

日期: 2012 年 4 月 12 日

行业: 零售业



刘丽
021-53519888-1923

liuli@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120018

IPO 询价区间 RMB 7.43-8.91 元
上市合理估值 RMB 8.25-9.90 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 77.00
发行后总股本 (百万股) 308.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 中信建投证券

主要股东 (IPO 前)

翠微集团 (SS) 76.36%
兴源房地产 11.80%
华纺房地产 (SS) 9.92%
凯振照明 1.92%

收入结构 (11Q3)

百货 84.71%
超市 10.55%
租赁 2.43%
其他主营 0.33%
其他业务 1.97%

报告编号: LL12-NSP01

首次报告时间: 2012 年 4 月 12 日

京城区属名品商业龙头

■ 投资要点:

京城区属名品商业龙头

翠微股份是以百货零售业务为主的北京市海淀区区属商业龙头企业,是北京市著名商业品牌和大型商业企业。公司坚持成熟名品百货名店的经营定位,翠微大厦店 2008-2010 年在北京区域单店市场占有率排名均为第 1 名。目前公司已成为以百货业态为主,超市、餐饮等多种业态协同发展的大型现代化商业连锁企业。公司此次募集资金项目大成路店也已于 2011 年 12 月 30 日开业,公司门店数达到 6 家。

未来三年,公司计划再开发 3-5 家百货店,择机拓展外埠业务,力争到 2013 年北京市门店总数达到 8-10 家,单店平均经营面积超过 30,000 m²,强化公司的区域竞争优势,年销售规模突破 80 亿元。

业绩将保持持续增长

我们初步预计公司 2011-2013 年营业收入年递增分别为 24.32%、20.47% 和 19.19%; 归属于母公司的净利润将实现年递增 28.26%、27.43% 和 28.36%, 相应的稀释后每股收益为 0.43 元、0.55 元和 0.71 元。

定价结论

综合考虑百货零售业可比公司当前估值水平,我们认为给予翠微股份 2012 年 15-18 倍市盈率较为合理,对应的合理估值区间为 8.25—9.90 元; 建议以合理价值 10% 折价询价, 询价区间对应为 7.43 元—8.91 元, 对应 2010 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 21.85 倍-25.46 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,030.29	3,853.42	4,790.70	5,771.51	6,878.78
年增长率%	11.43	27.16	24.32	20.47	19.19
归属于母公司的净利润	98.48	104.14	133.57	170.20	218.47
年增长率%	-27.01	5.75	28.26	27.43	28.36
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.32	0.34	0.43	0.55	0.71

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

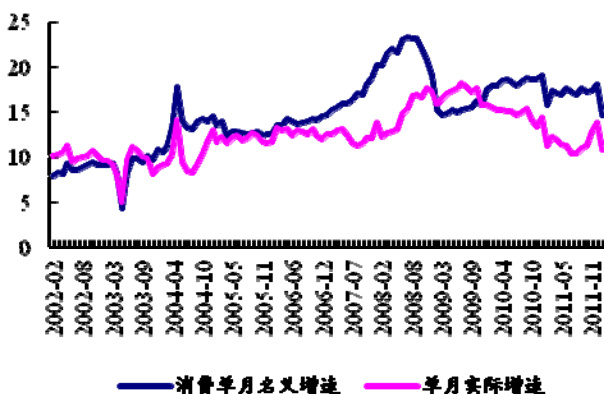
■ 公司行业背景

翠微股份是北京市最为著名的大型百货零售企业之一，目前已成为以百货业态为主，超市和餐饮等多种业态协同发展的大型现代化商业连锁企业。

零售业态种类繁多，百货店是历史最悠久的零售业态之一。在我国，百货店当前仍是零售业态的核心组成部分，并且有综合化、专业化、连锁经营、区域性扩张的发展趋势。同时，我国百货零售业的产业集中度正在逐年提升，但相对于发达国家的市场结构，仍然处于较低水平，存在较大的扩张空间。中国的百货零售行业在 2003 年复苏之后，随着行业景气度的提高，利润水平不断上升。我国百货零售业增长的动力除了消费的景气之外，还在于其行业发展符合消费升级的方向。

