通过出让方式取得位于郑东新区龙湖南区的一块宗地，用于开发温哥华时代广场项目。该项目目前已实现场地平整，并取得相应建设用地规划放进可证。该项目建设用地4.05万平米，总建筑面积21.25万平米（其中地上11.73万平米、地下9.51万平米）
- 郑东新区是郑州市为实施中部崛起、加快城市现代化进程战略而投资开发建设的政府主导色彩强烈的新城，全区由中央CBD、龙湖地区、物流区、龙子湖高校区、科技园区和经济技术开发区六大功能组团组成。温哥华广场坐落于郑东新区农业路与众意路交叉口（离CBD仅300米），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，交通便捷辐射面广，体量规模具备持续竞争力。
- 温哥华广场将于2012年5月将物业交付给公司，预计门店装修、柜位精装修等投资5490万元，预计开业时间在2012年底前。

Figure 1 郑东新区区位情况



资料来源：郑东新区未来规划、第一创业证券研究所

Figure 2 郑东新区总体规划示意图



资料来源：郑东新区未来规划、第一创业证券研究所



Figure 3 公司资产情况

(单位: 万元)	2009年	2010年	2011年7月31日
总资产	1007.7	5846.31	6977.4
总负债	2.16	1068.67	1452.96
净资产	1005.54	4777.65	5524.44

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

Figure 4 公司盈利情况

(单位: 万元)	2009年	2010年	2011年1-7月
主营业务收入	0	0	0
利润总额	7.39	-25.39	-53.21
净利润	5.54	-27.89	-53.21

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

● **本次大比例股权收购, 有助于提升公司中原市场竞争力**

- 郑州商业成熟度高, 竞争充分。目前河南市场百货巨头林立, 例如丹尼斯、大商新码特、百盛、香港新世界、巴黎春天百货、银泰百货、万千百货、北京华联。不过, 对于公司的温哥华项目在郑东新区而言, 该区域的充分竞争尚未显现, 竞争对手也较少。
- 温哥华广场项目是公司拓展河南市场, 特别是郑州商业市场的重点项目, 有助于增强公司在中原地区的市场份额和市场控制力。本次投资完成后, 将提高公司自有物业比例, 有利于保持业绩的稳定性和未来发展的持续性。

● **维持“强烈推荐”评级**

- 公司是目前A股同行业上市公司中, 全国扩张战略实现最为成功的公司。今年内, 公司将新开3-5家店, 包括新开鄂尔多斯市王府井、成都天府汇城广场店, 并且唐山、福州、西宁等地区的新店也在筹备中; 另外, 还将对北京市百货大楼西配楼翻建, 对双安商场主楼、长沙王府井部分楼层、武汉王府井、重庆王府井解放牌店实施经营调整和装修改造。
- 预测公司2011年~2013年EPS分别为1.44元、1.77元、2.12元, 当前股价对应下的11年动态PE为28.5倍。我们认为, 公司为全国连锁百货, 快速规模扩张的同时, 其估值进一步下落的空间有限, 且虑及公司是零售板块中典型的大白马股, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示**

- 门店培育低于预期、市场竞争加剧。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13946	17433	21268	25522
收入同比(%)	25.7%	25.0%	22.0%	20.0%
归属母公司净利润	376	601	739	887
净利润同比(%)	-2.2%	60.0%	22.9%	20.0%
毛利率(%)	18.2%	18.5%	18.7%	18.7%
ROE(%)	10.7%	15.1%	16.2%	17.0%
每股收益(元)	0.90	1.44	1.77	2.12
P/E	45.54	28.47	23.16	19.30
P/B	4.87	4.29	3.76	3.28
EV/EBITDA	13	11	10	8



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3665	4961	6799	8663
现金	2948	3933	5583	7240
应收账款	70	108	123	145
其他应收款	95	126	162	184
预付账款	274	350	416	503
存货	277	440	514	588
其他流动资产	0	4	1	2
非流动资产	4649	4778	4724	4568
长期投资	114	106	112	111
固定资产	2220	2095	1949	1793
无形资产	1073	1294	1333	1396
其他非流动资产	1242	1283	1330	1268
资产总计	8314	9739	11523	13230
流动负债	4485	5078	6099	7149
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1407	1705	2126	2534
其他流动负债	3078	3373	3972	4615
非流动负债	99	341	426	289
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	99	341	426	289
负债合计	4585	5419	6525	7437
少数股东权益	211	326	440	576
股本	418	418	418	418
资本公积	1897	1897	1897	1897
留存收益	1202	1679	2244	2902
归属母公司股东权益	3518	3994	4559	5217
负债和股东权益	8314	9739	11523	13230

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1592	1290	1970	2124
净利润	438	716	853	1024
折旧摊销	290	266	280	283
财务费用	95	1	1	1
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	855	241	815	827
其他经营现金流	-88	66	21	-11
投资活动现金流	-325	-412	-208	-117
资本支出	325	0	0	0
长期投资	-5	83	55	-65
其他投资现金流	-4	-329	-152	-182
筹资活动现金流	-179	108	-113	-349
短期借款	-70	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	404	0	0	0
其他筹资现金流	-538	108	-113	-349
现金净增加额	1089	985	1649	1658

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13946	17433	21268	25522
营业成本	11408	14208	17291	20749
营业税金及附加	139	178	223	268
营业费用	1210	1534	1840	2208
管理费用	438	558	776	932
财务费用	95	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	653	955	1137	1365
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	54	0	0	0
利润总额	614	955	1137	1365
所得税	175	239	284	341
净利润	438	716	853	1024
少数股东损益	62	115	114	136
归属母公司净利润	376	601	739	887
EBITDA	1038	1222	1418	1649
EPS (元)	0.90	1.44	1.77	2.12

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	25.7%	25.0%	22.0%	20.0%
营业利润	25.9%	46.2%	19.1%	20.0%
归属于母公司净利润	-2.2%	60.0%	22.9%	20.0%
获利能力				
毛利率(%)	18.2%	18.5%	18.7%	18.7%
净利率(%)	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%
ROE(%)	10.7%	15.1%	16.2%	17.0%
ROIC(%)				
偿债能力				
资产负债率(%)	55.1%	55.6%	56.6%	56.2%
净负债比率(%)				
流动比率	0.82	0.98	1.11	1.21
速动比率	0.75	0.89	1.03	1.13
营运能力				
总资产周转率	1.77	1.93	2.00	2.06
应收账款周转率	156	154	144	149
应付账款周转率	8.98	9.13	9.03	8.91
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.44	1.77	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	3.81	3.09	4.72	5.08
每股净资产(最新摊薄)	8.42	9.56	10.92	12.49
估值比率				
P/E	45.54	28.47	23.16	19.30
P/B	4.87	4.29	3.76	3.28
EV/EBITDA	13	11	10	8

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120