



## 目 录

公司经营分析 .....	3
公司简介 .....	3
公司主要门店分析 .....	4
盈利预测及估值 .....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 翠微股份营业收入变化 (百万元) .....	3
图 2: 翠微股份净利润变化 (百万元) .....	3
图 3: 翠微股份分业态收入占比 .....	3
图 4: 翠微股份分品类收入占比 (不含翠微广场店) .....	3
图 5: 翠微大厦店收入 (百万元) 及毛利率 .....	5
图 6: 翠微大厦店分品类收入占比 .....	5
图 7: 牡丹园店收入 (百万元) 及毛利率 .....	6
图 8: 牡丹园店分品类收入占比 .....	6
图 9: 龙德店收入 (百万元) 及毛利率 .....	7
图 10: 龙德店分品类收入占比 .....	7
图 11: 清河店收入 (百万元) 及毛利率 .....	7
图 12: 清河店分品类收入占比 .....	7
图 13: 翠微股份门店收入预测 (百万元) .....	8
图 14: 翠微股份门店净利润预测 (百万元) .....	8
表格 1: 翠微股份门店基本情况 .....	4
表格 2: 翠微大厦店历史沿革 .....	4
表格 3: 翠微广场购物中心收入及毛利率变化 .....	5
表格 4: 大成路店项目投资明细 (百万元, 募投项目之一) .....	6

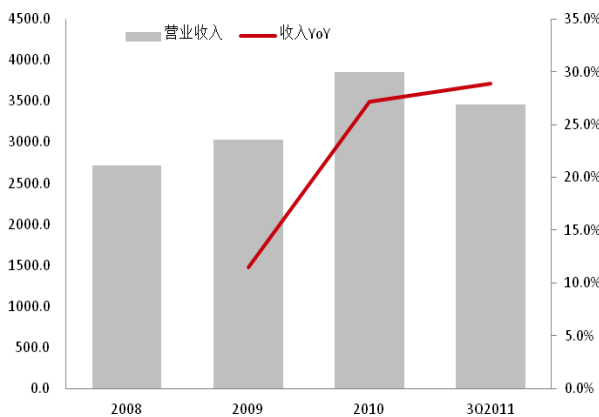
## 公司经营分析

### 公司简介

翠微股份是一家以中高端百货业经营为主，超市、餐饮等多业态协同发展的区域零售企业。公司以翠微大厦店起步，确立了京西百货精品店的地位，并先后开设牡丹园店、龙德店、翠微广场店及清河店，实现了从单体百货向区域连锁的转型。截至 2011 年 9 月底，公司拥有会员 83.8 万人（2011 年会员消费占总收入比高达 66%），发卡占比高（预收账款占收入比 24%，远超行业平均水平）。

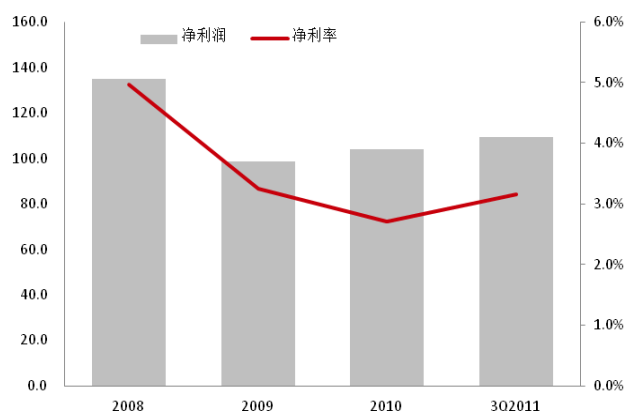
分业态来看，公司三大业态收入占比稳定，百货占比在 85%以上，超市占比 10.5%，租赁占比 2.5%（2010 年超市占比下降，租赁占比上升，主要由于新开的翠微广场店以百货联营和租赁收入为主）；分品类来看，服装鞋类和饰品配件是主要来源，两者合计占收入比稳定在 80%以上（2011 年饰品配件占比大幅提升，主要受黄金热销影响）。

