

王府井 (600859.SH)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

增发项目显股东信心，未来增长值得期待

——公司点评报告

主要事件

近日公司公布了非公开发行预案，拟以41.51元每股的价格向公司控股股东王府井国际商业发展有限公司和成都工投资产经营有限公司增发4480万股，募集现金及认购资产约为18.60亿元。其中，王府井国际以现金12.37亿出资认购2980万股，成都工投以持有的13.51%成都王府井股权作价6.23亿认购1500万股。

点评与建议

■ 大股东现金参与彰显对公司未来发展的信心

本次大股东王府井国际以12.30亿资金通过认购公司2890万股来参与定向增发，充分说明了其对于王府井未来发展的信心。根据募投计划，12.30亿元资金将主要用于新开4家门店、对7家老门店的装修改造、电子商务、信息系统升级及补充流动资金等。我们预计王府井的资金状况将会大有改善。考虑到公司目前财务费用达到6700多万，保守测算此项资金带来的财务费用节省有望超过6500万元。

■ 成都王府井将为全资子公司，对业绩有增厚作用

通过本次定向增发后，公司将实现对成都王府井的全资控股，同时，王府井国际持有上市公司股权比例也将提升至49.05%，成都工投持有上市公司股权为3.24%。其实在本次公告前，公司在今年10月底就对成都王府井进行过增资，增资后持有成都王府井86.49%得股权。我们认为成都王府井是公司非常优质的一块资产。今年前三季度实现净利润为2.35亿元，预期2010年全年净利润有望超过2.50亿元，按照本次增资完成，及此次注入的13.51%股权比例，2010年将有望增厚王府井净利润在7500万元左右。

■ 收购价格合理，对应2010年市盈率为18倍

从近两年经营情况看，2009年成都王府井实现净利润为1.10亿元，今

请务必阅读正文之后的重要声明

商业贸易-零售

评级 推荐(首次)

上次评级: 推荐

目标价格

上次预测:

当前价格

¥49.88

2010.12.09

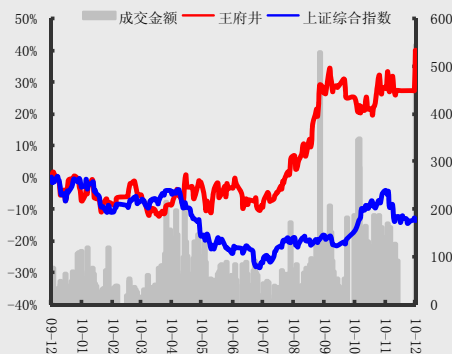
基础数据

总市值(百万元)	21,304
总股本/流通 A 股(百万股)	418/418
流通市值(百万元)	21,304
每股净资产(元)	7.20
净资产收益率(%)	11.43

交易数据

52 周内股价区间(元)	32.23-51.01
静态市盈率(倍)	55.43
动态市盈率(倍)	43.39
市销率	1.92

52 周内股价走势图



侯佳林 左红英	S0820209120023
电话	021-32229888*3509
邮箱	houjialin@ajzq.com

相关报告

年前10个月实现净利润为2.44亿元，此次定向增发作价46.088亿元，以2010年实现2.50亿净利润来计算，此次收购对应收购市盈率为18倍，相对于公司2010年动态43倍的市盈率，我们认为本次收购价格是合理的。

表1 成都子公司盈利情况(万元)

项目	2010年1-10月	2009年度
营业收入	368,238.62	329,126.15
利润总额	29,720.83	14,688.92
所有者净利润	24,397.71	11,118.71

数据来源：公司公告，爱建证券研发部

■ 异地扩张速度井然有序，老门店改造值得期待

公司是较早在国内实施百货业跨区域连锁经营策略的，自1996年在广州开设第一家连锁百货店以来，目前已在北京、成都、包头、重庆、长沙、西宁、乌鲁木齐等15城市拥有22家连锁百货店，已初步建立了领先的规模优势，并且这些门店梯度合适，使得扩张速度和盈利增长较为匹配，未来几年增长可期。而此次定向增发所投入的4个门店，则作为公司的后续储备将为王府井的持续增长打下基础。同时，我们认为本次公司7家门店改造的业绩弹性也较大。主要是由于公司老门店以前有稳定的客流，通常不用承担较长时间的培育期，如果改造成功，其投入产出比将会很高，再加上改造新增的费用都是折旧和摊销，因此公司老门店改造后的业绩也值得期待。

表2 公司近年门店扩张与储备项目情况

序号	公司门店项目	投资总额(万元)	门店归属	开业时间
1	包头王府井青山店	23000	租赁	2008
2	西宁王府井	26000	租赁	2006
3	乌鲁木齐王府井	30000	租赁	2007
4	重庆沙坪坝店	30000	租赁	2006
5	太原王府井	84000	租赁	2009
6	昆明王府井	30000	租赁	2009
7	兰州王府井	30000	租赁	2009
8	大兴王府井百货	30000	租赁	2010
9	株洲王府井	30000	租赁	2010
10	成都二店	98100	租赁	2011
12	鄂尔多斯王府井	58200	租赁	2011
13	唐山王府井	58000	租赁	2012
14	郑州王府井	26000	租赁	2012
15	北京HQ 尚客(大钟寺店)	40000	租赁	2010

资料来源：爱建证券研发部

● 给予公司推荐的投资评级

我们认为，在现阶段A股上市的零售企业中真正实施全国连锁的百货零售商为数并不多，而王府井是目前较成功的全国百货连锁零售商之一。一直以来王府井采取的都是高举高打的发展策略，虽然初始成本相对较高，但是公司在城市核心商圈树立起了品牌后，便于未来向周边地区拓展。同时，我们也看到现在公司发展策略逐渐开始注重现有区域加密及向二、三线城市拓展，以发挥区域内的门店协同和规模效应，我们看好公司的这种发展战略。未来公司在中西部省会以及地级市还存在巨大的开店空间，再加上公司在前几年在经济危机来袭、市场低迷的情况下大胆扩张，从而获取了较低成本和地段良好的优质物业，这批门店将成为公司未来几年业绩快速增长的动力。因此，在不考虑本次增发项目的情况下，我们预计公司2010-11年的每股收益分别为1.22元和1.63元。给予其“推荐”的投资评级。

表3 公司盈利预测情况(百万元)

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	8936	10174	11099	14350	18182
减: 营业成本	7270	8248	9026	11678	14795
-营业税金及附加	73	93	122	144	182
-营业费用	756	831	989	1295	1646
-管理费用	300	403	407	501	638
-财务费用	24	40	68	19	16
-资产减值损失	-3	2	7	43	7
加: 投资收益	9	-2	32	0	0
-公允价值变动损益	-1	-4	6	0	0
-其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	524	550	519	670	898
加: 其他非经营损益	-80	-40	5	8	2
利润总额	444	510	523	678	900
减: 所得税	166	138	104	176	225
净利润	278	372	420	502	675
减: 少数股东损益	11	28	35	23	29
归属母公司股东净利润	266	344	384	479	646
每股收益(元)	0.64	0.82	0.92	1.22	1.63

数据来源: WIND, 爱建证券研发部

投资评级说明

公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我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服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。