

翠微股份(603123)新股定价报告

立足北京，把握细分市场

可选消费/百货

定价区间
8.55—10.26 元

发布时间：2011 年 5 月 2 日

投资要点：

- 公司基本情况：**北京翠微大厦股份有限公司是北京市海淀区区属商业龙头企业，公司定位“适度超前的成熟热销名品百货店”，目前共拥有 6 家百货门店，布局于北京市海淀区、西城区、丰台区石景山区、朝阳区和昌平区等区域，经营面积 15.8 万平米。据中国百货商业协会统计，2009 年和 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，在中国连锁百强中排名分别为第 69 和 66 位。
- 公司经营情况分析：**2009、2010 及 2011 年前三季度，公司实现营业收入 30.3 亿元、38.53 亿元和 34.58 亿元，分别同比增长 11.43%、27.16%和 28.93%，呈较快增长趋势。从公司各门店经营情况看，我们认为公司未来 3 年仍将处于利润快速增长期。
- 募投项目分析：**公司募集资金将投资于翠微百货大成路店项目和信息化系统升级改造项目。新开大成店可以进一步提高公司市场占有率，并充分利用北京城市化进程所带来的新商机。信息化系统升级改造则有利于公司完善业务流程，整合资源，提高公司运营及管理效率，在公司未来连锁化经营发展中，起到有力的后台支持作用。
- 盈利预测与估值：**根据对公司经营情况的分析和对公司同店增速及毛利率的预测，并假设公司 2012 年无新店开出，2013-2014 年每年新增一家百货门店或购物中心，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元和 0.79 元（发行后）。参考行业同类上市公司估值，我们认为公司 2012 年估值在 15-18 倍之间比较合理，对应合理价格 8.55-10.26 元。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争风险、新门店选址风险、新店培育过长、未来扩张受限等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	385,342	27.16	10,414	5.75	0.34	32.6%		
2011	480,339	24.65	13,147	26.24	0.43			
2012E	543,943	13.24	17,710	34.71	0.57			
2013E	632,250	16.23	24,455	38.09	0.79			

发行数据	2011 年
发行前股本（万股）	23,100
发行数量（万股）	7,700
发行价格（元）	9.00
发行前 EPS（元）	0.77
发行后 EPS（元）	0.43
发行前每股净资产（元）	3.10
发行日期	2012-4-19
上市日期	2012-5-3
主承销商	中信建投证券

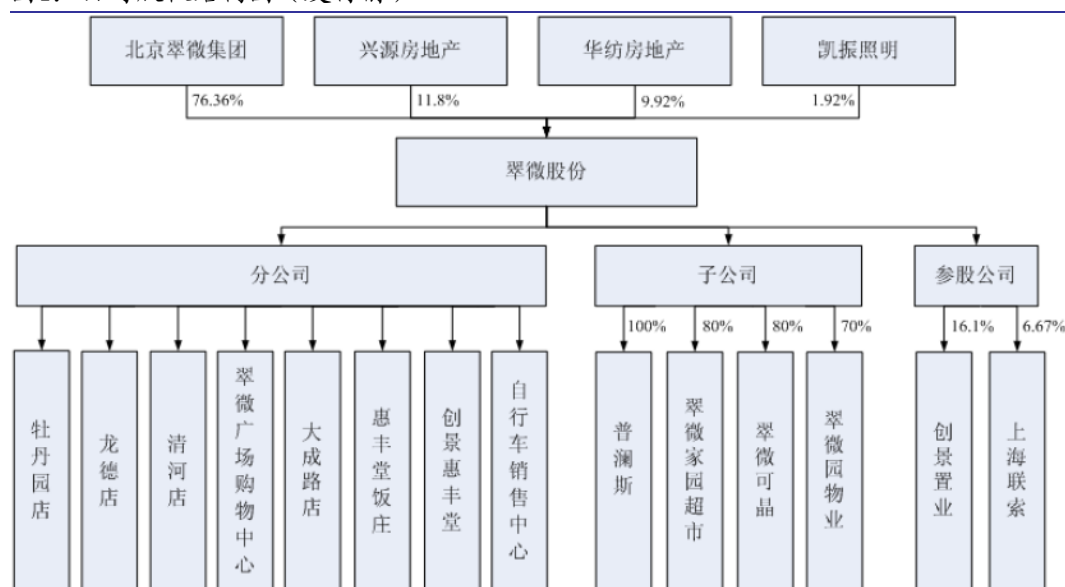
分析师：罗旷怡
执业证书编号：S0550511020002
TEL: (8621)2036 1102
FAX: (8621)2036 1159
Email: luoky@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号
邮编：200135