图 1： 翠微股份营业收入变化（百万元）



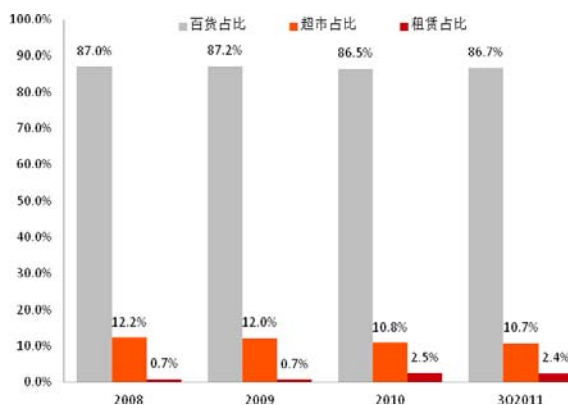
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 2： 翠微股份净利润变化（百万元）



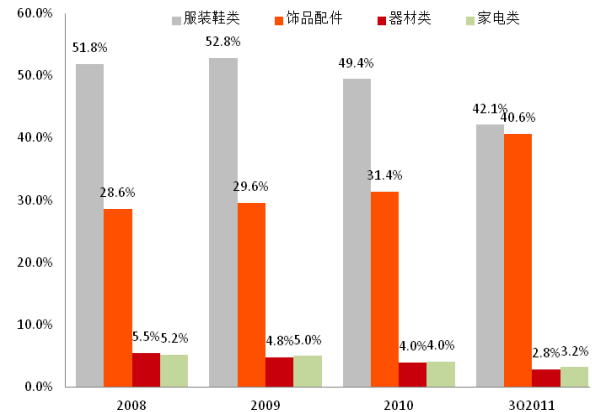
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 3： 翠微股份分业态收入占比



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 4： 翠微股份分品类收入占比（不含翠微广场店）



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

## 公司主要门店分析

公司目前拥有 6 家门店，总建筑面积约 26.6 万平米，经营面积 15.8 万平米，其中翠微大厦店（5.36 万平米商业面积为自有，其余办公及停车场为租赁）、大成路店为自有物业。公司目前正处于成长期，除了翠微大厦店、牡丹园店和龙德店外，其余门店均处于培育期，且由于较高的物业成本，面临的亏损压力较大。

**表格 1：翠微股份门店基本情况**

门店	定位	开业时间	建筑面积 (万平米)	经营面积 (万平米)	物业性质
翠微大厦店	中高端百货	1997	8.04	4.24	部分自有
牡丹园店	中高端百货	2003.12	3.31	2.16	租赁
龙德店	中高端百货	2007.12	3.93	2.01	租赁
广场店	购物中心	2009.12	3.70	2.23	租赁
清河店	中高端百货	2010.1	3.36	2.01	租赁
大成路店	中高端百货	2011.12	3.36	2.01	自有

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所（翠微广场店于 2009.12 月试营业，2011.5 月正式开业；大成路店为募投项目，于 2011 年 12 月部分开业）

### 翠微大厦店：公司明星店，为小店扩张供血

翠微大厦店位于公主坟商圈，总建筑面积 8.04 万平米，实际经营面积 4.24 平米。近年来，公司多次以现金及股份方式向集团收购该店物业，目前已拥有全部商业面积约 5.36 万平米，其余办公及停车场仍为租赁，租金约 1550 万元/年。

该店于 1997 年开业，定位中高端百货，在中华全国商业信息中心 08-10 年北京区域单店市场占有率排名中连续三年第一（剔除专营黄金珠宝的菜市口百货），同时也是公司收入、利润的主要来源。2010 年该店收入 25.4 亿元，占比超过 65%，净利润约 1.5 亿元（整体净利润仅 1.04 亿元），充分体现其作为新店扩张供血池的地位。

