



# 攻守兼备的京城社区商业典范

## ——翠微股份 (603123)

2012年4月17日

建议申购

翠微股份

新股定价

### 摘要：

- 业态两极化趋势下的中高端京城社区蓝海。**一线城市原有商圈的饱和及新兴商圈的百花齐放构筑了一线零售市场一大一小一专业社区、大型综合体的两极化独特格局：目前北京社区商业消费约占社会消费品零售总额的一半，下一步要达到60%左右；而在商业地产相对过剩的背景下，京津冀是超大一线城市群中仅次于广深的次优城市群落。公司从经营翠微大厦店起步，坚持走高档精品百货店发展之路，无疑在屏蔽电子商务大潮冲击的同时与构筑了与行业发展趋势一致的核心竞争力。
- 五大门店错落有致奠定品牌化连锁基础。**公司以“1+N”品牌化外延为主导：翠微大厦和翠微广场的协同效应发挥无疑构筑了公主坟商圈的霸主地位，也同时开启了公司购物中心业态试水的步伐；而牡丹园店所位于的亚洲最大的社区天通苑也具备量价齐升的发展引擎；清河店和龙德店作为后起之秀已经初步奠定了其在立水桥商圈的潜力地位，在商圈范围内的竞争优势和未来利润杠杆释放的空间较大，后三者在北京社区商业的成功运作作为公司社区化增长极的稳步增长提供品牌基础。
- 防守兼备内涵空间构筑核心价值。**规模和产业链地位是主导毛利率的两大引擎。公司规模提升空间和产业链强势地位的护城河以及精细化、共赢化、信息化导向的品质、品类内涵突圍构筑了进可攻退可守的品牌核心价值。翠微店庆作为北京奇迹般的商业年度盛宴无疑最好的诠释了这一价值。
- 社区商业、三化践行典范。**公司作为一线社区商业的典范和三大内涵现代化的践行者将随着翠微品牌的不断壮大璀璨于北京的商业天空。我们预测公司2011-2013三年的EPS分别为0.43、0.55、0.69元，给予12年18倍的PE水平。公司相对估值为9.9元。结合绝对估值价格8.23元，公司合理价值区间为8.23-9.90之间。

### 财务指标预测

指标	10A	11E	12E
营业收入（百万元）	3,853.42	4,539.60	5,374.31
增长率（%）	27.16	17.81	18.39
净利润（百万元）	104.14	99.51	127.44
增长率（%）	5.75	-4.45	28.07
每股收益(元)	0.69	0.43	0.55
净资产收益率（%）	32.79	23.78	15.37
PE	0	0	0
PB	0	0	0

### 高坤

执业证书编号：S1480511110001

零售行业分析师

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

### 询价区间

上市首日定价区间

9.0-10.50

### 发行上市资料

总股本（万股）	30800
发行量（万股）	7700
发行日期	
发行方式	网下询价，上网定价
保荐机构	中信建投
预计上市日期	

### 发行前财务数据

每股净资产（元）	3.62
净资产收益率（%）	29.34
资产负债率（%）	68.49

### 主要股东和持股比例

北京翠微集团	76.36%
北京兴源房地产开发有限公司	11.80%
华纺房地产开发公司	9.92%

## 目 录

<b>1. 一线城市成为两极化业态的缩影</b>	<b>4</b>
1.1 北上广深四大一线城市零售市场环境分析	4
1.2 社区商业将构筑一线零售市场蓝海	5
1.3 大型商业综合体的结构性机遇犹存	6
1.4 公司两极化中高端覆盖屏蔽电商冲击	7
<b>2. 五钻门店领军京城西北零售市场</b>	<b>7</b>
2.1 公主坟商圈的统领地位坚固	8
2.2 牡丹园量价齐升空间犹存	9
2.3 立水桥商圈的两大明珠龙德与清河	10
2.5 品牌化发展是王道	11
<b>3. 品牌化发展奠定内涵品质生活核心</b>	<b>11</b>
3.1 规模和产业链地位仍是主导毛利率的两大引擎	11
3.2 品类、品质是自主式内涵提升重要途径	13
3.3 信息化升级辅佐品牌连锁	13
<b>4. 跨区试水和信息化建设构筑内外兼修发展轨迹</b>	<b>15</b>
4.1 大成路项目	15
4.2 信息化配套是跨区连锁经营引致的必然趋势	15
<b>5. 业绩预测及估值</b>	<b>16</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 表格目录

<b>表 1: 一线经济圈基本信息汇总</b>	<b>5</b>
<b>表 2: 按城市群划分商业地产供需匹配表</b>	<b>6</b>
<b>表 3: 公司各门店基本情况分析</b>	<b>7</b>
<b>表 4: 翠微大厦收入及毛利变化趋势</b>	<b>9</b>
<b>表 5: 牡丹园店收入及毛利变化趋势</b>	<b>9</b>
<b>表 6: 龙德店收入及毛利变化趋势</b>	<b>10</b>
<b>表 7: 公司股权结构图</b>	<b>11</b>
<b>表 8: (全国)连锁代表企业相关费用率情况(5年平均)</b>	<b>15</b>
<b>表 9: 公司收入预测门店分解</b>	<b>16</b>
<b>表 10: 翠微股份绝对估值敏感性分析结果</b>	错误! 未定义书签。 <b>17</b>