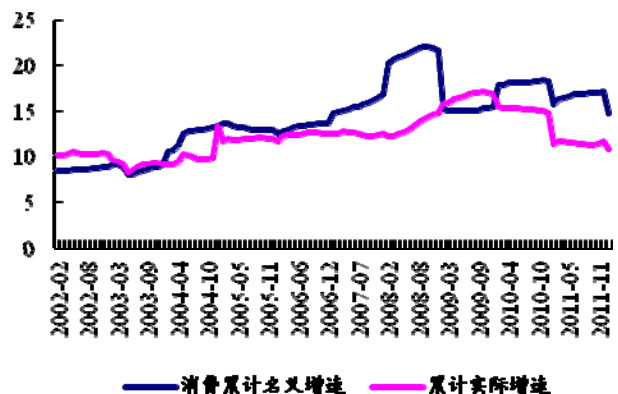
在国内经济持续增长、居民收入逐步提高的推动下，国内社会消费品零售总额从 2001 年的 4.3 万亿元增至 2010 年的 15.5 万亿元，年复合增长率为 15.3%。2011 年全年，国内实现社会消费品零售总额 181,226 亿元，同比增长 17.10%，扣除价格因素实际增长 11.63%。在即将出炉的内贸十二五规划中，也将明确未来五年全国社会消费品零售总额翻番的目标，以此计算，十二五期间国内消费仍将以 15% 左右的年复合增长率增长。国内消费的平稳较快增长为百货零售业提供了广阔的发展空间。

图 1 社会消费品零售总额单月增速（2002-2011Y）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所
注：每年 1-2 月合计计算以避开春节因素

图 2 社会消费品零售总额累计增速（2002-2011Y）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所
注：每年 1-2 月合计计算以避开春节因素

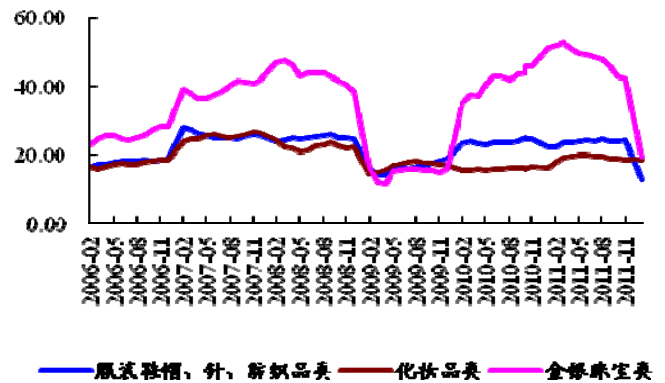
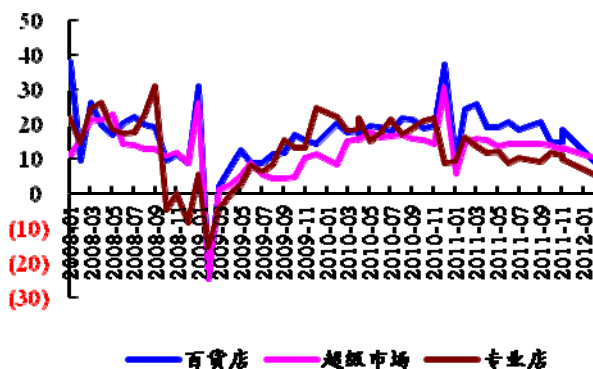
与早年大而全的传统百货商店不同的是，如今的百货店已转向时尚百货经营，顺应消费结构升级，从而成为时尚消费、个性消费、奢侈品消费等的代言者；所经营的商品也主要集中在品牌服装、化妆品与配饰等品类上。目前国内百货经营大多采用的是风险较小的联营扣

点形式，这种经营模式下毛利率表现稳定，企业自营商品少，相应的库存也少，经营风险较小。

从商务部监测的千家核心商业企业数据看，百货业态是近年来销售增速表现最为稳定的业态，且保持良好增速；限额以上批发零售业分类别商品增速中，百货业态相关的服装鞋帽、化妆品等商品的销售也维持稳定、快速的增长态势。

图 3 商务部监测千家核心商企零售指数（分业态，2008-2011）

图 4 限额以上百货业相关商品类别累计增速（2002-2011Y）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