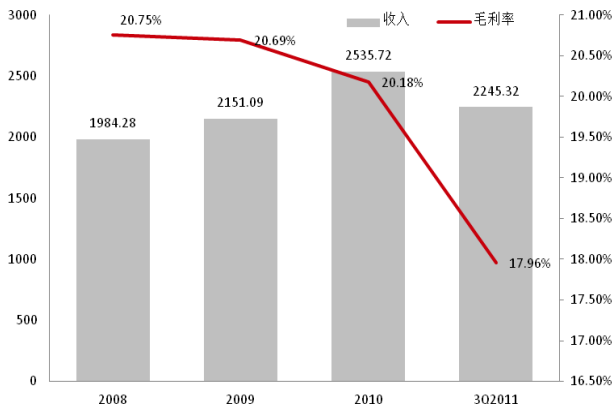
该店 2011 年收入增长 23%，毛利率下降 2 个百分点，主要受黄金热销影响（黄金销售约 2 亿元，毛利率 7-8%）。从 2012 年一季度的消费增速来看，这一成熟老店收入增长或将放缓，而考虑公司积极以珠宝名表类商品替换储值黄金，整体毛利率将逐步回升。同时，该店 09、10 年分别进行了内部及外立面改造，我们预计短期内不会有大规模的装修计划。

**表格 2：翠微大厦店历史沿革**

时间	面积(平米)	价格(万元)	备注
2003.1.23	7765.6	6750.81	翠微国资以翠微大厦一层全部及三层部分房产出资设立
2009.11.19	16035.61	51016.47	公司以现金向翠微集团收购翠微大厦二层和三层部分房产
<b>2010.1</b>	<b>9278</b>	<b>4593.88</b>	<b>公司转让翠微大厦北楼房产及附属工程给翠微集团</b>
2011.8	14107.19	31296.92	公司以增资扩股方式向翠微集团收购翠微大厦地下一层部分、地上四层部分及 5 层房产
2011.9	15707.87	21969.44	公司以现金向翠微集团收购翠微大厦四层部分、北楼部分及北楼地下房产

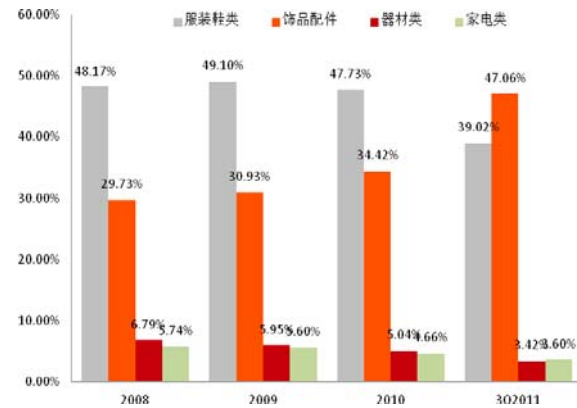
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 5: 翠微大厦店收入（百万元）及毛利率



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 6: 翠微大厦店分品类收入占比



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 翠微广场店：购物中心业态，2013 年提租改善经营

翠微广场店位于翠微大厦店东侧，同属于公主坟商圈，总建筑面积 3.7 万平米，经营面积 2.23 万平米，为租赁物业，按直线摊销法租金接近 1 亿元/年。

该店于 2009.12 月试营业，2010.5 正式营业，2011 年收入约 2 亿元，其中联营与租赁收入各占 50%。由于首次尝试购物中心业态，初期品牌招商低于预期，租赁业务毛利率较低（10 年仅 8%，11 年 16%），导致开业以来持续较大亏损。

我们判断该店未来增长主要来源于租赁业务的租金上提（2013 年公司计划对广场店商户及品牌进行整体置换和提升）。我们假设其 2013 年整体提租幅度 15%，则该店有望大幅减亏。