## 插图目录

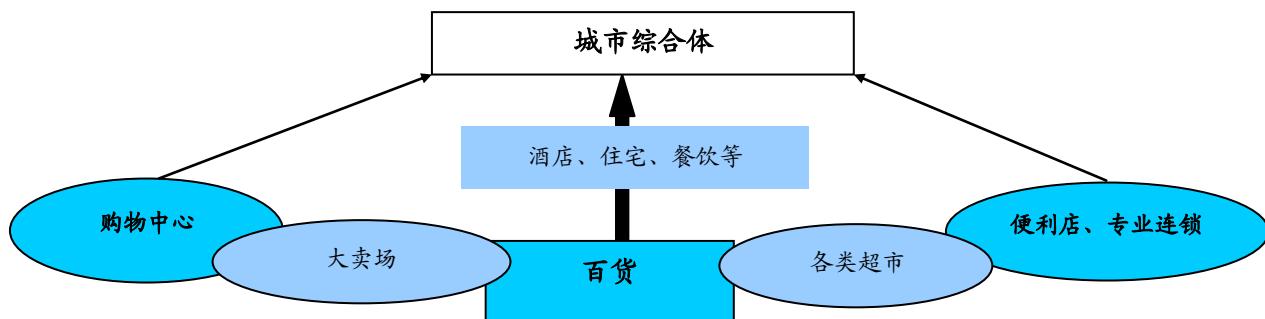
图 1: 百货业态的行业延伸发展趋势 .....	4
图 2: 北京商圈分布 .....	4
图 3: 05-09 年社区商业行政区分布比例 .....	6
图 4: 05-09 年社区商业环线位置分布比例 .....	6
图 5: 中国网购消费力十大城市 .....	7
图 6: 公主坟商圈竞争格局 .....	8
图 7: 可比公司绝对规模水平对比 (2011Q3) .....	11
图 8: 公司相对市场份额纵向变化趋势 .....	11
图 9: 可比公司预收账款净现金流占比对比 (2010) .....	12
图 10: 可比公司毛利率水平横向对比 (2011Q3) .....	12
图 11: 公司历年毛利率水平纵向变化趋势 .....	12
图 12: 翠微历年店庆销售数据 .....	14
图 13: 公司销售及管理费率可比公司对比 (2011Q3) .....	14
图 14: 公司销售及管理费率纵向变化趋势 .....	14

## 1. 一线城市成为两极化业态的缩影

## 1.1 北上广深四大一线城市零售市场环境分析

城镇化引致的一线城市外延空间相对有限，原有商圈的饱和及新兴商圈的百花齐放构筑了一线零售市场一大一小、一专一综合的两极化独特格局，而这也恰恰是全国零售业态发展趋势的缩影：由于区域整体面积较大，区国资下属零售企业各自为政且以规模不大的社区百货主导，从而使得百货市场整体集中度极低；而与此同时诸如中粮大悦城、万达万千、新光天地、世贸天阶等地产商的综合体商业地产转型又使得中心商圈被拥有地段资源的部分地产及零售商所掌控，北京商业的整体就在商圈多点化的趋势背景下形成了中心大综合、社区小集中的两极化业态分布。

图 1: 百货业态的行业延伸发展趋势



资料来源：东兴证券研究所

图 2: 北京商圈分布



资料来源：东兴证券研究所

在此背景下，零售企业间的商业竞争不仅仅体现为商圈饱和化进程中，以价格战为主要手段的竞争格局；多商圈态势使得商圈与商圈之间的竞争也异常激烈。传统核心商圈的区位具有不可复制性、集聚效应以及范围经济等多重优势，从而使得商圈的稀缺性在百货行业圈地盛行的大趋势下越发明显。而拥有较大规模实力、垄断及品牌优势

的龙头企业往往更容易捷足先登取得新兴商圈的物业，从而先发制人，提高了后来者的进入壁垒。

**表 1：一线经济圈基本信息汇总**

经济圈	升级优势产业	覆盖省市	三产占比	城镇化	百货上市公司
长三角	致力于发展现代服务业、生物医药产业、新材料产业、新能源产业和民用航空航天产业等战略性新兴产业，成为中国技术创新和产业升级的示范区域。	上海、江苏、浙江	47.3		百联股份、豫园商城、新世界、南京中商、杭州解百、南京新百
珠三角	核心城市以发展生产性服务业(如金融、贸易、物流、通讯、资讯、咨询等)和高新技术产业为主；中心城市的产业发展重点是力求二三产业的平衡发展和综合配套，侧重第三产业	广东省的广州、深圳等九个市	45.6		广州友谊、广百股份、天虹商场
京津冀	北京重点发展第三产业以交通运输及邮电通信业、金融保险业、房地产业和批发零售及餐饮业为主；	北京、天津、河北	51.4		王府井、西单商场、北京城乡

资料来源：东兴证券研究所

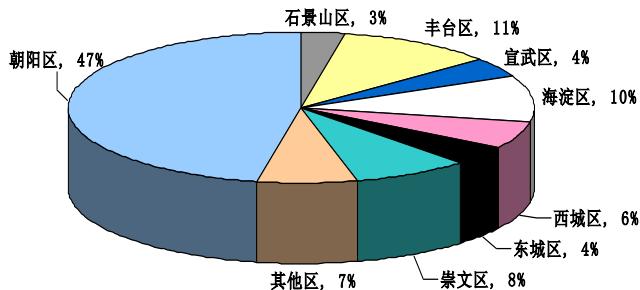
但就各个经济圈而言，京津冀中的京、津两市虽处在一个经济区内，但行政地位、经济实力相近，缺乏珠三角区域系统行政同属一省那样的共同利害关系，也缺少长三角区域系统以上海为绝对中心来统领整个区域的内在凝聚力。因此，京津冀零售市场的结构最为分散，单个商圈、经济圈的辐射力也相对有限，未来区域内龙头企业的收购整合空间较大。

## 1.2 社区商业将构筑一线零售市场蓝海

北京已经开始从集化效应向扩散效应转变，劳动力和生产要素资源、功能等都开始扩散。目前北京社区商业消费约占社会消费品零售总额的一半，下一步要达到 60%左右。在北京所有的社区商业中，朝阳区的社区商业数量名列各城区之首，占到所有的 47%，而西城区、石景山区、宣武区和东城区在 5%左右，相对较少。导致这种不对称结构化区域分布的原因主要是：1、朝阳区占地面积大，新建社区数量最多，消费结构整体较高，因此对于社区商业的需求也是最大的；2、石景山区开发力度较小，离市中心较远，但随着万达等代表性商业企业的陆续入住和 09 年规划方案中的多个在建和开盘大型高档社区，预计未来其会成为社区商业的潜力区域；3、宣武区、西城区和东城区属于市中心三个比较老旧的城区，社区商业大多处于规模、档次较低的状态，从而导致社区商业发展滞缓。

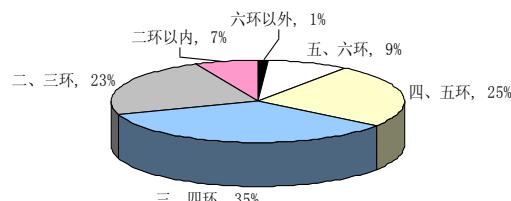
而商业之于社区生活可谓是重中之重，以石景山为例，随着石景山区提出建设 CRD（首都休闲娱乐中心区），一些商业设施便逐渐被引进这个正日渐发展的新兴商圈。万达广场的进驻给周边的居民带来了便利，家乐福、铂尔曼大酒店、万千百货、万达国际影城、国美电器等商家的引进，再加上周边沃尔玛、当代商城的进驻，石景山 CRD 商圈的已经占据了北京西部商圈的一席之地。