1.公司基本情况

北京翠微大厦股份有限公司是北京市海淀区区属商业龙头企业，公司定位“适度超前的成熟热销名品百货店”，目前共拥有6家百货门店，布局于北京市海淀区、西城区、丰台区石景山区、朝阳区和昌平区等区域，经营面积15.8万平米。据中国百货商业协会统计，2009年和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，在中国连锁百强中排名分别为第69和66位。根据北京商业信息咨询中心数据，2008、2009、2010和2011年1-9月，公司在北京区域市场占有率排名均为第3名。其中翠微大厦店2008、2009及2010年度在北京区域单店市场占有率排名均为第1名。

股权结构方面，翠微集团为公司的控股股东及实际控制人，发行前持有公司17639.16股份，占公司总股本的76.36%，兴源房地产、华纺房地产和凯振照明分别持有公司11.8%、9.92%和1.92%的股份。

图1：公司股权结构图（发行前）



资料来源：公司招股说明书，东北证券

表1：公司发行前后股本变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数(万股)	股权比例	持股数(万股)	股权比例
翠微集团	17639.16	76.36%	16957.69	55.06%
兴源房地产	2725.80	11.80%	2725.80	8.85%
华纺房地产	2291.52	9.92%	2202.99	7.15%
凯振照明	443.52	1.92%	443.52	1.44%
社会公众股	-	-	7700.00	25.00%
社保基金会	-	-	770.00	2.50%
合计	23100.00	100.00%	30800.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，东北证券

2.公司经营环境分析

公司经营区域北京市是我国的政治、经济、文化和交通中心，常住人口约 1961 万人。社零总额位居全国各城市之首，人均可支配收入水平和消费支出水平明显高于国内平均水平，消费能力和消费意愿均有较大潜力。从北京市消费市场分布看，北京传统商业圈主要围绕长安街沿线发展，改革开放以来，新兴商圈不断涌现，形成了以长安街沿线和新兴商业圈共同发展的局面。目前北京主要商圈包括西单商圈、王府井商圈、前门商圈、崇文门商圈、公主坟商圈、建外商圈、朝外商圈、燕莎商圈、亚奥商圈和木樨园商圈等。

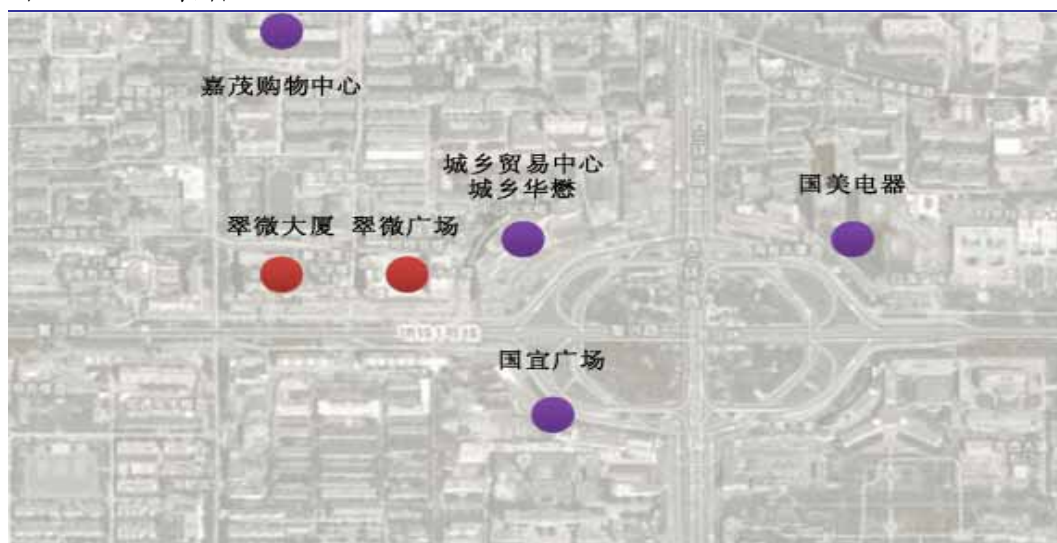
图2：北京市主要商圈分布图



资料来源：公司招股说明书，东北证券

公司主力门店所在的公主坟商圈地处长安街西延长线，西三环新兴桥周边，地理位置优越，是北京最悠久也最具规模的商业中心。公司定位的高端时尚百货管理和经营门槛较高，进入壁垒高，成长迅速，市场空间巨大。