■ 行业竞争结构及公司的地位

国内百货零售业行业集中度仍处于较低水平，市场竞争较为激烈。以中国百货商业协会销售排名前 5 和前 10 企业 2009 年和 2010 年销售收入合计分别除以社会消费品零售总额计算得到国内百货零售行业 CR5 和 CR10。2009 年，国内百货零售行业 CR5 为 1.19%，CR10 为 1.72%，2010 年 CR5 为 1.15%，CR10 为 1.67。从国内百货零售业实际经营情况看，不同层次细分市场的竞争程度不同：传统的大众百货门槛低，整体处于完全竞争市场；高端百货、时尚百货和名品百货由于管理和经营门槛较高，相对而言竞争略微宽松。

在国内，由于各地区经济发展阶段和居民收入、消费水平存在很大的差异，零售行业的发展也处于不同的阶段。由于中国地域广阔，以及分销体系的区域市场分割，在全国范围内的扩张相对复杂和成功率不高，大部分的零售企业在扩张时，多采用区域为王的策略，在区域内保持相对强势。

根据中国百货商业协会的统计，2009 年和 2010 年，翠微股份在国内百货零售行业市场占有率排名中分别位居第 35 位和第 32 位，市场排名不断提升。根据北京商业信息咨询中心的数据，2008、2009、2010 年和 2011 年 1-9 月，公司在所处的北京区域市场占有率排名均

为第 3 名。另据中华全国商业信息中心的数据测算，2008、2009 及 2010 年度，公司翠微大厦店北京区域单店市场占有率排名均为第 1 名。（上述北京区域市场数据剔除了主要从事金银珠宝经营的北京菜市口百货股份有限公司。）

■ 公司竞争优势

——品牌与规模优势

翠微股份自成立之初即坚持走高档精品百货店发展之路，从经营翠微大厦店起步确立了京西百货精品店的位置，并以此为依托，先后开办了牡丹园店、龙德店、翠微广场购物中心及清河店，成为以百货业态为主，超市、餐饮等多种业态协同发展的大型现代化商业连锁企业。公司品牌形象及市场影响力逐步提升，成立至今先后获得 500 余项荣誉及奖项，有助于公司获得供应商、顾客及其他合作方的信任，为公司的经营和发展提供良好的支撑。

——管理模式优势

公司以市场为导向，以经营为中心，以提高运营效率为前提，提出了“一强五新六统一”的管理模式（即对经营的控制力强，制度新、理念新、方法新、手段新、体制新，统一进货、统一配送、统一布局、统一形象、统一收银、统一管理），在品牌引进、合同履行、质量控制、价格管理、顾客服务等方面拥有管理优势。

——品牌供应商集合能力优势

公司倡导“互相尊重、诚信经营、以德兴商、互惠双赢”的供应商合作理念，通过多年的努力，与供应商建立了良好的合作关系，拥有强大的品牌集合能力和稳定的供应商渠道。截至 2011 年 9 月 30 日，公司共计与 1,029 个品牌供应商建立了合作关系，共经营 2,580 个国内外品牌，是目前北京区域高端及奢侈品牌较为齐全，品牌结构较为合理的百货零售商。

——“家人式”服务理念优势

公司坚持推行“家人式”服务理念，并在此基础上推出“零环节、零距离、零风险、零遗憾”的四零服务标准，拥有提升顾客满意度和忠诚度的服务优势。公司在消费者中赢得了良好的口碑，截至 2011 年 9 月 30 日，公司的会员数已达到 83.83 万人。重要客户数量的不断增加，有利于公司销售规模和盈利能力的持续增长。

——企业文化及管理团队优势

公司已形成了包括总体战略、企业精神、企业使命、质量方针、价值观念、服务铭等在内的完整的企业文化。公司的管理团队均具有百货经营的实战经验，具有丰富的行业知识和业务能力，同时拥有成熟的管理技能和营运经验。

■ 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

翠微股份系由翠微国资作为主发起人，并联合职工持股会、华纺房地产、中迅龙臣投资、凯振照明、方达设备及伊飞园艺等其他 6 家单位共同发起设立的股份有限公司。翠微国资以翠微大厦房产的一层全部和三层部分共计 7,765.6 m² 房产及部分现金出资，其余 6 家单位全部以现金出资。公司设立时总股本为 15,000 万股，其中翠微国资持股比例为 47.16%，职工持股会、华纺房地产、中迅龙臣投资、凯振照明、方达设备及伊飞园艺持股比例分别为 29.20%、9.92%、4.00%、1.92%、1.92% 和 5.88%；公司于 2003 年 1 月召开创立大会并完成注册登记。

