

翠微股份 (603123)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

意在深耕经营下的京城名品百货品牌

投资要点

➤ 公司是以百货零售业务为主的北京市海淀区区属商业企业，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，其中翠微大厦店2008-2010年在北京区域单店市场占有率排名均为第一。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。未来三年公司计划将再开发3-5家百货店并择机拓展外埠业务，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3万平米，年销售规模突破80亿元。

➤ 北京市商业升级改造为公司提供发展空间。北京作为我国政治文化中心，具有较强的经济实力和较高的收入水平，已成为全国最重要的城市消费市场。公司本部门店所在的海淀区消费市场规模和人均收入均居北京市前列，而公主坟商圈的升级及周边卫星城镇的发展，将为公司营造良好的商业环境。

➤ 现阶段公司的主要优势体现在品牌、管理、区位资源上。公司所在的北京海淀区政府已提出将海淀南部建成高端商务服务区，公主坟商圈的整体环境将得到优化，为公司发展迎来契机。同时公司店龄结构合理，在北京地区也具有一定的品牌知名度与美誉度，而在管理模式上也形成了一套有自身特色的翠微模式，利于公司的稳健发展。

➤ 此次募集资金项目也有利于提升公司连锁规模。公司本次募集资金共8.21亿元，其中7.71亿元用于翠微百货大成路店项目，该项目已于2011年底开业，是公司2012-13年的外延收入增量，预计培育期为2-3年；剩余4920万元将用于信息化系统升级改造，以适应公司门店的拓展步伐。

➤ 我们预计公司2011-2013年摊薄每股收益分别为0.42元、0.55元和0.71元，同比分别增长30.95%和29.09%。目前可比公司2012年平均PE在17倍左右，考虑到公司未来2年的业绩潜力与扩张程度，我们给予公司16-18倍的PE，预计公司每股价值区间在8.80元-9.90元。

➤ 公司主要风险因素包括百货行业集中度较低且竞争较为充分，如公司所在商圈与门店发展不如预期就存在业绩下滑的风险；公司现有物业多为租赁，未来存在因租金上涨或其他原因而不能续租影响公司经营的风险；公司近三年资产负债率较高，而现有项目扩张如未能及时融资会对公司长期战略造成影响。

商业零售

2012-04-16

发行上市

价值区间	8.80-9.90
发行方式	网下询价+网上申购
网上申购	2012.04.19
保荐机构	中信建投

发行数据

总股本(万股)	23100
发行数量(万股)	7700
流通股比例(%)	25
主要股东	翠微集团
主要股东持股(%)	76.36

基础数据 (2011Q3)

每股收益(元)	0.73
每股净资产(元)	3.62
综合毛利(%)	18.55
净资产收益率(%)	29.34

发行后股本结构

股东	万股	(%)
翠微集团	16957.69	55.06
兴源房地产	2725.80	8.85
华纺房地产	2202.99	7.15
社保基金	770.00	2.50
凯振照明	443.52	1.44