图3：公主坟商圈概况



资料来源：公司招股说明书，东北证券

3.公司经营情况分析

2009、2010 及 2011 年前三季度，公司实现营业收入 30.3 亿元、38.53 亿元和 34.58 亿元，分别同比增长 11.43%、27.16%和 28.93%，呈较快增长趋势。公司 1997 年以翠微大厦起步，先后设立了牡丹园店、龙德店、翠微广场购物中心、清河店和大成店，各门店均搭配有超市和餐饮经营，符合现代百货的发展趋势和消费者购物需求，其中 2009 年底开办的翠微广场购物中心是公司在购物中心领域的尝试，经营情况较好。截至 2011 年 3 季度，公司百货业务营业收入占比 86.81%，超市业务占比 10.73%，租赁业务占比 2.46%，我们认为随着翠微广场租赁部分品牌进一步调整，公司租赁业务占比会略有提高。

表2：公司各门店基本经营情况

门店	开业时间	建筑面积(㎡)	经营面积(㎡)	物业属性	定位	店龄(年)	2010 收入(万元)	增速(%)
翠微大厦店	1997-11	80361	42362	自有	中高档百货	14	253572	17.88
牡丹园店	2003-12	33092	21603	租赁	综合性百货	8	68541	12.31
龙德店	2007-12	39308	20070	租赁	一站式购物休闲	4	34335	29.70
翠微广场购物中心	2010-05	36983	22308	租赁	高档购物中心	2	12676	-
清河店	2010-01	33560	20070	租赁	中高档百货	2	15086	-
大成店	2011-12	42675	31890	自有	中高档百货	<1	-	-
合计	-	26.6 万	15.8 万	-	-	-	-	-

资料来源：公司招股说明书，东北证券

从公司各门店经营情况看，我们认为公司未来 3 年仍将处于利润快速增长期。其中大厦店是公司最主要的门店，虽然开业时间较长，但由于门店 2011 年销售近 2 亿元低毛利的储值黄金，影响门店利润，2012 年起，门店品牌将进一步调整，利润仍有较大提升空间；牡丹园店和龙德店将进入稳步增长期；翠微广场店在 2012-2013 年将进入租户品牌调整期，尤其 2013 年是品牌调整大年，在门店逐步培育成熟的背景下，公司有望引进国际一流品牌并采取联营的经营模式，提高门店整体销售及利润增速。从店龄结构看，公司广场店、清河店在 2014 年将结束摊销且度过培育期，业绩也将进入释放期。大成店预计经过 3 年左右培育期，由于物业自有，成本可控，我们认为其培育期亏损可以被公司其他门店的快速增长有效覆盖。

4.募集资金投资项目分析

公司募集资金将投资于翠微百货大成路店项目和信息化系统升级改造项目。新开大成店是公司连锁化发展战略中的重要一部分，项目位于丰台区，半径两公里范围内无同业态竞争对手，定位中高端百货，超市、餐饮为补充且引进了其他配套功能，总建面 48833 平米，商业面积 42675 平米，项目为自有物业。目前，大成店已顺利开业，品牌引进顺利，经营前景乐观，我们认为公司在北京稳步连锁扩张可以进一步提高市场占有率，并充分利用北京城市化进程所带来的新商机。信息化系统升级改造则有利于公司完善业务流程，整合资源，提高公司运营及管理效率，在公司未来连锁化经营发展中，起到有力的后台支持作用。

表3: 募投项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金拟投入金额(万元)	占总投资比例 (%)
翠微百货大成路店项目	78140.83	77140.83	94.08
信息化系统升级改造项目	4920.19	4920.19	5.92
合计	83061.02	82061.02	100