公司设立后，经历数次股权变更：伊飞园艺于 2006 年 10 月 10 日将其持有的翠微股份 882 万股转让予创景置业，中迅龙臣电梯（2004 年中迅龙臣更名）及方达设备于 2008 年 4 月 10 日分别将其持有翠微股份的 600 万股及 288 万股转让予创景置业。2009 年 1 月，翠微国资将其所持股份无偿划转至翠微集团。2009 年 3 月，创景置业将其所持股份转让予兴源房地产。2009 年 11 月，职工持股会将其所持股份转让予翠微集团，从而形成翠微集团、兴源房地产、华纺房地产及凯振照明分别持股 76.36%、11.80%、9.92% 和 1.92% 的股权结构。2011 年 9 月，翠微股份股东对其进行同比例增资，公司股本增至 23,100 万股，各股东持股比例不变。

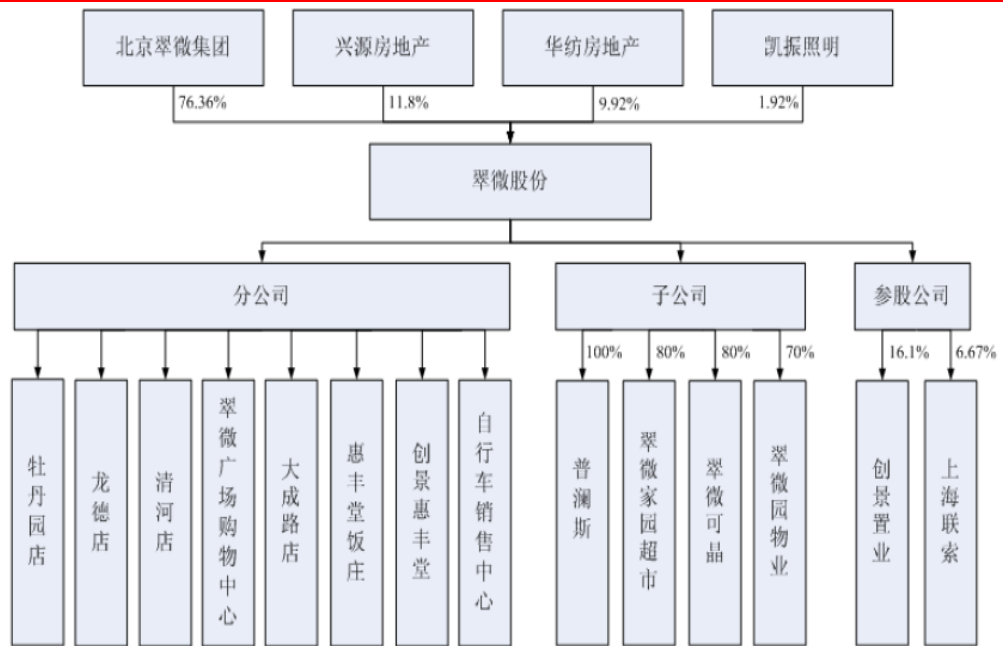
公司的控股股东及实际控制人为翠微集团。翠微集团成立于 1997 年 3 月，为北京市海淀区国资委直接监管的一级企业，主营业务为股权投资和投资管理，拥有的资产主要为翠微股份 76.36% 的股权。

表 1 翠微股份发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
翠微集团（SS）	17,639.16	76.36%	16,957.69	55.06%
兴源房地产	2,725.80	11.80%	2,725.80	8.85%
华纺房地产（SS）	2,291.52	9.92%	2,202.99	7.15%
凯振照明	443.52	1.92%	443.52	1.44%
社保基金会	-	-	7,700.00	2.50%
社会公众股（A 股）	-	-	7,700.00	25.00%
合计	23,100.00	100.00%	30,800.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书