图 3: 05-09 年社区商业行政区分布比例



资料来源：东兴证券研究所

图 4: 05-09 年社区商业环线位置分布比例



资料来源：东兴证券研究所

### 1.3 大型商业综合体的结构性机遇犹存

东部百货企业依靠商圈外延扩张成本过高。城乡结合部的奥特莱斯或发达人口聚集区的城市综合体成为其间接外延的主渠道。此外，还有一部分资金、管理物流等软实力强劲的企业有直接拓展中西部二三线城市的圈地冲动，目前我国 A 股百货类上市公司中具有全国连锁布局的（王府井、天虹商场、广百股份、大商股份）均集中在东北部一线城市。这不仅反映了东部企业在产业前沿重地相对雄厚的人才、信息化储备，也反映了其与国际化接轨的全国连锁战略。

然而商业地产在近两年的迅速发展之势可以从参与主体的多元性、渗透区域的广泛性、启动资金的密集性等方面看出。市场的空间并不完全等于企业的空间和机遇。在商业地产供给红利和体验式、综合化消费升级的浪潮中下，前者供给量和后者潜力释放区域的重合才是相关区域型零售企业外延成功有效的关键所在。根据我们的供需匹配表分析，一线城市出现了商业地产的整体过剩。未来三年，上海十万平方米以上的城市综合体项目将新增超过 50 个，新增供应量总计约为 1380 万平方米。目前北京、上海等城市 CBD 的存量规模，以每年 10 万平方米的消化速度计算，至少需要 50 年才能被市场全部吸收。而从相对匹配指数来看，京津冀是超大一线城市群中仅次于广深的次优城市群落。

表 2: 按城市群划分商业地产供需匹配表

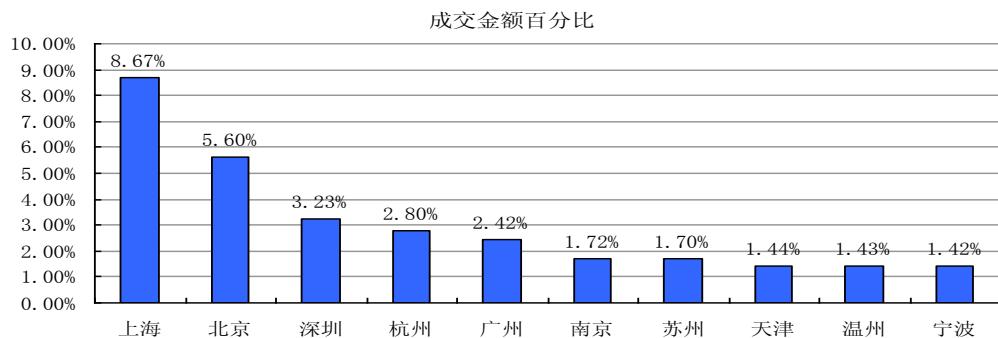
城市 群规 模	城市群名称	商业地产潜力需求		商业地产供给饱和度		供需匹 配指数	代表上市公 司(多业态企 业加粗)
		城市群与中 心城数差	中心城市最 佳商业城市 排名	归属商业地 产热点区指 数	商业经营用 房平均售价		
超大 城市 群	京津冀	1.37	9	17.5	2.01	7.59%	首商、王府 井、翠微
	上海	1.74	4	56	2.31	3.41%	友谊+百联
	广州	2.54	1	7.3	2.32	36.80%	广百、广友
	南京	2.67	5	56	2.85	4.88%	新百、中商
	深圳	1.48	2	7.3	2.32	20.58%	天虹商场

资料来源：东兴证券研究所

## 1.4 公司两极化中高端覆盖屏蔽电商冲击

中国网购消费力城市的 TOP10，东部地区独占鳌头。其中，网购消费力十大城市分别是上海、北京、深圳、杭州、广州、南京、苏州、天津、温州和宁波。主要集中在以江浙沪为主的长三角地区、以广深为主的珠三角地区和以北京为主的京津地区。

**图 5：中国网购消费力十大城市**



资料来源：2009-2010 年度中国网购热门城市报告，东兴证券研究所

大部分城市目前城市客群大多从事脑力劳动，具有较强的专业知识和职业能力及相应的家庭消费能力，向往高品质的生活。无论从消费标的还是消费方式上一定程度上和国际化接轨的倾向。从胡润内地富豪榜上榜人数的地区分布来看，广东，浙江，江苏，上海，北京，福建，山东（富豪数均超过 50 人）贫富分化最严重，此外以上地区的基尼系数不仅位居全国前列，也大部分落入了 0.4-0.5 收入差距较大的区间范围。消费能力的超常规态势是直接导致一线发达地区奢侈品消费能力强劲的直接原因。而从零售业态的分布来看，由于奢侈品或是高端产品仍以百货为主要载体，超市作为必选消费品载体的功能就相对弱化。精品化、奢侈化的内涵品牌结构提升成为一线百货企业内涵增长的主要方式。

公司从经营翠微大厦店起步，坚持走高档精品百货店发展之路，近年来先后开设的 5 家门店均搭配有超市和餐饮经营，而国际国内一线品牌的占比也远高于商圈类可比企业，无疑在屏蔽电子商务大潮冲击的同时与构筑了与行业发展趋势一致的核心竞争力。

## 2. 五钻门店领军京城西北零售市场

公司秉承“1+N”即 1 个翠微品牌，N 个百货商场的外延战略，一步一个脚印先后开办了牡丹园店、龙德店、翠微广场购物中心及清河店等 4 家门店，至此，公司旗下门店扩张至 5 家，实际经营面积合计达 12.64 万平米。根据中国百货商业协会统计，2009 和 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；近三年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，本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。

**表 3：公司各门店基本情况分析**

门店名称	商圈	开业时间	经营面积	物业性质	市场定位	收入占比	利润占比	租赁到期日
翠微大厦店	公主坟商圈	1997	42362	自有	中高档、时尚	44%	51%	2019.12.31
牡丹园店	牡丹园商圈	2003.12	21603	租赁	大众流行、中档	23%	24%	2013.5.31
龙德店	天通苑商圈	2007.12	20070	租赁	工薪实惠	10%	12%	2027.8.31
翠微广场	公主坟商圈	2009.12	22308	租赁	中高档、时尚	11%	5%	2024.5.9
清河店	上地商圈	2010.1	20070	租赁	中高档百货	--	--	2025.3.16