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

5.盈利预测与价值区间

根据对公司经营情况的分析和对公司同店增速及毛利率的预测, 并假设公司 2012 年无新店开出, 2013-2014 年每年新增一家百货门店或购物中心, 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元和 0.79 元 (发行后)。参考行业同类上市公司估值, 我们认为公司 2012 年估值在 15-18 倍之间比较合理, 对应合理价格 8.55-10.26 元。

表4: 门店收入增速预测

门店	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
翠微大厦店	27.16%	24.36%	13.51%	16.23%	14.38%
牡丹园店	12.31%	16.91%	8.00%	10.00%	8.00%
龙德店	29.70%	27.22%	12.00%	10.00%	10.00%
翠微广场购物中心	-	56.76%	15.00%	40.00%	30.00%
清河店	-	57.70%	30.00%	25.00%	22.00%
大成店	-	-	-	35.00%	35.00%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

表5: 门店毛利率预测

门店	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
翠微大厦店	19.84%	18.20%	20.00%	20.20%	20.20%
牡丹园店	19.09%	19.00%	19.30%	19.50%	19.80%
龙德店	18.92%	19.00%	19.30%	19.50%	19.80%
翠微广场购物中心	15.11%	20.00%	20.50%	21.00%	21.00%
清河店	19.17%	19.00%	19.50%	19.80%	20.00%
大成店	-	-	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: 公司招股说明书, 东北证券

表6: 公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	385,341.96	479,216.65	543,943.34	632,250.01
营业成本	308,883.94	390,163.58	435,843.30	505,167.36
营业税金及附加	3,763.89	4,680.83	5,313.06	6,175.61
主营业务利润	72,694.13	84,372.25	102,786.99	120,907.04
销售费用	47,506.68	54,151.48	65,273.20	72,708.75

管理费用	12,060.12	12,459.63	13,598.58	15,174.00
财务费用	9.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	13,183.14	17,761.13	23,915.20	33,024.29
营业外收支净额	867.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,051.03	17,761.13	23,915.20	33,024.29
所得税费用	3,544.13	4,475.81	6,026.63	8,322.12
归属母公司净利润	10,414.05	13,152.47	17,709.68	24,455.15
每股收益 (元)	0.34	0.43	0.57	0.79

资料来源：公司招股说明书，东北证券

表7：行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	PE (2011E)	PE (2012E)	PE (2013E)
600858.SH	银座股份	47.80	26.48	20.88
600682.SH	南京新百	38.70	19.41	15.54
600280.SH	南京中商	36.93	21.52	16.07
600774.SH	汉商集团	34.52	23.78	19.11
000564.SZ	西安民生	25.52	19.62	15.29
600814.SH	杭州解百	24.65	22.62	19.99
600865.SH	百大集团	24.32	17.32	11.69
600694.SH	大商股份	24.08	19.99	15.24
600697.SH	欧亚集团	23.19	18.71	14.57
600859.SH	王府井	22.64	17.82	14.10
000516.SZ	开元投资	22.39	16.65	13.33
000419.SZ	通程控股	22.01	16.19	11.82
000501.SZ	鄂武商 A	21.81	16.31	12.31
002419.SZ	天虹商场	21.43	18.05	14.27
600778.SH	友好集团	21.24	12.60	10.89
000785.SZ	武汉中商	21.16	20.67	17.02
600628.SH	新世界	19.99	17.67	15.21
000715.SZ	中兴商业	19.23	14.67	11.72
002561.SZ	徐家汇	18.82	17.50	16.18
002277.SZ	友阿股份	18.80	15.58	11.84
600828.SH	成商集团	18.31	15.87	12.14
000417.SZ	合肥百货	17.17	16.98	13.94
002187.SZ	广百股份	17.07	13.86	11.53
600729.SH	重庆百货	16.82	15.01	12.02
600723.SH	首商股份	16.70	14.34	11.79
600785.SH	新华百货	16.32	13.76	11.09
000987.SZ	广州友谊	14.98	13.03	10.94
600693.SH	东百集团	14.70	18.01	13.76
平均		22.90	17.64	14.08

资料来源：公司招股说明书，东北证券

6.风险提示

宏观经济波动风险、市场竞争风险、新门店选址风险、新店培育过长、未来扩张受限等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。