图 5 翠微股份发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入利润结构

翠微股份是以百货零售业务为主的北京市海淀区区属商业龙头企业，是北京市著名商业品牌和大型商业企业。公司坚持成熟名品百货名店的经营定位，在做精翠微大厦店的基础上，又先后开发了牡丹园店、龙德店、翠微广场购物中心和清河店等 4 家门店，每家门店均搭配有超市和餐饮经营，2009 年底开办的翠微广场是公司的第一个购物中心，填补了公司在购物中心这一经营领域的空白。目前，公司已成为以百货业态为主，超市、餐饮等多种业态协同发展的大型现代化商业连锁企业。公司此次募集资金项目大成路店也已于 2011 年 12 月 30 日开业，公司门店数达到 6 家。

表 2 翠微股份门店概况（面积单位：m²）

门店	开业时间	定位	建筑面	经营面	百货面	超市面	自有面
翠微大厦店	1997 年	中高档百货	80,361	42,362	39,736	2,626	53,616
牡丹园店	2003 年 12 月	中高档百货	33,092	21,603	19,153	2,450	租赁
龙德店	2007 年 12 月	中高档百货	39,308	20,070	19,790	280	租赁
翠微广场购物中心	2009 年 12 月试营业；2010 年 6 月底正式营业	高档购物中心	36,983	22,308	21,176	1,132	租赁
清河店	2010 年 1 月底	中高档百货	33,560	20,070	18,009	2,061	租赁
大成路店	2011 年 12 月 30 日	中高档百货	42,675	-	-	-	40,435

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

图 6 翠微股份近三年一期营业收入和净利润增长

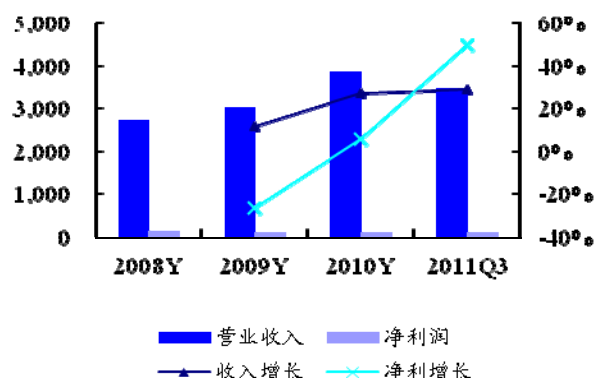
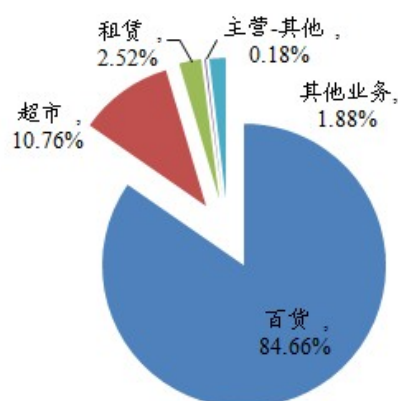


图 7 翠微股份营业收入结构 (2010Y)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

未来三年, 公司计划再开发 3-5 家百货店, 择机拓展外埠业务, 力争到 2013 年北京市门店总数达到 8-10 家, 单店平均经营面积超过 30,000 m², 强化公司的区域竞争优势, 年销售规模突破 80 亿元。

■ 募资项目

公司本次拟公开发行 7,700 万股, 占发行后总股本的 25%, 募集资金将投向翠微百货大成路店项目和信息化系统升级改造项目。两个项目合计投资总额为 83,061.02 万元, 拟使用募集资金 82,061.02 万元。

表 3 翠微股份 IPO 募投项目概况 (单位: 万元)

	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	翠微百货大成路店项目	78,140.83	77,140.83
2	信息化系统升级改造项目	4,920.19	4,920.19
合 计		83,061.02	82,061.02

资料来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

翠微百货大成路店项目

大成路店项目选址位于北京市丰台区青塔二期居住区中部, 为该区域交通枢纽, 定位于适度超前、引领区域消费的中高档百货店, 采用以百货为主, 超市、餐饮等为补充的组合业态模式。项目总投资 78,140.83 万元, 其中用于购置物业 66,636.88 万元 (含契税), 装修工程及费用 7,098.95 万元, 购置设备及设施 1,285.00 万元, 无形资产投资 120.00 万元, 铺底流动资金 3,000.00 万元, 拟使用募集资金 77,140.83 万元。项目标的房产占地面积 12,400m², 总建筑面积 48,900m², 其中地上 5 层, 建筑面积 33,600m², 地下 2 层, 建筑面积 15,300m²。标的房产地下一层、地下二层停车场由项目开发商无偿提供给公司使用, 其余建筑面积 40,435m², 由公司向开发商购买。