行业研究员	侯佳林
SAC 执业证书	S0820511030002
电话	021-32229888*25511
邮箱	houjialin@ajzq.com

相关报告

一. 公司介绍

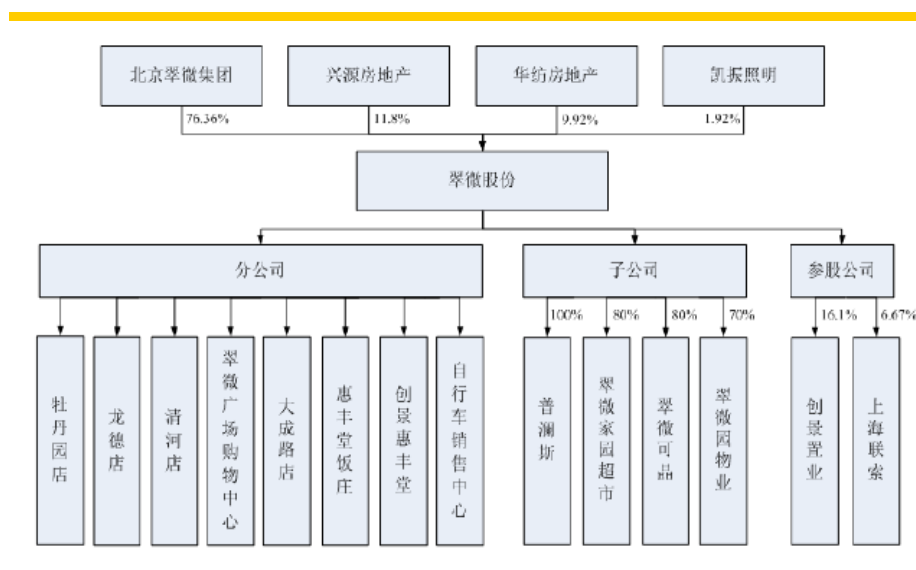
1.1 公司基本情况

公司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。公司自设立以来本着稳步扩张的发展战略,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商业连锁企业。根据中国百货商业协会统计,2009-2010年公司在国内百货零售行业市场占有率排名中分别位列第35位和第32位。同时,根据北京商业信息咨询中心的数据,2008-2011年前三季度公司在所处的北京区域市场占有率排名均为第3名,而另据中华全国商业信息中心的数据,2008-2010年度公司翠微大厦店均为北京区域单店市场占有率排名第1名。

1.2 公司股权情况

公司实际控制人为翠微集团,共持有公司17639.16万股,占发行前总股本的75%,除控股股东以外,另有兴源房地产、华纺房地产、凯振照明三位法人股东,分别占发行前总股本的11.80%、9.92%、1.92%。本次公司拟公开发行不超过7700万股,占发行后股本总额30800万股的25%,翠微集团的持股比重将下降至55.06%,但仍为控股股东。

图 1 公司发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

表 1 公司股权结构变化情况

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数量(万股)	持股比例 (%)	持股数量(万股)	持股比例 (%)
1	翠微集团	17639.16	76.36%	16957.69	55.06%
2	兴源房地产	2725.80	11.80%	2725.80	8.85%
3	华纺房地产	2291.52	9.92%	2202.99	7.15%
4	凯振照明	443.52	1.92%	443.52	1.44%
5	社保基金会	-	-	770	2.50%
6	A 股社会公众股	-	-	7700	25%
7	合计	23,100	100%	30800	100%

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

二. 我国百货业发展趋势

2.1 连锁化、多业态将进一步得到强化

近年来百货零售行业的经营实践已经证明，经营模式连锁化和经营业态多元化符合百货零售行业的经营特点，能够更好的满足消费者个性化和多样化的消费需求，进而也能够更好的提升百货零售行业经营效益。从国际经验来看也是百货零售行业重要的发展方向。可以预期在国家鼓励行业龙头企业发展，中央和地方国有资产进一步整合的过程中，百货零售行业市场集中度将会进一步提高，由此连锁化、多业态的趋势也将得到进一步强化。

2.2 市场定位更加趋向高端、时尚、名品

近年来随国内消费需求的不断发展，传统百货零售行业经营的一些品种逐步从百货业态中分离出去，形成新的零售业态，例如以经营食品为主的超市、家电专业店、家具建材专业店、服装专卖店、经营普通消费品的网店等。这种经营品种的分离既体现了零售行业业态趋于多元化的趋势，更好的满足了消费者的个性化需求，也促使百货零售行业形成了更为专注的经营定位和方向。从国际经验来看，高端、时尚、名品将成为国内百货零售行业市场定位的重要方向。这是因为一方面长期以来百货业态已经在国内消费者心目中形成了较高的商业信誉，更适合承载价值量较大的高端、时尚、名品，并且，百货零售行业在购物环境、购物体验 and 客户服务等方面相比其他业态更有优势，更能够适应高端、时尚、名品的市场定位。另一方面高端、时尚、名品的经济附加值更高，市场竞争程度相对较低，能够为百货零售行业创造更为有利的经营环境。

2.3 商业经营选址逐步突破传统商圈限制

近年来由于我国城市化发展迅速，城市规模极度扩张，部分特大型城市作为百货零售行业的核心市

场开始出现富裕人群和中产阶层选择到城市近郊或远郊居住的城市空心化现象。百货零售行业也相应出现了市场消费主体的分散化。随这一趋势的加剧，且单一百货店覆盖范围有限，百货零售行业仅聚集在城市中几个传统商圈已经不能够满足消费者的消费需求，分散化的新兴商圈不断涌现。百货零售行业经营选址正在突破传统商圈的限制，向更大的范围扩张。由于商圈物业资源的稀缺性和不可复制性，率先调整经营布局，抢占新兴商圈有利地位的百货零售企业，将在未来的市场经营中实现更大的发展。