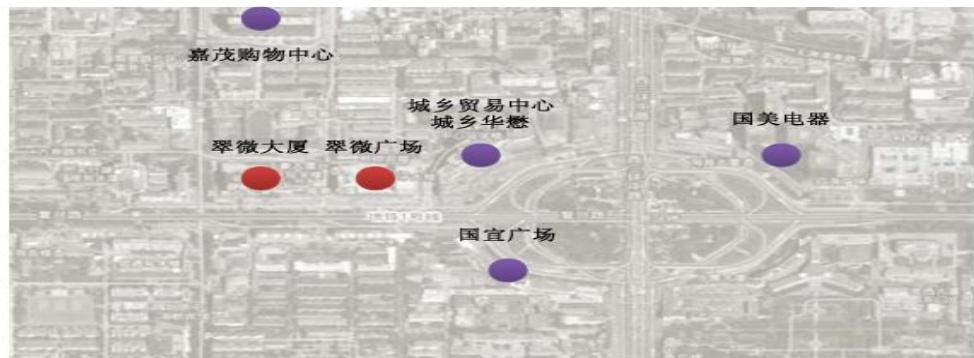
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2.1 公主坟商圈的统领地位坚固

### 2.1.1 公主坟商圈成为西部商业重地

公主坟商圈位于西三环中路和长安街西延长线的交汇处，加上早期建成通车的地铁1号线，是重要的交通枢纽，客流多，人气旺，一直以来都是满足西城区商圈消费需求的主力百货商圈。但基于海军、空军大院军事重地的集聚和周边大量的社区、机关单位，消费客户以居住、机关部队人群为主，配套的娱乐餐饮相对较少。而从毗邻五棵松商圈的竞争来看，太平洋百货的败走、主力百货店的缺失一直是该商圈集聚人气的重要短板，难以与公主坟商圈的人气和商业格局匹敌。从商圈内部的竞争来看，公主坟商圈内的城乡贸易中心整体定位中低端，嘉茂购物中心则以时尚休闲为主，与翠微大厦、翠微广场二合一的中高端定位形成了商圈范围内的完全错位，因此也进一步形成了三者的良性互动。

图 6：公主坟商圈竞争格局



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 2.1.2 两大主力门店错落有致

翠微大厦店整体建筑面积为8万平米，其中百货经营面积为39,736 m<sup>2</sup>，超市经营面积为2,626 m<sup>2</sup>。共计53,616 m<sup>2</sup>为本公司自有物业。翠微大厦店于1997年开业，定位为中高档百货，截至2011年9月30日，翠微大厦店引入品牌：国际一线246个，

国际二线 391 个，进口品牌 511 个，国内一线 427 个，国内二线 690 个，共计 2,265 个国内外品牌。

从品类构成上来看，翠微大厦是唯一一个相对于其他门店，在饰品配件动态增量最为突出的门店，截至 2011 年三季度其服装鞋帽 39% 的占比低于公司平均水平，而 47% 的饰品占比则远高于可比门店，这一方面是该门店毛利率略低于公司平均水平和历年平均水平的原因；另一方也体现了与翠微广场高端时尚服饰定位的动态调整。

**表 4：翠微大厦收入及毛利变化趋势**

翠微大厦	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入、亿	19.84	21.51	25.36	29.94
(+/-)%		8.41%	17.88%	18.06%
收入占比	72.97%	70.99%	65.80%	65.95%
毛利率	20.75%	20.69%	20.18%	17.96%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

翠微广场购物中心位于翠微大厦店的东侧，同处翠微路（公主坟）市级商业中心地带。购物中心的建筑面积为 36,983 m<sup>2</sup>，经营模式以租赁为主，于 2009 年 12 月试营业，并于 2010 年 6 月底开始正式营业，实现收入 1.27 亿元。是公司开设的第一个高档购物中心，集购物、休闲娱乐、餐饮、酒店、办公、综合服务功能为一体，一定程度上填补了公主坟商圈在商业配套方面的空白。而在定位上也与翠微大厦形成了错位，其品牌定位以国际一、二线高档奢侈品牌为主，市场定位为 28 到 50 岁之间的社会中坚消费群体。汇集了 Burberry、Cerrutti 1881、Escada sports、Gieves & Hawkes、Kent & Curwen、BMW Lifestyle、Brooks Brothers、Haagen-Dazs、Lloyd、Ports 1961 等众多国际知名品牌。高品牌定位、培育期特质使得该门店 2010 年的毛利率水平仅为 15.11%，在 11 年大幅上升至 20.05% 的水平，充分体现了业态组合范围经济效应的发挥和翠微品牌在成熟商圈强大的品牌集客效应。

随着翠微广场高速成长期的来临和商业配套的进一步完善，其与成熟门店翠微大厦的范围经济和规模效应将逐步发挥，后者的“二次重生”和前者的杠杆式成长将成为公司未来业绩的亮点。

## 2.2 牡丹园量价齐升空间犹存

牡丹园店位于海淀区花园路 2 号，建筑面积为 3.3 万平米，其中百货经营面积为 19,153 m<sup>2</sup>，超市经营面积为 2,450 m<sup>2</sup>，于 2003 年 12 月开业。（租赁到期日为 2013 年 5 月 31 日。）

作为继翠微大厦之后的另一家成熟门店，20% 以上的超市收入占比是五家门店中占比最高的。牡丹园店的整体收入增速略低于主力店，毛利率也基本维持稳定。

**表 5：牡丹园店收入及毛利变化趋势**

牡丹园店	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入、亿	5.36	6.10	6.85	7.71

(+/-)%	13.88%	12.31%	12.54%
收入占比	19.71%	20.14%	17.79%
毛利率	20.11%	18.97%	19.09%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 2.3 立水桥商圈的两大明珠龙德与清河