翠微百货大成路店已于 2011 年 12 月 30 日开业。据招股书项目测算，该项目所得税后静态回收期 8.49 年，内部收益率 11.79%。

信息化系统升级改造项目

该项目的的主要内容是，在现有信息化系统的基础上，进行 ERP 系统、CRM 系统、BI 系统、布局管理系统的升级改造，以及 OA 系统开发。项目总投资 4,920.10 万元，包括购买软件使用权、信息系统电子设备以及相关系统安装工程等。项目本身不直接产生经济效益，主要为公司持续发展提供信息化支撑。

■ 财务状况和盈利预测

公司营业收入和净利润总体保持增长

翠微股份 2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月分别实现营业收入为 27.19 亿元、30.30 亿元、38.53 亿元和 34.58 亿元，2009 年、2010 年及 2011 年 1-9 月同比增长率分别为 11.43%、27.16%和 28.93%；2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月分别实现归属于母公司所有者的净利润 1.35 亿元、0.98 亿元、1.04 亿元和 1.09 亿元，2009 年、2010 年及 2011 年 1-9 月同比增长率分别为-27.01%、5.75%、49.58%。2009 年公司净利润出现大幅下降，其原因在于国际金融危机影响的营收增长较为缓慢以及翠微广场购物中心试营业租金支出的大幅增加。2011 年由于新开门店的营收增长较快以及黄金珠宝商品的销售大幅增长，公司总体营业收入和净利润实现了较快增长。其中，在公司主营业务收入中占比较大的两类业务：百货业务营业收入近两年一期的同比增长率分别为 11.66%、26.23%和 31.30%；超市业务营业收入近两年一期的同比增长率分别为 9.74%、14.65%和 14.21%。

公司综合毛利率略降，净利率基本稳定

2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月，公司综合毛利率分别为 20.70%、20.36%、19.84%和 18.55%，呈现略降的趋势。公司主要的百货业务毛利率与综合毛利率呈现同样的趋势，2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月分别为 21.05%、20.68%、20.35%和 18.54%，2011 年前三季度下降较多，主要原因在于毛利率低（7-8%）的黄金珠宝销售收入增长较快。公司另一项主要业务——超市业务的毛利率 2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月分别为 14.04%、13.59%、14.61%和 16.13%，基本保持稳中有升。由于 2010 年翠微广场购物中心开始正式营业，公司租赁业务发生较为明显变化；目前该购物中心处于培育期，造成租赁业务毛利率下降，整体仍处于亏损状态。2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月，公司净利率分别为 4.96%、3.25%、2.70%和 3.16%。毛利率的下降以及期间费用率的提升造成公司净利率在 2009 年和

2010 年出现下滑；虽然 2011 年前三季度公司综合毛利率下滑较为明显，但是由于同期公司期间费用率下降，以及投资收益的增加，公司净利率有所提升。

图 8 翠微股份分部毛利率变化情况 (2008-2011Y)

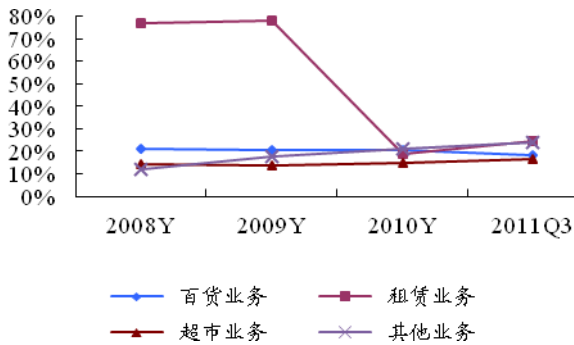
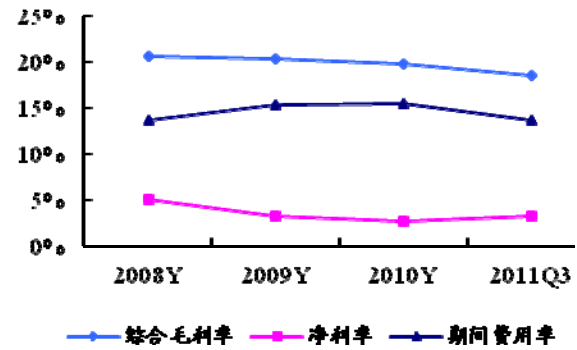