三、公司主要经营分析

3.1 公司门店发展情况

1997 年公司从经营翠微大厦起步，先后开办了牡丹园店、龙德店、翠微广场购物中心及清河、大成等 6 家门店，店龄结构分别为 14 年、8 年、4 年、2 年、2 年、1 年以内，总体结构合理。目前除了公司翠微广场店为购物中心业态，其余 5 家门店均为百货业态且覆盖面已涵盖至百货、超市、餐饮等多方面。截止到 2011 年底，公司门店的营业面积合计达 15.80 万平米，其中翠微大厦店营业面积约 4 万平米，大成店营业面积约 3 万平米，其他门店均约 2 万平米。同时，根据公司的发展规划，公司预计未来 3 年将再开发 3-5 家适度超前、成熟热销的名品百货店，单店平均经营面积将超过 3 万平米，年销售规模将超 80 亿元。

表 2 公司门店基本情况

门店名称	开业时间	业态定位	建筑面积	营业面积	物业属性
翠微大厦	1997	中高档百货	80361	42362	自有
牡丹园店	2003.12	中高档百货	33902	21603	租赁
龙德店	2007.12	中高档百货	39308	20070	租赁
翠微购物广场中心	2010.05	高档购物中心	36983	22308	租赁
清河店	2010.01	中高档百货	33560	20070	租赁
大成店	2011.12	中高档百货	42675	31890	自有
合计	—	—	26.60 万平米	15.80 万平米	—

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

3.2 公司盈利能力情况

近年来公司营业收入持续增长，由 2008 年的 271937.61 万元增长到 2010 年的 385341.96 万元，年均增长率为 19.04%。其中，2009 年、2010 年的增长率分别为 11.43%、27.16%，同期同行业上市公司的平均增长率分别为 9.29%、19.88%，公司营业收入增长率高于行业平均水平。2011 年 1-9 月公司营业收入增长率为 28.93%，呈现较快增长趋势，主要原因是新开门店的营业收入增长较快以及黄金珠宝商品的销售额出现大幅增长。

从利润方面看，2009 年公司归属于母公司所有者的净利润较 2008 年下降 27.01%，主要原因是受国际金融危机影响，全年营业收入上涨速度较为缓慢，仅为 11.43%，同时，翠微广场购物中心在 2009 年底试营业，未产生收入，但按照直线法确认租金支出约 9216.47 万元，较 2008 年确认的 1699.10 万元租金支出增加 7517.37 万元，与 2008 年相比减少公司净利润约 5638.03 万元。2010 年公司归属于母公司所有者的净利润为 10414.05 万元，较 2009 年小幅增长 5.75%。2011 年 1-9 月公司归属于母公司所有者的净利润为 10919.43 万元，较上年同期上涨 49.58%，增速较快，主要原因是公司各门店营业收入的较快增长。

表 3 公司近年收入与利润情况

项目	2011 年 1-9 月	2010 年		2009 年		2008 年
金额	金额	增长率	金额	增长率	金额	金额
营业收入	345767.35	385341.96	27.16%	303028.54	11.43%	271937.61
营业利润	14476.18	13183.14	-2.26%	13487.93	-25.72%	18157.06
利润总额	14855.68	14051.03	4.04%	13506.03	-25.79%	18200.41
净利润	11110.96	10506.90	3.82%	10120.20	-25.72%	13623.72
母公司所有者净利润	10919.43	10414.05	5.75%	9847.83	-27.01%	13491.11

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

从毛利率方面看，近年公司营业毛利分别为 61690.21 万元、76458.02 万元及 64147.06 万元，2009-2011 年三季度的毛利增长分别为 9.57%、23.94% 及 18.76%，低于同期营业收入的增长。2008-2010 年公司的综合毛利率分别为 20.70%、20.36% 和 19.84%，基本保持稳定，略低于同行业上市公司的平均水平。2011 年 1-9 月公司的综合毛利率略有下降，主要原因为该期间黄金珠宝的销售收入占比出现较大幅度上升，而相关商品的毛利率仅为 7%-8%，造成了公司整体毛利率的下降。今年公司已准备开始在主要门店做品类的调整与升级。

表 4 公司近年毛利变化情况

年份	2011 年 1-9 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
翠微股份营业毛利	64147.06	76458.02	61690.21	56,301.58
翠微股份营业毛利增长率	18.76%	23.94%	9.57%	-
翠微股份综合毛利率	18.55%	19.84%	20.36%	20.70%
同行业上市公司平均综合毛利率	-	20.60%	20.81%	20.98%