表格 3: 翠微广场购物中心收入及毛利率变化

	2010	3Q2011	2011E
总收入（百万元）	126.76	141.5	195.2
毛利（百万元）	19.16	28.4	39
毛利率	15.12%	20.05%	20%
联营收入	46.17	71.94	95.2
联营毛利率	27.79%	24.24%	24.16%
租赁收入	80.59	69.56	100
租赁毛利率	7.85%	15.75%	16.0%
刚性费用（百万元）	66.2		85.0
净利润（百万元）	-47.0		-46.0

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 大成路店：物业成本较高可能致培育期较长

大成路店是募投项目之一，位于北京市丰台区，覆盖 18 个居民社区和 6 个机关社区以及 15-20 万人口，且多为白领、机关工作人员、离退休干部等，消费能力较强。同时该店半径 2 公里范围内无业态相同的竞争对手，半径 5 公里内无市场定位相同的竞争对手。

该店总建筑面积 4.89 万平米，经营面积 3.19 万平米，其中 4.27 万平米为自有物业，另办公及停车场为无偿使用。项目总投资 7.8 亿元，折合单位面积物业成本约 18000 元/平米，我们测算该店折旧摊销约 4000 万元/年。

该店已于 2011 年 12 月部分开业，2012 年一季度平均日销售额在 90 万元左右，经营情况良好。我们预计其全年销售额在 3 亿元左右，但考虑到较高的物业成本，其培育期可能较长。

表格 4：大成路店项目投资明细（百万元，募投项目之一）

项目	2010	2011	2012	合计	年折旧摊销
购置物业	65	527.26	74.1	666.37	22.2（30 年）
装修工程及费用		70.99		70.99	14.2（5 年）
购置设备及设施		12.85		12.85	2.57（5 年）
无形资产投资		1.2		1.2	0.24（5 年）
铺底流动资金		30.0		30.0	

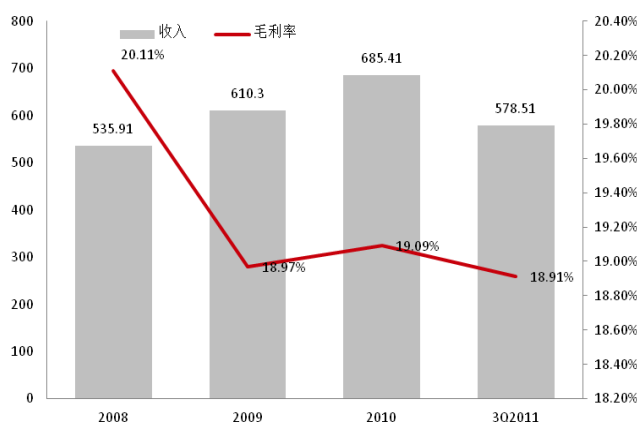
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 牡丹园店、龙德店、清河店

牡丹园店于 2003 年 12 月开业，总建筑面积约 3.31 万平米，经营面积 2.16 万平米，为租赁门店，租约到期日为 2013 年 5 月底。由于该店物业为车间改造，租金极低（年租金仅 1000 万元左右），因此盈利能力较强。2010 年该店实现收入 6.85 亿元，毛利率 19.1%，净利润约 5000 万元。

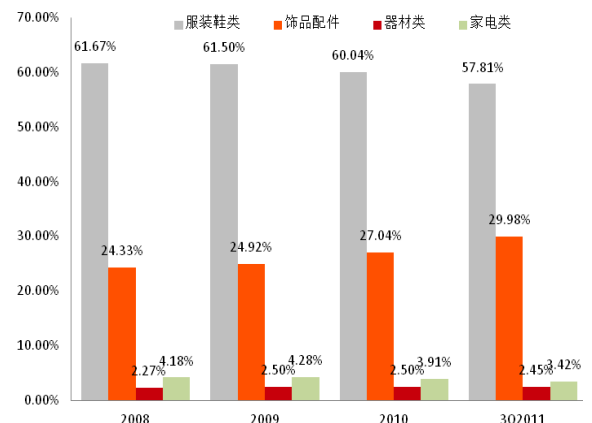
考虑到该店在租约到期后有较大概率面临租金上调的风险，我们保守估计其租金水平由此前的 1000 万元/年上调至 3000 万元/年。

