

大陆与香港 — 消息快报

王府井百货非公开增发点评

刘都

2010年11月28日，王府井(600859.SS/人民币46.37, 买入)正式公告：为满足公司经营发展需要，扩大公司规模，公司正在筹划向特定对象非公开发行股票整体方案。公司拟向成都工投资产经营有限公司(以下简称“成都工投”)发行股票用于收购其持有的成都王府井百货有限责任公司(为公司之控股子公司)13.51%的股权，同时向其余不超过九名特定对象发行股票募集资金，用于公司在全国范围内新设百货门店和现有老门店装修改造等项目。

1. 增发价格和股数预测

首先如果以停牌日2010年11月20日前为基准日，公司定向增发价格不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价46.12元/股的百分之九十，即发行底价为41.51元/股，我们预计募集资金大约在20亿元左右，意味着公司可能增发4,818-5,000万股之间，意味着股本扩张11.54%-11.97%，定向增发后的总股本约为4.658-4.676亿股。

2. 募资用途

我们可以看到，公司明确提出了筹资用于向成都工投收购成都王府井百货公司13.51%股权和展店以及既有门店改造。

其中收购成都王府井百货公司少数股权权益是在公司本年度10月底完成成都王府井百货增资扩股的进一步举措。尚余14-15亿元的增发募集资金将用于新店拓展和老店改装。除了已经开业的大兴店、大钟寺hQ店，我们可以看到的还有株洲店、鄂尔多斯店、成都天府店、广州2店、唐山店、郑州店等将在未来2年内陆续开业。

王府井曾经于2007年10月24日公告过，公司与成都工投达成一致，以债转股方式对成都王府井进行增资扩股。其中公司增资28,700万元，成都工投增资3,500万元。增资完成后，成都王府井股本金变为37,200万元，其中公司持有其股权比例由40%变为82.53%，成都工投持有其股权比例由30%变为13.44%。此次增资扩股事项已于2007年8月6日经成都王府井第四届董事会临时会议讨论通过。2007年10月22日，公司第六届董事会第三次会议审议通过本次增资扩股事项。

这里值得注意的是以债转股方式对成都王府井进行增资扩股。公司曾经在 07 年 10 月 24 日公告作了解释：成都王府井成立时注册资本仅 5,000 万元人民币，但股东各方，特别是公司在其前期建设阶段对其总投资远超过其注册资本，使其目前有大量的对股东的负债。为此，本次增资扩股采用将双方债务转成股本的方式进行。

我们看到当年披露的 06 年底资产负债表中的“其他应付款”稳定于 3.28 亿元左右。我们推测其中 2.87 亿元的应付对象即为上市公司王府井百货。

所以虽然 07 年当年公司未能实现对成都王府井百货增资控股，3 年后的 2010 年 10 月底终于实现了公司对成都王府井百货股权由 70% 上升到 86.49%。

而本次通过向成都工投定向增发股权收购其持有的 13.51% 成都王府井百货的股权，实现了上市公司对成都王府井百货的 100% 全资控股，完成了多年来的夙愿。

3. 成都王府井百货盈利状况

成都王府井百货公司下辖门店包括：成都王府井、重庆王府井 2 家门店、乌鲁木齐王府井、太原王府井、昆明王府井、南宁王府井、兰州王府井以及明年即将开业的成都王府井 2 店。09 年成都王府井百货公司净利润 1.11 亿元，其中成都王府井店净利润约为 2.15 亿元，昆明王府井亏损 360 万元，太原王府井亏损 3,150 万元，兰州王府井亏损 990 万元，重庆王府井合计亏损 540 万元，乌鲁木齐王府井亏损 1,280 万元。

2010 年上半年成都王府井百货公司净利润达到 1.25 亿元，3 季度单季度少数股东损益 1,740 万元，比去年同期的 614 万元出现大幅增长，说明成都王府井百货由于太原、兰州和昆明的逐步扭亏以及成都王府井单店仍然保持销售同店增长 20% 增速而进入较快的利润增长期。我们预计成都王府井百货今年净利润将可能达到甚至超过 2.5 亿元。如果我们按照 2010 年成都王府井百货 2.5 亿元净利润计，13.51% 少数股权对应的净利润是 3,378 万元，我们估计公司可能以 16-17 倍左右 2010 年市盈率收购，成本约为 5.5 亿元左右。

对成都王府井百货公司 100%的全资控股，是公司重要的战略决策，时点的选择也非常重要。太原王府井将于 2010 年实现盈亏平衡，并将开始高速增长。而成都王府井自身在持续扩馆调整后，今年至今仍然实现了同店销售增长 20% 左右，而兰州、昆明亦将进入良性发展期，同时乌鲁木齐和南宁店可以预计将逐步摆脱艰难状态。同时明年成都 2 店(百联天府店)即将开业。在今年一举完成成都王府井百货少数股东权益收购并实现 100% 全资控股意义重大。