图 9 翠微股份盈利能力变化情况 (2008-2011Y)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

资产周转能力符合行业特性

2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月,公司应收账款周转率分别为 551.73 次、432.42 次、219.82 次和 127.14 次,虽低于行业平均水平,但本身处于较高水平,与百货行业多为现金结算模式、不存在大量应收账款的行业特性一致。2008 年-2010 年以及 2011 年 1-9 月公司存货周转率分别为 38.87 次、37.93 次、37.55 次和 26.50 次,高于行业平均水平;公司存货周转率较高,也与百货业多采取联营模式经营、存货少的行业特性相关。

表 4 翠微股份应收账款周转率和存货周转率 (2008Y-2011Q3)

应收账款周转率	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
翠微股份	551.73	432.42	219.82	127.14
同行业上市公司平均	422.94	332.78	565.24	-
存货周转率	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
翠微股份	38.87	37.93	37.55	26.50
同行业上市公司平均	18.42	19.46	18.03	-

资料来源: 公司招股意向书

业绩预测

我们基于如下假设对公司业绩进行预测: (1) 公司原有门店保持内生性增长; (2) 2012 年大河路店营业, 2013 年新开一家门店; (3) 期间费用率基本保持稳定。我们初步预计公司 2011-2013 年营业收入年递增分别为 24.32%、20.47%和 19.19%; 归属于母公司的净利润将实现年递增 28.26%、27.43%和 28.36%, 相应的稀释后每股收

益为 0.43 元、0.55 元和 0.71 元。

表 5 翠微股份损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
营业收入	303,028.54	385,341.96	479,069.99	577,150.72	687,878.43
营业成本	241,338.33	308,883.94	390,167.67	468,845.83	558,869.18
营业税金及附加	2,632.42	3,763.89	4,694.89	5,656.08	6,741.21
销售费用	42,193.42	47,506.68	53,315.90	64,244.91	75,079.77
管理费用	5,979.92	12,060.12	12,455.82	13,851.62	15,821.20
财务费用	-1,756.03	9.61	1,293.49	1,558.31	1,857.27
投资收益	847.45	65.43	1,000.00	100.00	100.00
营业利润	13,487.93	13,183.14	18,142.23	23,093.99	29,609.80
营业外收入	60.62	956.62	0.00	0.00	0.00
营业外支出	42.52	88.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	13,506.03	14,051.03	18,142.23	23,093.99	29,609.80
所得税费用	3,385.83	3,544.13	4,535.56	5,773.50	7,402.45
净利润	10,120.20	10,506.90	13,606.67	17,320.49	22,207.35
少数股东损益	272.38	92.85	250.00	300.00	360.00
归属于母公司所有者的净利润	9,847.83	10,414.05	13,356.67	17,020.49	21,847.35
摊薄 EPS（元）	0.32	0.34	0.43	0.55	0.71

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

■ 风险因素

宏观经济周期波动风险

目前，国际及国内宏观经济仍处于复苏时期，存在一定的不确定性，若国内宏观经济出现下滑，将会影响到消费者收入水平、购买力及消费信心，可能将对公司的经营业绩造成不利影响。

市场竞争风险

百货零售业行业集中度低，竞争较为充分。与公司构成直接竞争的是北京地区的大型百货店和超市，同时，也面临专卖店、网上购物及其他零售商的间接竞争。随着零售业多元化发展，购物中心、奥特莱斯、电子商务等新业态纷纷出现并高速增长，传统的零售企业面临更多的挑战。

成本上升风险

在经济增长转型、优质商业网点资源日益稀缺以及人口红利减弱的背景下，人工及租金等经营成本的提升将是一个长期的过程，削弱企业盈利能力。

新开门店培育风险

通常情况下，新开的百货门店有 2-3 年的培育期，在此期间，百货门店可能处于亏损较大的状态。新开门店具有一定的建设期及培育期，短期内可能会对公司的经营业绩造成一定的不利影响。

■ 估值及定价分析

同行业可比上市公司估值比较

目前 A 股 31 家百货零售类上市公司 2011 年、2012 年、2013 年的动态市盈率均值分别为 24.64 倍、17.16 倍和 12.75 倍，估值处于历史较低水平。

