



持有

9.10% ↓

目标价格: 人民币8.00

603123.CH

价格: 人民币 8.80

目标价格基础: 20倍14年市盈率

板块评级: 中立

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12)	(1)	(16.0)	(8.0)
相对新华富时A50指数	(3)	1	(2.8)	3.7

发行股数(百万)	308
流通股(%)	36.51
流通股市值(人民币 百万)	989.65
3个月日均交易额(人民币 百万)	276
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
北京翠微集团	55.06

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年3月3日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

Jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

## 翠微股份

### 收购兼并当代商城及甘家口大厦, 符合行业未来发展趋势

翠微股份发布公告: 公司公布重大资产重组交易草案, 交易方案为公司以发行股份及支付现金的方式购买海淀国资中心持有的当代商城 100% 股权及甘家口大厦 100% 股权, 同时向不超过 10 名投资者发行股份募集配套资金, 募集资金总额不超过 5.2 亿元。重组后, 翠微集团通过与海淀国资中心签署的《协议书》, 保持其实际控制地位不变, 仍为控股股东和实际控制人。假定公司增发成功 (2013 年亦考虑并表后全部摊薄), 我们调整公司全面摊薄后 2013-2015 年每股收益分别 0.36/0.40/0.47 元, 6 个月目标价 8 元, 对应 2014 年 20 倍市盈率, 维持持有评级。

#### 支撑评级的要点

- 本次交易标的资产 (当代商城及甘家口大厦) 的评估价值约为 2468 亿元, 公司通过向海淀国资中心公司发行股份购买资产的金额约为 21.03 亿元, 同时支付现金对价约 366 亿元。根据公司与海淀国资中心签署的协议, 本次向海淀国资中心发行股份的价格为 13.68 元/股, 较发行底价溢价 76.74%, 按此计算, 向海淀国资中心发行股票的数量约为 15,370 万股。我们以翠微股份目前股价 8.80 元 (2014 年 3 月 3 日收盘价)、发行数量 153 亿股以及 3.65 亿现金计算, 公司本次收购的实际交易对价约为 17.12 亿元。从市盈率角度看, 2014 年当代商城和甘家口大厦预计净利润合计 8023.6 万元 (海淀国资中心承诺当代商城和甘家口大厦 2014 年度合计净利润实际数不低于上述合计净利润预测数), 实际交易对价对应 14 年市盈率为 21.34 倍, 高于零售行业平均市盈率水平。但从物业重估价值看, 当代商城中关村店自有物业 469 万平, 甘家口大厦自有物业 408 万平, 两者合计 8.77 万平米, 若按 3 万/平米的极保守估计, 物业价值高达 26.31 亿; 截止 2013 年 10 月 31 日, 当代商城负债 522 亿元, 甘家口大厦负债 246 亿元, 两者合计 768 亿元。因此净资产至少在 18.63 亿元以上, 交易对价相对合理。
- 同时, 公司向不超过 10 名投资者非公开发行股份募集不超过 5.2 亿元的配套资金, 用于支付本次交易的现金对价、标的公司人员安置费用、当代商城装修改造项目及补充甘家口大厦营运资金。股票发行底价为 6.97 元/股, 最终发行价格将根据最终交易定价结果。按照配套融资金额上限 5.2 亿元以及发行底价 6.97 元/股计算, 非公开发行股份的数量约为 7460 万股。