另外需要提醒的是，我们在计算今年的王府井业绩的时候应该计算成都王府井公司 100% 利润，而不存在任何少数股东权益。

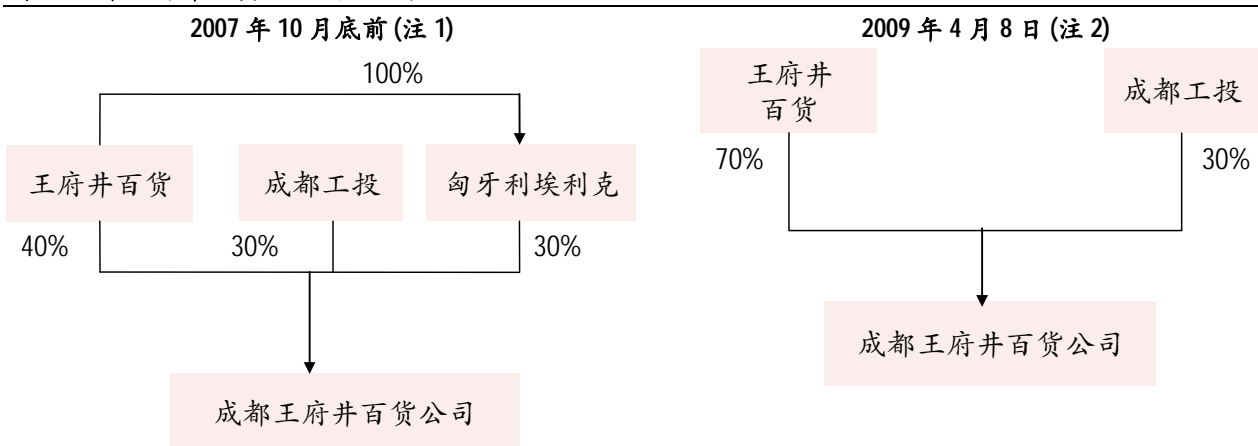
4. 总体观点

我们对公司管理层根据消费市场的变化，立足自身优势，积极尝试各种新型业态，拓展和覆盖细分市场持乐观态度，并对深具行业经验和强大执行力的管理团队带领公司加快发展充满信心。

在公司披露更详细公告前我们暂时不调整盈利预测，但是我们会在披露后上调盈利预测至 2011 年的每股 1.75 元以上。我们大致测算定向增发摊薄效应和成都王府井百货 30% 的增厚效应大体抵消。

基于我们坚持认为公司是中国最优秀的百货连锁集团之一，再次重申**买入**评级。

图 1. 成都王府井百货股权变化历程

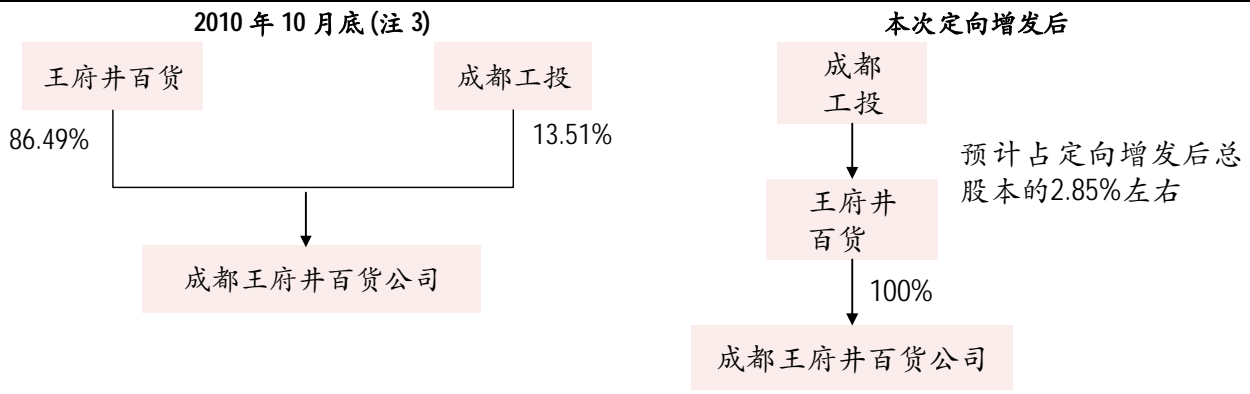


资料来源：公司公告，中银国际整理

注1：2007年8月6日经成都王府井第四届董事会临时会议讨论通过成都王府井百货增资扩股事项，2007年10月22日，公司第六届董事会第三次会议审议通过，但是终未实施。

注2：王府井百货以1,500万元的价格收购匈牙利埃利克公司(公司之全资子公司)持有的成都王府井百货有限公司(公司之控股子公司)30%的股权。收购事项于2009年4月8日完成工商变更登记。

图 1. 成都王府井百货股权变化历程 (续)



资料来源：公司公告，中银国际整理

注3：2010年10月底实施经成都王府井2007年第四届董事会临时会议讨论通过成都王府井百货增资扩股事项，与成都工投达成一致，以债转股方式对成都王府井进行增资扩股。增资完成后，其中公司持有其股权比例由70%变为86.49%，成都工投持有其股权比例由30%变为13.51%。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371