600828.SH	成商集团	8.46	0.38	0.45	0.53	0.81	22.37	18.96	15.88	10.43
600858.SH	银座股份	20.46	0.38	0.40	0.80	1.11	53.30	51.11	25.69	18.40
表 6 百货零售类可比上市公司估值情况										
600859.SH	王府井	29.86	0.90	1.26	1.71	2.36	33.16	23.72	17.47	12.65
600855.SH	百大集团	6.12	0.21	0.21	0.37	0.41	29.39	29.24	16.57	14.95
百货零售类均值			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
			0.50	0.60	0.80	1.09	32.79	24.64	17.16	12.75
000417.SZ	合肥百货	14.80	0.60	0.97	0.90	1.17	24.85	15.25	16.39	12.63
000419.SZ	通程控股	5.70	0.30	0.30	0.40	0.54	18.99	19.24	14.16	10.64
000501.SZ	鄂武商 A	15.39	0.58	0.69	0.92	1.27	26.60	22.29	16.67	12.10
000516.SZ	开元投资	4.89	0.21	0.18	0.30	0.38	22.91	27.41	16.17	12.78
000564.SZ	西安民生	5.64	0.20	0.23	0.24	0.32	28.89	24.65	23.46	17.50
000715.SZ	中兴商业	7.64	0.24	0.45	0.54	0.73	32.10	17.16	14.06	10.43
000785.SZ	武汉中商	7.80	0.27	0.32	0.38	0.57	28.95	24.05	20.67	13.74
000987.SZ	广州友谊	15.52	0.91	1.02	1.22	1.60	17.03	15.18	12.70	9.69
002187.SZ	广百股份	11.76	1.03	0.75	0.88	1.08	11.42	15.71	13.41	10.89
002277.SZ	友阿股份	15.29	0.62	0.83	1.04	1.56	24.70	18.38	14.73	9.80
002419.SZ	天虹商场	16.48	1.21	0.72	0.95	1.36	13.60	22.98	17.43	12.13
002561.SZ	徐家汇	10.89	0.56	0.61	0.65	0.73	19.39	17.78	16.81	14.97
600280.SH	南京中商	29.79	0.32	0.86	1.47	2.06	91.69	34.71	20.22	14.44
600327.SH	大东方	6.99	0.43	0.40	0.51	0.73	16.26	17.60	13.62	9.51
600628.SH	新世界	7.23	0.37	0.38	0.43	0.54	19.36	19.07	16.86	13.27
600655.SH	豫园商城	8.55	0.47	0.59	0.71	0.86	18.27	14.37	12.09	9.91
600682.SH	南京新百	8.76	0.20	0.23	0.44	0.85	43.28	37.65	19.91	10.33
600693.SH	东百集团	7.44	0.29	0.54	0.44	0.61	25.31	13.86	16.98	12.27
600694.SH	大商股份	30.34	0.41	0.93	1.61	2.43	73.18	32.53	18.81	12.46
600697.SH	欧亚集团	23.30	0.83	1.03	1.37	1.81	28.10	22.51	16.98	12.84
600712.SH	南宁百货	7.71	0.37	0.17	0.32	0.43	20.57	44.98	24.08	17.86
600723.SH	首商股份	9.22	0.10	0.53	0.66	0.85	95.05	17.56	13.89	10.86
600729.SH	重庆百货	29.17	1.41	1.62	1.98	2.93	20.64	18.00	14.74	9.96
600774.SH	汉商集团	5.92	0.08	0.09	0.26	0.32	78.00	66.00	22.96	18.45
600778.SH	友好集团	10.47	0.34	0.51	0.85	1.05	31.03	20.59	12.35	9.98
600785.SH	新华百货	19.93	1.04	1.22	1.50	1.97	19.21	16.38	13.30	10.09
600814.SH	杭州解百	6.55	0.23	0.26	0.29	0.34	28.93	24.91	22.87	19.36

公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑百货零售业可比公司当前估值水平，我们认为给予翠微股份 2012 年 15-18 倍市盈率较为合理，对应的合理估值区间为 8.25—9.90 元；建议以合理价值 10%折价询价，询价区间对应为 7.43 元—8.91 元，对应 2010 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 21.85 倍-25.46 倍。

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。