立水桥商圈以前是脏乱差的代名词，随着天通苑、保利、北苑家园等大型居住区的形成，以及地铁五号线、13号线等交通干道的修建而发生变化，是亚奥商圈北移的时代产物。目前立水桥商圈云集了众多高档住宅项目，楼盘总建筑面积已经超过了1400万平米，常驻和流动人口达到150万人以上，再加上北部紧邻的天通苑和回龙观两大居住区，消费流庞大，明天第一城、龙德广场两个10万平米以上商业项目已经全面将亚奥商业核心区的地位北移。龙德店与龙德广场中多种业态汇集一堂、互为依托，共同构筑奥北核心商圈的“一站式购物休闲胜地”。

#### 2.3.1 龙德店

龙德店位于天通苑龙德广场，建筑面积为3.93万平米，其中百货经营面积为19,790m<sup>2</sup>，另外有280m<sup>2</sup>用于部分超市商品的经营，于2007年12月开业。（租赁到期日为2027年8月31日。）

从该门店的收入及毛利变化趋势可以看出，作为仍处于成长期的门店，收入增速均保持在30%以上的高速态势，2011年虽有所回落，但预计仍高于公司平均水平。而基于周边社区商业环境的定位和化妆品等高毛利率品类强势突围的相对缺失，门店的毛利率水平在整体下滑的同时低于公司水平。未来该门店将在分享天通苑这一大型社区商业高速发展的红利同时，凭借品类调整及品牌提升获得内外兼修的发展。

表 6：龙德店收入及毛利变化趋势

龙德店	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入、亿	1.81	2.65	3.43	4.07
(+/-)%		45.96%	29.70%	18.48%
坪效	6.67%	8.74%	8.91%	8.96%
毛利率	21.44%	19.18%	18.92%	18.97%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

#### 2.3.2 清河店

清河店位于北京市海淀区清河毛纺路，建筑面积为3.36万平米，其中百货经营面积为18,009m<sup>2</sup>，超市经营面积为2,061m<sup>2</sup>，于2010年1月底开业，定位于中高档百货。（租赁到期日为2025年3月16日。）该门店的开业时间和体量虽然与翠微广场购物中心相近，但考虑到清河所处商圈与成熟公主坟商圈的差距，当年1.5个亿的销售收入与翠微广场的1.27亿相比仍体现出了公司运作社区商业综合体的潜质。此外，虽然门店的超市业态占比相对龙德店和翠微广场店均较高，但综合毛利率水平近两年一直维持在19.15%左右，明显高于其他门店，也充分说明了该门店作为后起之秀在商圈范围内的竞争优势和未来利润杠杆释放的空间。

## 2.5 品牌化发展是王道

公司以“1+N”即1个翠微品牌，N个百货商场品牌化外延为主导，要实现未来三年再开发3至5家适度超前的成熟名品百货店，单店平均经营面积超过30,000 m<sup>2</sup>，年销售规模超过80亿元的发展目标。

我们结合北京零售市场主力企业的竞争格局来分析公司未来两极化的外延空间：就社区这一极而言，以3万平米主导的社区化购物中心目前较强的竞争对手是燕莎系和天虹商场，三者的优势区域完全错位，而燕莎未来的业态导向则更趋向于奥特莱斯、天虹社区的品牌定位则相对低端；同样定位高端的百盛、新世界则主要集中于核心商圈、次核心商圈，尚未形成正面竞争，公司未来中高端社区购物中心的外延无论是在区域空间还是从竞争对手的业态定位相对空间来看都有一定的发展机遇。

就综合体或商业地产这一级而言，公司仍处于发展初期，翠微广场的租金化模式的试水也还在进行。目前中粮大悦城的成功运作和万达广场的强势崛起给公司的大型化外延步伐带来了一定压力。而大股东物业资源、上游招商优势和公司经营团队的专业化运作是综合化外延方向的三大支柱。

此外，公司的实际控制人为翠微集团。其除了翠微百货以外，还拥有当代购物中心经营公司、华泰大厦及华奥集团所属甘家口大厦等相关资产。大股东的相关背景也为公司未来多渠道的外延扩张奠定了基础。

**表 7：公司股权结构图**

序号	股东名称	持股数（万股）	持股比例
1	翠微集团	17639.16	76.36%
2	兴源房地产	2725.80	11.80%
3	华纺房地产	2291.52	9.92%
4	凯振照明	443.52	1.92%
合计		23100	100%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

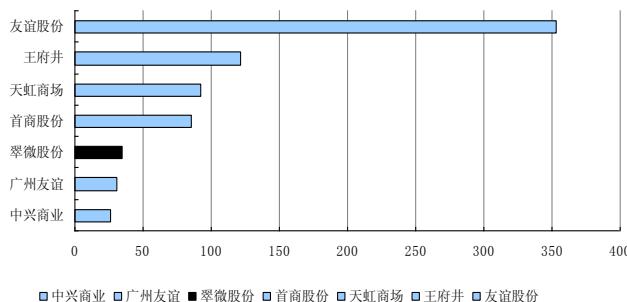
## 3. 品牌化发展奠定内涵品质生活核心

### 3.1 规模和产业链地位仍是主导毛利率的两大引擎

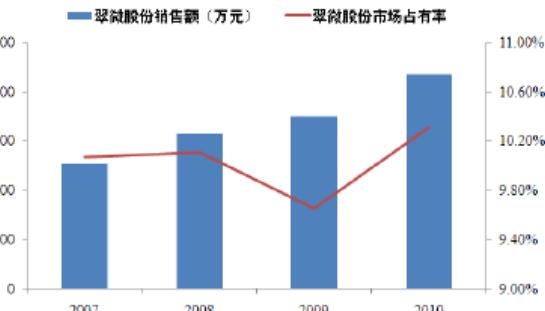
企业相对规模和产业链绝对地位两大要素均是零售渠道商与上游供应商谈判的重要筹码，也是决定毛利率动态趋势的重要要素。而两者的关系实际又是相辅相成的。翠微股份的市场份额虽然整体呈现上升的态势，但相对于北京本土商业企业的规模劣势较为明显，而相对于广州友谊、中兴商业等高端定位的一线区域型企业则规模相当。就产业链地位而言，基于百货业态联营主导的盈利模式，我们用预收账款现金流占比反映对下游尤其是集团、会员客户的品牌号召力，翠微股份在可比百货类企业中名列第一，充分反映了其社区商业主导业态的市场及品牌影响力和依赖度。