图 7：牡丹园店收入（百万元）及毛利率



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 8：牡丹园店分品类收入占比



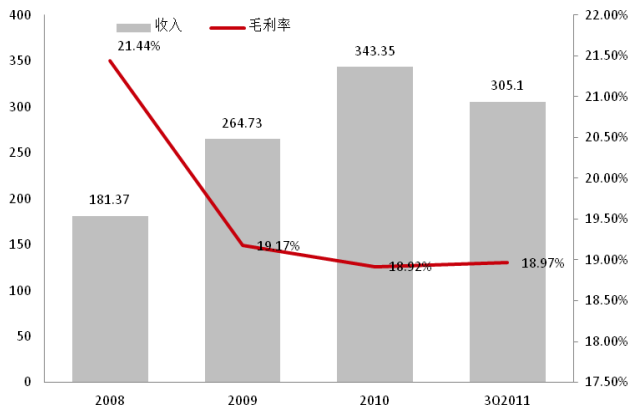
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所



龙德店位于天通苑龙德广场，于 2007 年 12 月开业，总建筑面积 3.93 万平米，经营面积 2.01 万平米，为租赁物业，租金约 3500-4000 万元/年。

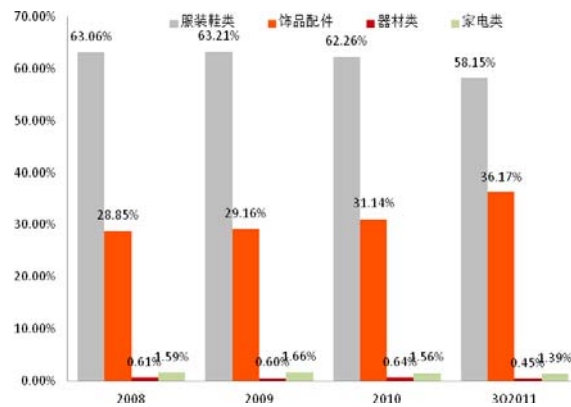
该店 2010 年收入 3.43 亿元，毛利率 18.9%，净利润约 300 万；2011 年预计收入 4.34 亿元（同比增长 26%），净利润 1100 万元。

图 9： 龙德店收入（百万元）及毛利率



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 10： 龙德店分品类收入占比

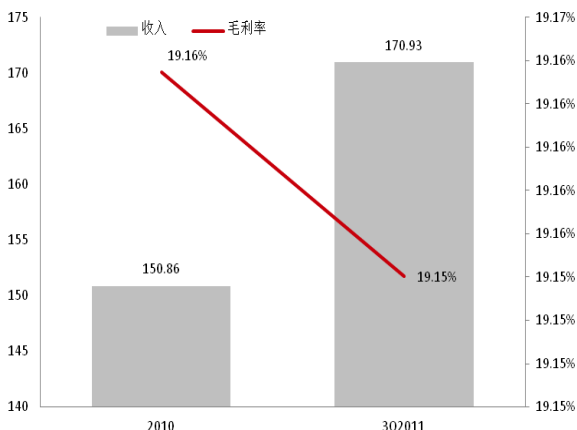


资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

清河店位于清河地区核心商圈，于 2010 年 1 月底开业，填补了该区中高档百货店的空白，总建筑面积 3.36 万平米，经营面积 2.01 万平米，为租赁物业，租金约 3500 万元/年。