#### 评级面临的主要风险

- 宏观经济及三公消费锐减拖累公司收入增长。

#### 估值

- 假定公司增发成功 (2013 年亦考虑并表后全部摊薄), 我们调整公司全面摊薄后 2013-2015 年每股收益分别 0.36/0.40/0.47 元。公司在零售低潮时期, 通过收购兼并门店壮大经营规模, 符合零售企业做大做强、提升行业集中度的发展趋势, 但当前公司高端百货的定位受短期反腐倡廉、三公消费锐减影响较大, 因而维持公司持有评级, 6 个月目标价 8 元, 对应 2014 年 20 倍市盈率。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	4,803	4,948	4,773	7,278	7,582
变动(%)	24.7	3.0	(3.5)	52.5	4.2
净利润(人民币 百万)	131	148	133	214	254
全面摊薄每股收益(人民币)	0.251	0.481	0.431	0.399	0.474
变动(%)	26.2	12.6	(10.4)	61.4	18.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.349	0.409	0.454
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.252	0.357	0.415
调整幅度(%)	-	-	71.0	11.8	14.3
核心每股收益(人民币)	0.251	0.481	0.431	0.399	0.474
变动(%)	26.2	12.6	(10.4)	61.4	18.8
全面摊薄市盈率(倍)	35.0	18.3	20.4	22.0	18.5
核心市盈率(倍)	35.0	18.3	20.4	22.0	18.5
每股现金流量(人民币)	1.77	1.65	0.55	1.85	0.79
价格/每股现金流量(倍)	5.0	5.3	16.1	4.8	11.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	5.6	8.9	4.0	3.6
每股股息(人民币)	0.086	0.200	0.133	0.123	0.146
股息率(%)	1.0	2.3	1.5	1.4	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	4,803	4,948	4,773	7,278	7,582
销售成本	(3,903)	(3,949)	(3,833)	(5,838)	(6,056)
经营费用	(709)	(789)	(770)	(1,175)	(1,223)
息税折旧前利润	307	383	293	419	491
折旧及摊销	131	188	110	127	144
经营利润 (息税前利润)	176	195	182	292	347
净利息收入/(费用)	(4)	(19)	13	57	105
税前利润	181	200	182	292	347
所得税	(46)	(50)	(46)	(73)	(87)
少数股东权益	(3)	(2)	(4)	(5)	(6)
净利润	131	148	133	214	254
核心净利润	131	148	133	214	254
每股收益(人民币)	0.251	0.481	0.431	0.399	0.474
核心每股收益(人民币)	0.251	0.481	0.431	0.399	0.474
每股股息(人民币)	0.086	0.200	0.133	0.123	0.146
收入增长(%)	24.7	3.0	(3.5)	52.5	4.2
息税前利润增长(%)	n.a.	24.8	(23.6)	43.2	17.2
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	10.8	(6.4)	60.3	18.9
每股收益增长(%)	n.a.	91.2	(10.4)	(7.3)	18.8
核心每股收益增长(%)	n.a.	91.2	(10.4)	(7.3)	18.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	181	200	182	292	347
折旧与摊销	131	188	110	127	144
净利息费用	(8)	(12)	12	32	50
运营资本变动	1,333	584	791	(1,739)	(1,678)
税金	(46)	(50)	(46)	(73)	(87)
其他经营现金流	(1,283)	(526)	(949)	2,270	1,573
经营活动产生的现金流	408	508	168	991	424
购买固定资产净值	0	0	(400)	(400)	(400)
投资减少/增加	19	4	0	0	0
其他投资现金流	(898)	(145)	(5)	0	0
投资活动产生的现金流	(879)	(141)	(405)	(400)	(400)
净增权益	0	0	0	2,625	0
净增债务	80	(80)	0	0	0
支付股息	0	(20)	(62)	(41)	(66)
其他融资现金流	385	303	(0)	(25)	(55)
融资活动产生的现金流	461	184	(49)	2,617	(16)
现金变动	(10)	551	(286)	3,207	8
期初现金	425	977	690	3,898	3,906
公司自由现金流	(466)	360	(226)	642	120
权益自由现金流	(394)	268	(224)	648	128

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	425	977	690	3,898	3,906
应收帐款	28	24	23	36	37
库存	121	122	115	175	182
其他流动资产	596	1,092	819	4,103	4,120
流动资产总计	717	1,215	934	4,278	4,302
固定资产	1,884	1,891	2,102	2,312	2,516
无形资产	17	18	17	16	15
其他长期资产	378	302	374	439	492
长期资产总计	2,279	2,211	2,493	2,767	3,023
总资产	2,997	3,426	3,427	7,045	7,325
应付帐款	372	398	383	584	606
短期债务	300	0	0	0	0
其他流动负债	1,379	1,400	1,342	1,955	2,019
流动负债总计	2,050	1,799	1,725	2,539	2,624
长期借款	80	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	231	308	308	536	536
储备	628	1,310	1,381	3,951	4,140
股东权益	859	1,618	1,689	4,488	4,676
少数股东权益	3	2	4	5	6
总负债及权益	2,997	3,426	3,427	7,045	7,325
每股帐面价值(人民币)	3.72	5.25	5.48	8.37	8.72
每股有形资产(人民币)	3.65	5.20	5.43	8.34	8.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.11)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.7	8.0	5.9	5.4	5.9
息税前利润率(%)	4.0	4.2	3.6	3.6	4.0
税前利润率(%)	3.8	4.1	3.8	4.0	4.6
净利率(%)	2.7	3.0	2.8	2.9	3.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.3	0.7	0.5	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	51.0	11.1	(13.3)	(4.6)	(2.9)
净权益负债率(%)	(5.3)	(60.4)	(40.9)	(86.9)	(83.5)
速动比率(倍)	0.3	0.6	0.5	1.6	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	35.0	18.3	20.4	22.0	18.5
核心业务市盈率(倍)	35.0	18.3	20.4	22.0	18.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.0	17.8	19.8	21.4	18.0
市净率(倍)	3.2	1.7	1.6	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.0	5.3	16.1	4.8	11.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	5.6	8.9	4.0	3.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	9.2	9.0	8.8	8.8	8.7
应收帐款周转天数	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8
应付帐款周转天数	34.8	36.8	36.5	36.5	36.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14.8	41.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.3	9.2	7.9	4.8	5.4
资产收益率(%)	4.4	4.3	3.9	3.0	3.5
已运用资本收益率(%)	11.1	9.6	7.5	4.4	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。



## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371