**图 7：可比公司绝对规模水平对比（2011Q3）**

**图 8：公司相对市场份额纵向变化趋势**

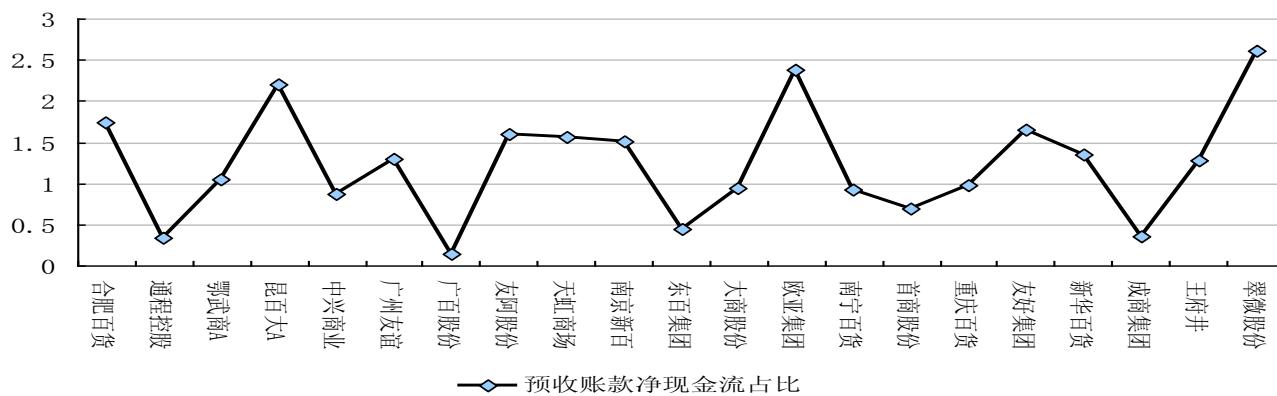


资料来源：WIND, 东兴证券研究所



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 9：可比公司预收账款净现金流占比对比 (2010)



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

横向对比来看，公司的毛利率水平和一线及部分二线省会城市的百货企业相比均较低，这一方面是由于公司的品牌覆盖范围仍主要集中在北京市海淀区，跨区的规模及品牌优势尚不具备，从而引致议价能力相对较弱；另一方面，公司 2010 年集中新开的两家中高端定位门店，尤其是翠微广场店仍处于培育期，品牌的毛利率杠杆优势尚未发挥，一定程度上影响了近两年静态的毛利率水平。

纵向对比来看，在黄金珠宝低毛利品类旺销、内忧外患行业竞争格局下促销手段及力度不断升级、愈演愈烈的背景下，公司三年一期的毛利率水平一直处于下降通道，与 SW 百货板块的趋势保持一致，下降幅度略快于板块整体，与其所处的区域竞争环境和外延门店定位不无关系。

图 10：可比公司毛利率水平横向对比 (2011Q3)

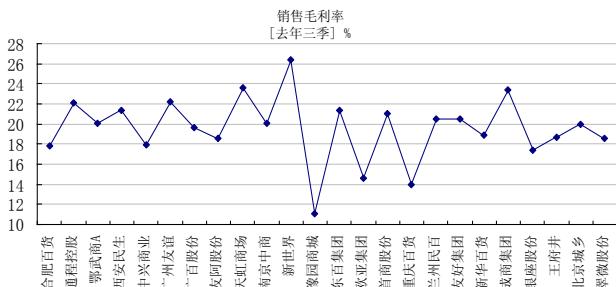
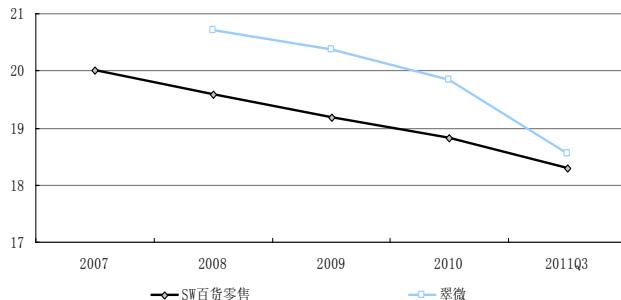


图 11：公司历年毛利率水平纵向变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

### 3.2 品类、品质是自主式内涵提升重要途径

品类管理的本质是零售商与供应商的合作，通过创造商品中消费者价值来创造更佳的经营绩效。之前对于品类管理的研究更多是集中在超市业态上，沃尔玛无疑是品类管理的典范。然而值得注意的是苹果专卖店、ZARA 等时尚品牌服装强大的集客效应，黄金珠宝类产品旺销与低毛利率的双刃剑，家电品类的今年以来的低速拖累以及男士护理、环保家饰家装新品类出现的品牌效应都对逐步迈向综合化的百货企业提出了新的挑战。

关注各品类之间交叉销售的机会以及加强店内营销提升毛利率；通过互联网迅速制造影响力和轰动效应，吸引更多消费，成为品类取舍升级环境下的重要手段。零售企业对品类舰长的需求也不断扩大，希望能够在更多的品类与品类舰长开展合作，特别是在高毛利的品类，例如家庭清洁用品、百货品类等。

**品类方面**——从上游前五名供应商的变换趋势可以看出公司顺势而为的品类动态调整：三年一期以周大福、宝福、亨得利为代表的黄金珠宝腕表类配饰前五大供应商采购占比明显增加，这与我国过去五年取舍式消费的品类相对占比变化趋势一致；而采购金额排名前五的自营、联营合同也表明高端化妆品、甚至是以 Burberry 为代表的奢侈品一直公司力推的代表性高毛利率品类。

**品质方面**——公司不断将具有翠微特色的“家人式”服务细化、规范化、标准化，从而在顾客服务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。·现在，翠微的活跃持卡会员已经达到二十万，今年上半年，翠微会员刷卡购物达 17.48 亿元，接近整体销售额的七成。而以精品高端定位的翠微超市则成为了会员卡消费依存度的重要来源。2010 年，超市业务的毛利增长较快，超市业务近三年一期的毛利率分别为 14.04%、13.59%、14.61% 和 16.13%，毛利率基本保持稳定，略有上升。但营业利润出现了下降，主要系超市新开门店导致期间费用增加较快所致。2011 年 1-9 月，超市业务毛利增幅扩大，营业利润增长率较高，为 113.68%，成为翠微品牌产业链地位提升的重要辅佐。