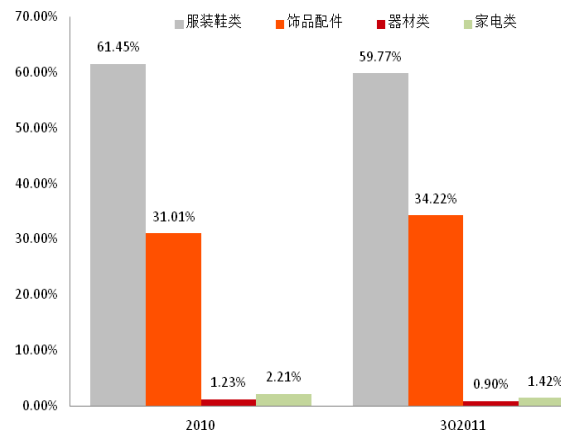
该店开业首年实现收入 1.5 亿元，毛利率 19.2%，亏损约 4200 万元；2011 年预计收入 2.38 亿元（同比增长 58%），亏损 3300 万元左右（减亏幅度约 21%）。

图 11： 清河店收入（百万元）及毛利率



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 12： 清河店分品类收入占比



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

## 盈利预测及估值

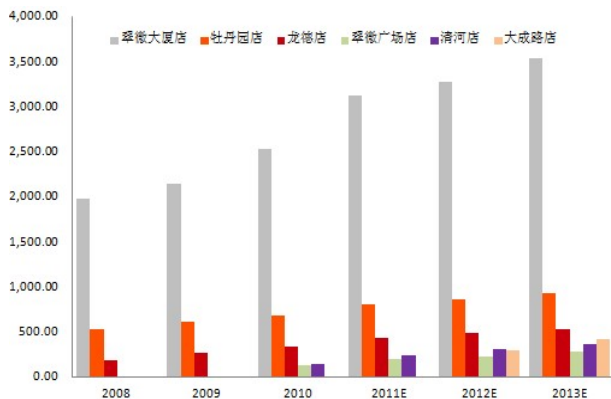
考虑到公司目前处于培育期的亏损门店多达 3 个，且此次募集资金置换大成路店投入，因此我们预计 2012 年无新开门店。根据公司规划，拟在未来 3 年新开 3-5 家门店，平均单店经营面积超过 3 万平米，且多布局于北京周边卫星城市。因此，我们假设公司 2013 年新开 1 家租赁门店（开业当年亏损 2000 万）。

我们认为公司 12-13 年主要的增长亮点在于：1）翠微大厦店品类结构调整，以珠宝名表等商品替换储值黄金，毛利率逐步回升；2）翠微广场店 2013 年对商户及品牌进行整体调整，大幅提升租金或助门店扭亏；3）截至 3Q2011，公司长短期贷款合计约 3 亿元，财务费用 800 万，若成功融资后偿还计息负债，财务费用将大幅降低。

主要的风险点在于：1）公司对翠微大厦店依赖度高，若整体消费低迷或有装修改造计划，可能导致该店收入及利润受影响；2）牡丹园店租金极低，2013 年 5 月底租约到期后或面临租金大幅上升的风险；3）公司未来新开门店（包括大成路店），若物业成本较高，其培育期可能较长，并导致短期较大亏损；4）公司发卡量大，卡消费占比高，对于预付卡的监管可能影响公司销售额。

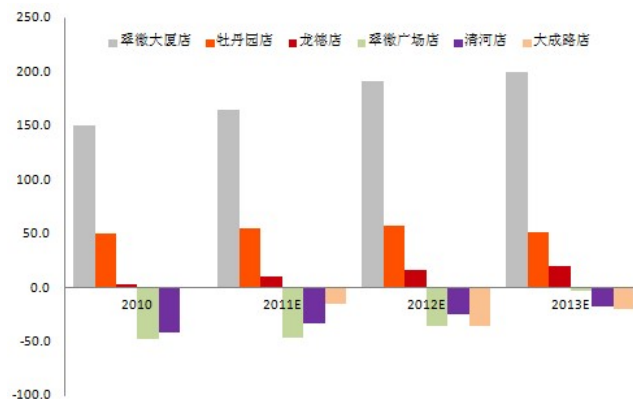
基于上述扩张假设以及我们对各门店的经营分析，我们测算公司 11-13 年 EPS=0.43、0.52 和 0.65 元（假设发行成功 7700 万股，按发行后新股本 3.08 亿股计算）。公司目前正处于成长期，短期仍有较大的新店培育压力，但战略布局值得认可，建议投资者申购询价区间在 8.1-9.1 元，对应 12 年估值 15.5X-17.5X。