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

3.3 公司拓展战略情况

公司“十二五”规划中提出了立足北京、面向全国的战略发展思路。这也就是说未来公司的主要重心仍将放在北京市场上，深耕北京的中高档百货市场。目前从北京中高端百货的分布来看，北部、东部区域的商业相对比较发达，而西部与南部区域则差距比较大，特别是中高端百货门店，这也给公司未来

请务必阅读正文之后的重要声明

深耕北京地区提供了较大的发展空间。同时，我们认为北京作为全国超大城市，超负荷承载了城市的所有功能，未来北京周边的卫星城如通州、门头沟、顺义、平谷、昌平、密云等地的商业及居住功能的进一步加强也利于公司的继续发展。此外，预计公司也会适时的选择省外扩张，并有望以渤海经济带为跨区域扩展的方向提升翠微的知名度。

四、公司竞争优势分析

4.1 公司品牌具有知名度与美誉度

公司作为一个以经营百货业为主的大型零售企业，销售额多年来在北京区域市场位居前列，同时，公司坚持走高档精品百货店发展之路，已经在北京市乃至全国树立起良好的翠微品牌形象。根据中华全国商业信息中心的数据测算，2008-2010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。此外，公司成立至今还先后获得“全国学习型组织标兵单位”、“金鼎百货店品牌店”、“北京市著名商标（2006-2009年）”、“全国（行业）顾客满意十大品牌”、“全国商业顾客满意企业”及“全国文明单位”等500余项荣誉及奖项，在北京地区具有一定的品牌知名度与美誉度。

4.2 拥有一套自有特色的管理模式

公司从创建之始便站在现代化商业企业管理的高度，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，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。公司在是全国第一家实行单品管理、进价核算的企业，创造了对经营控制力强，理念新、体制新、方法新、手段新、制度新的翠微管理模式并在全国大商场中推广。同时，公司还不断强化对信息技术的开发与运用，在全国大商场中第一家运用信息技术实现了对人、财、物管理的无缝链接，并利用零售商业智能系统建设数据化商场，挖掘数据价值，监控企业运营，提升了营销的精确性。

4.3 家人式的服务利于赢得客户忠诚度

公司坚持适度超前的成熟名品百货名店的经营定位，形成了百货业态为主，超市、餐饮等多种业态协同发展的经营布局，并实行以市场为主，错位竞争，加强了翠微在品牌、文化及管理等方面的核心竞争力。值得注意的是公司一直坚持推行“家人式”服务理念，在处理客户投诉中坚持“四不出，四为主”的原则，即不出柜台、不出商品部、不出商场、不出公司，可修可不修的以修为主、可换可不换的以换为主、可退可不退的以退为主，分不清责任的以我为主。截止到 2011 年底，公司拥有会员人数达 86 万人，同比增长约 9%。会员消费占公司总销售额也在逐年提高，2011 年这一数据已提升至 66%。

4.4 区位优势与政策环境利于公司发展

今年2月北京商务委员会提出“十二五”期间将北京建成国际商贸中心，建设目标明确提出实现商贸交易主体壮大工程，其中最重要的就是培育本市商贸龙头企业，支持有条件的商贸企业借助资本市场融资。鼓励企业扩大连锁经营，提高规模化、组织化及信息化水平。同时，公司所在的海淀区也出台了《海淀区“十二五”时期南部高端商务服务和文化创意功能区规划》，提出将集中力量打造西长安街高端商业发展轴，显著提升公主坟商圈，加强对翠微大厦等各类商业和商务服务资源的整合利用，突出文化、现代、时尚的高端定位。因而公司未来发展也将受益于区位优势与政策环境的双重利好。

五、募集资金项目分析

本次公司拟通过公开发行股票募集资金约 8.20 亿元，主要用于翠微百货大成路店项目及信息化系统升级改造项目，募集资金到位后将对本公司的财务状况及盈利能力带来如下影响：

(1) 募集资金到位后，将提高公司的流动资产比例，增大公司的净资产规模，降低资产负债率及财务风险。

(2) 募集资金主要用于开设翠微百货大成路店及信息化系统升级改造，由于新开门店需要2-3年的培育期，信息化系统升级改造项目主要为提高公司的运营能力和管理效率，并不能直接产生效益，因此，募集资金到位后在短期内会降低公司的净资产收益率和每股收益等盈利能力指标。