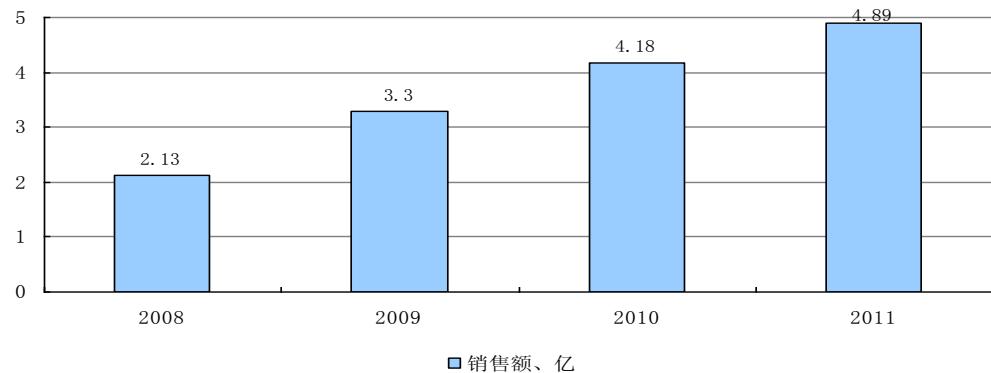
### 3.3 信息化升级辅佐品牌连锁

类比处于同一区域且跨区业务占比较少的首商股份和广州友谊，公司的销售费率整体偏高，翠微广场的 2009 年开始的运筹和 10 年开业前后的营销促销活动无疑浓墨重彩的构筑了高企的销售费用；若排除此因素，公司整体平滑的销售费率呈现逐年下降的态势，这与公司的精准化、精细化有效不无关系。

**最具代表性的当属翠微每年 11 月份店庆的狂潮——翠微一年一度的店庆无疑成为公主坟商圈奇迹般的商业年度盛宴：**2009 年五天的店庆，3.3 个亿相当于一家万平方米百货商场一年的销售额，翠微大厦的最高单日销售额达到 8300 万元，创造出了全国百货商场新的销售纪录，这已经是翠微店庆第 12 次刷新这一数据了。2011 年，四天

累计销售额 4.89 亿，总体客流量超过 50 万人次，平均客单价达到 3512 元，而单笔最高消费达到 148 万元。翠微百货店庆再创全国单店单日销售最高纪录，达到 1.2 亿。

图 12：翠微历年店庆销售数据

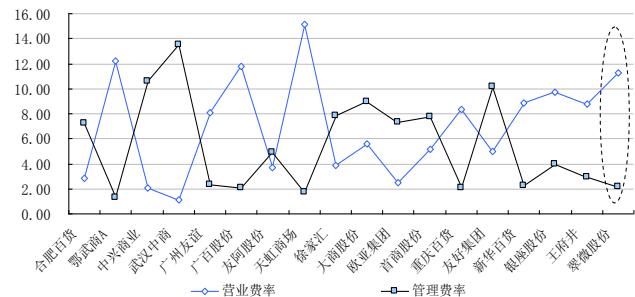


资料来源：东兴证券研究所

总结来看店庆的成功实际就是产业链各节点打通后的共赢：一是精确到每一个出风口的温度；二是能为顾客“画像”的会员卡；三是主动置换 269 个品牌，请进 318 个新品牌；四是采购部经理每天要跟导购们聊一遍；五是每月拿着天气预报帮供应商备货，翠微之所以能靠相对保守的折扣力度保持京城单日最高销售的纪录，很大程度上依赖于店庆货品的筹备。在整个备货过程中，翠微最看重的是各品牌的“新品参活率”，即有多少应季新品参加店庆的活动。

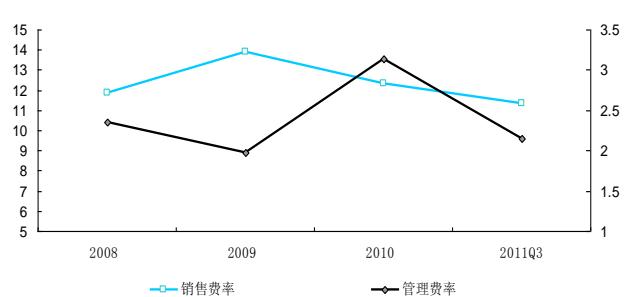
而管理费率的相对优势，一方面取决于公司运营效率的提高，尤其是以租赁为代表的物业管理能力的提高；另一方面则也与公司的信息化进程优势有密切关系。翠微是国内百货业中第一个利用信息系统实现单品管理的企业，也是第一个通过供应链管理系统对供应商实现有效管理的企业。从供应商的全部信息，数十万种商品单品代码、单价，每日的实时销售、财务日报、月报，销售人员、收银员前台销售和收银状况，到每个供应商及每个商品的日、月销售情况，都全面实现了计算机管理。而管理费率在 2010 年的跨越式增长，即较 2009 年全年 5979.92 万增长 101.68%，主要是公司关于管理人员与营业人员之间划分标准的调整导致 2010 年管理人员人数增加 200 余人；以及新开翠微广场购物中心及清河店，导致公司物业费及保洁费增长较快。

图 13：公司销售及管理费率可比公司对比（2011Q3）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 14：公司销售及管理费率纵向变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

## 4. 跨区试水和信息化建设构筑内外兼修发展轨迹

### 4.1 大成路项目

大成路项目是公司首次尝试的郊县商业，项目建筑面积 4.89 万平米，物业为购买自有。该门店已于 2011 年 12 月开业，总投资 7.81 亿元。

项目位于丰台区青塔二期居住区中部，核心商圈覆盖半径约 2 公里，内有岳各庄小区、秀园、大成南里一区及二区、万科紫台、珠江风景、西府颐园等 18 个居民社区，武警部队军属院、总参指挥部、总后干休所、解放军 302 医院等 6 个机关社区，涉及人口约 15-20 万人（含流动人口），商圈目标客户是公司一贯的机关、部队人群，在项目定位和品牌招商方面均有丰富的经验。半径 1 公里到 2 公里之间有华联超市、超市发、大中电器、红星美凯龙等零售企业，百货业态的竞争环境相对宽松。

大成项目在较好贯彻了翠微“1+N”品牌化连锁战略的同时，进一步填补了北京第三大社区商业区域的空白市场。根据周边环境和门店定位，我们预计该门店有望在 2 年后盈利。