图 13： 翠微股份门店收入预测（百万元）



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 14： 翠微股份门店净利润预测（百万元）



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

## 风险提示

- 1、经济低迷，整体消费增速放缓；
- 2、牡丹园店面临到期租金上升风险；
- 3、公司新开门店物业成本较高，短期亏损较大，且培育期可能较长。



**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	667	1243	1925	2219	<b>营业收入</b>	3853	4787	5474	5980
现金	435	957	1591	1863	营业成本	3089	3898	4423	4805
应收账款	28	14	38	42	营业税金及附加	38	48	55	60
其他应收款	5	48	55	60	营业费用	475	554	632	703
预付账款	8	12	13	14	管理费用	121	103	138	151
存货	97	117	133	144	财务费用	0	12	9	(9)
其他流动资产	94	94	95	96	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1130	1742	1694	1781	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	616	1128	1181	1152	<b>营业利润</b>	132	172	216	271
无形资产	19	19	19	19	营业外收入	10	5	0	0
其他非流动资产	485	585	485	600	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1797	2984	3619	4000	<b>利润总额</b>	141	177	216	271
<b>流动负债</b>	1475	2250	2258	2435	所得税	35	44	54	68
短期借款	0	277	0	0	净利润	105	133	162	203
应付账款	330	351	442	480	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	1145	1623	1815	1955	归属母公司净利	104	131	160.7	201.5
<b>非流动负债</b>	0	189	0	0	EBITDA	189	248	282	318
长期借款	0	189	0	0	EPS (元)	0.69	0.57	0.52	0.65
其他非流动负	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	1475	2439	2258	2435	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	4	5	7	8	<b>成长能力</b>				
股本	150	231	308	308	营业收入	27.2%	24.2%	14.3%	9.2%
资本公积	0	10	587	587	营业利润	-2.3%	30.2%	25.8%	25.4%
留存收益	168	299	460	661	归属母公司净利	5.7%	26.2%	22.2%	25.4%
归属母公司股	322	545	1362	1565	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权</b>	1797	2984	3619	4000	毛利率(%)	19.8%	18.6%	19.2%	19.7%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	2.7%	2.7%	2.9%	3.4%
单位: 百万元					ROE(%)	32.8%	24.4%	11.9%	12.9%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)				
<b>经营活动现金</b>	298	628	464	414	<b>偿债能力</b>				
净利润	104	131	161	202	资产负债率(%)	82%	82%	62%	61%
折旧摊销	77	38	57	64	净负债比率(%)	0.0%	19.1%	0.0%	0.0%
财务费用	0	12	9	(9)	流动比率	0.5	0.6	0.9	0.9
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.4	0.5	0.8	0.9
营运资金变动	460	445	235	155	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	(343)	1	1	2	总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
<b>投资活动现金</b>	(521)	(650)	(10)	(150)	应收账款周转率	55.0	56.7	52.0	37.3
资本支出	(50)	(650)	(10)	(150)	应付账款周转率	2.5	2.9	2.8	2.6
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	(571)	(1300)	(20)	(300)	每股收益(最新)	0.7	0.6	0.5	0.7
<b>筹资活动现金</b>	(43)	544	180	9	每股经营现金流	2.0	2.7	1.5	1.3
短期借款	0	277	(277)	0	每股净资产(最	2.1	2.3	4.4	5.1
长期借款	0	189	(189)	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	81	77	0	P/E	12.2	14.9	16.3	13.0
资本公积增加	0	10	578	0	P/B	4.0	3.6	1.9	1.7
其他筹资现金	(43)	(12)	(9)	9	EV/EBITDA	12.5	12.3	13.9	11.7
<b>现金净增加额</b>	(265)	522	633	272					

数据来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司