(3) 公司购买翠微百货大成路店所涉及房产并装修完毕后，将大幅提高公司的固定资产和长期待摊费用规模，进而增加折旧和摊销。同时可大幅提升公司的主营业务收入和毛利，待项目经过2-3年的培育期后，有望增厚公司的净利润规模。

总体来看，本次公司通过公开发行股票募集资金后，将提高公司的总资产及净资产规模，并使公司的营业门店由5家扩大到6家，实际经营面积由124975平米增至150000平米以上，扩大公司的经营规模和市场影响力，并增强公司信息技术平台的应用功能，利于改善公司的财务状况，提升公司的运营与盈利能力。

表 5 公司本次募投项目情况

序号	募集资金投向	总投资金额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	翠微百货大成路店	78140.83	77140.83
2	信息化系统升级改造	4920.19	4920.19
合计		83061.02	82061.02

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

六、盈利预测及估值

6.1 盈利预测

表 6 公司主要财务数据预测

单位(万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	385341.96	480168	552710	647371
营业成本	308883.90	390265	443142	523169
营业税金	3763.89	4694	5741	6441
销售费用	47506.68	53314	64744	69979
管理费用	12060.12	12454	14740	16213
财务费用	9.61	1293	1310	1750
资产减值损失	-	-	-	-
投资收益	65.43	100	100	100
营业利润	13183.14	18048	0	0
营业外收支净额	867.90	0	0	0
利润总额	14051.03	18048	23013	29719
所得税	3544.13	4520	5753	7430
净利润	10506.90	13528	17260	22289
少数股东权益	92.85	250	300	360
归属母公司股东权益	10414.05	13278	16960	21929
每股收益(元)	0.34	0.43	0.55	0.71

数据来源: Wind & 爱建证券预测 注: 2011-2013 年的 EPS 为摊薄值

6.2 每股价值区间约 8.80-9.90 元

公司主营为名品百货连锁, 行业的集中度低但竞争较为充分。在选取可比公司时, 我们主要参考了业务与公司相类似的有关上市企业, 其2010-13年的平均估值水平为37、24、17、13, 处于历史相对低位。同时, 考虑到未来公司业绩的增长潜力与门店扩张进程, 我们认为给予公司2012年16-18倍的动态市盈率是合理的, 所对应的每股价值约在8.80-9.90元, 中间值为9.35元。

表 7 主要可比类公司相关情况

代码	简称	EPS (元)				PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
600697	欧亚集团	0.83	1.02	1.28	1.68	30.63	23.50	18.70	14.20
600729	重庆百货	1.41	1.62	1.95	2.63	31.14	18.30	15.20	11.30
000516	开元投资	0.21	0.18	0.29	0.39	26.44	27.90	17.20	12.80
002251	步步高	0.63	0.96	1.29	1.75	41.21	25	18.60	13.70
000417	合肥百货	0.60	0.97	0.90	1.13	32.57	15.80	17	13.60

600858	银座股份	0.39	0.22	0.58	0.77	65.88	51	19.60	14.80
600785	新华百货	1.04	1.22	1.44	1.81	27.99	16.90	14.30	11.40
600280	南京中商	0.33	0.65	1.47	2.02	84.94	46.50	20.50	14.90
000987	广州友谊	0.91	1.02	1.20	1.44	28.78	15.40	13.10	10.90
002187	广百股份	1.03	0.75	0.88	1.06	26.27	16	13.70	11.30
002277	友阿股份	0.62	0.83	0.98	1.29	38.45	19.80	16.80	12.80
600778	友好集团	0.34	0.41	0.45	0.56	39.47	26.10	24	19
600628	新世界	0.37	0.37	0.44	0.51	31.91	19.90	17	14.50
601010	文峰股份	0.92	0.88	1.02	1.38	—	17.70	15.20	11.30
000501	鄂武商 A	0.58	0.75	1.00	1.25	31.78	20.70	15.60	12.50
—	平均	—	—	—	—	37.50	24.10	17.30	13.30

数据来源：爱建证券预测 注：PE 值的计算参照值为上市公司的 2012 年 4 月 13 日收盘价

风险提示

- 1) 百货行业集中度较低且竞争较为充分，如公司门店不能适应市场需求就存在业绩下滑风险。
- 2) 公司现有物业多为租赁，未来存在因租金上涨或其他原因而不能续租影响公司经营的风险。
- 3) 公司近三年资产负债率较高，而现有项目扩张如未能及时融资会对公司长期战略造成影响。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

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

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：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

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。