### 4.2 信息化配套是跨区连锁经营引致的必然趋势

采用商业技术的应用是进行外延扩张的前提和基本。国外零售企业使用的商业技术已经进入了供应链、客户关系管理、电子商务平台的建设以及用商业智能技术来分析企业数据的阶段。沃尔玛的管理费仅占营业额的 2%，而国内一些零售企业的管理费高达营业额的 7%。实行全国连锁扩张、集约化管理的相关企业管理费用率均低于东部平均水平，而对应的期间费用率也呈现相同的格局，体现了百货连锁经营虽然现阶段还受到诸多因素的制约，但标准化的管理为外延扩张中相关费用的规模经济化较好诠释了这一百货业态新兴经营模式的竞争力。

**表 8：(全国) 连锁代表企业相关费用率情况 (5 年平均)**

经济带、圈	代表企业	门店数量	管理费用率	期间费用率
长三角	百联股份	23	8.67	19.12
珠三角	天虹商场	40	1.93	17.59
海西经济区	东百集团	5	4.57	13.41
京津冀、环渤海	王府井	19	5.81	13.92
东部地区平均			9.90	22.45

资料来源：东兴证券研究所

本项目投资总额为 4,920.19 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，主要用于 ERP 系统升级、CRM 系统升级、BI 系统及布局管理系统升级三大部分。一方面有利于公司将商业行为信息在供应链各节点串通，从而提升自身产业链地位和毛利率水平；另一方面，连锁化的集约管理，总部控制也有利于相关期间费用率的压缩。从而通过内涵动态提升匹配了跑马圈地的牵制。

## 5. 业绩预测及估值

- 假设公司翠微大厦、牡丹园两大成熟门店未来三年的同店增速保持在 12-15% 的平均水平；龙德店也将逐步步入成熟期，同店增速略高于上述两者为 16%；后起之秀清河店和翠微广场店有望全面提速，两者作为次新店 2011-2013 年的增长均在 30% 左右；
- 根据公司 1+N 的品牌化外延战略，预计年均外延速度为 1 家，单店面积平均为 3 万平米。

**表 9：公司收入预测门店分解**

门店名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>翠微大厦</b>	2,151.00	2,536.00	2,994.00	3,383.22	3,789.21
增速	8.42%	17.90%	18.06%	11.00%	12.00%
<b>牡丹园店</b>	610.00	685.00	771.00	878.94	1,010.78
增速	13.81%	12.30%	12.55%	13.00%	14.00%
<b>龙德店</b>	265.00	343.00	407.00	472.12	542.94
增速	46.41%	29.43%	18.66%	16.00%	15.00%
<b>翠微广场</b>		127.00	165.10	214.63	279.02
增速			30.00%	30.00%	30.00%
<b>清河店</b>		150.00	202.50	275.40	358.02
增速			35.00%	36.00%	30.00%
<b>大成店</b>				150.00	195.00

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

- 考虑到公司高端定位门店翠微广场、清河店逐步步入成长期，以及连锁品牌化战略主导下的供应链多点突破，假设 2011-13 年综合毛利率水平分别为 18.6%、19.2% 和 19.5%；
- 随着公司信息化进程的稳步推进和人力成本压力的逐步平滑，我们预计公司的管理费率在未来三年整体呈现下滑的态势；而基于一线城市的租金溢价和中高端定位战略引致的营销配套，公司的销售费率将略有增长。

按照总股本 2.31 亿预测公司 2011-2013 三年的 EPS 分别为 0.43、0.55、0.69 元。目前 A 股零售板块的 PE 在 17 倍左右，考虑到公司相对稳健的内涵增长和外延速度，给予 12 年 18 倍的 PE 水平。公司相对估值为 9.9 元。结合绝对估值价格 8.23 元，公司合理价值区间为 8.23-9.90 之间。

## 6. 风险提示

公司面临着以下风险：内外资零售企业竞争加剧所带来的市场风险；外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险；宏观经济波动带来的消费能力和消费信心下降风险。

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,030.29	3,853.42	4,539.60	5,374.31	6,174.96
营业成本	2,413.38	3,088.84	3,697.59	4,342.44	4,970.85
营业费用	421.93	475.07	551.56	661.04	765.70
管理费用	59.80	120.60	113.49	150.48	166.72
财务费用	(17.56)	0.10	(0.74)	(1.33)	(0.74)
投资收益	8.47	0.65	0.00	0.08	0.08
营业利润	134.88	131.83	133.21	169.09	212.01
利润总额	135.06	140.51	135.61	172.59	215.51
所得税	33.86	35.44	33.90	43.15	53.88
净利润	101.20	105.07	101.71	129.44	161.63
归属母公司所有者的净利润	98.48	104.14	99.51	127.44	159.63
<i>NOPLAT</i>	87.91	98.65	99.35	125.82	158.45
资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	700.66	435.17	817.13	967.38	1,358.49
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	7.17	27.89	24.87	26.50	25.38
预付款项	28.17	7.84	11.53	15.88	20.85
存货	67.30	97.24	111.43	132.06	152.53
流动资产合计	908.60	667.40	1,085.73	1,288.71	1,729.21
非流动资产	660.70	1,129.60	1,100.04	1,393.54	1,429.55
资产总计	1,569.30	1,797.00	2,185.77	2,682.25	3,158.75
短期借款	0.00	0.00	183.93	69.18	293.75
应付帐款	281.04	330.30	395.09	475.88	558.37
预收款项	677.85	779.33	861.05	973.91	1,103.58
流动负债合计	1,256.15	1,475.19	1,763.96	1,847.95	2,290.53
非流动负债	6.02	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	4.04	4.18	6.38	8.38	10.38
母公司股东权益	303.08	317.63	418.53	829.01	860.94
净营运资本	(347.56)	(807.79)	(678.23)	(559.24)	(561.32)
投入资本 IC	(462.29)	(181.25)	(276.13)	(128.64)	(210.42)
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	101.20	105.07	101.71	129.44	161.63
折旧摊销	14.42	20.78	0.00	131.50	164.00
净营运资金增加	(433.99)	(460.23)	129.56	118.98	(2.08)
经营活动产生现金流	243.73	297.82	451.67	405.54	493.43
投资活动产生现金流	(203.75)	(520.53)	(208.18)	(424.92)	(199.92)
融资活动产生现金流	(168.93)	(42.79)	138.47	169.63	97.61
现金净增(减)	(128.96)	(265.50)	381.96	150.25	391.12

## 分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。