

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

天虹商场

002419

强烈推荐

淡季表现平稳; 预收帐款增 32%, 为未来销售高增长提供支撑

—2011年3季报点评

前3季度, 公司实现营业收入 92.51 亿元, 同比增长 30.25%; 归属于母公司所有者的净利润 4.41 亿元, 同比增长 32.86%; 基本每股收益 0.55 元。公司同时公告, 子公司受让厦门市思明区的会展北地块, 自建物业开设商场, 总投资额 6.3 亿元。

投资要点:

- **公司前3季度经营表现平稳:** 可比店营业收入增速降至 21.17%, 但仍属较快增速水平; 综合毛利率上升 0.15 个百分点至 23.62%; 3 季度销售费用率和管理费用率分别上升了 0.38、0.13 个百分点, 主要是由于 (1) 公司在 7 月份上调了工资水平, 人工成本大幅上升; (2) 新门店、次新门店日益增多, 相对刚性的费用和相对较低的平效抬升了整体销售费用率和管理费用率; (3) 根据新的会计处理要求, 储备门店的各项支出在当月已体现在费用上而非开业之日一次性计提。
- **税收政策变化影响了公司的业绩表现:** (1) 经推算, 深圳城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加征收政策的变化对公司前 3 季度营业税金及附加的影响约为 3084 万元。若不考虑该税收政策的变化, 则公司 2011 年前 3 季度营业利润的增速为 38.79%。(2) 经济特区的低税率优惠逐步取消, 实际税率上行影响业绩。
- **预收帐款将对未来半年左右的销售形成强有力支撑:** 截至 3 季度末, 预收帐款较年初增长 31.63% 至 25.86 亿元, 该规模几乎与公司 3 季度的销售收入相当。我们判断, 中秋、国庆等节日带动的预付卡销售是预收帐款大幅增长的原因, 并将成为未来销售收入增长的重要支撑。
- **外地门店的贡献逐渐增强:** (1) 前 3 季度, 上市公司和母公司 (主要是深圳的 20 家“天虹”品牌直营店) 营业收入增速分别为 30.25% 和 13.96%, 显示了外地门店营收增长更为强劲, 外地门店销售收入占比也将不断提高。(2) 前 3 季度, 公司综合毛利率上升 0.15 个百分点, 而母公司下降了 0.52 个百分点。这说明随着外地新门店的不断培育和成熟门店占比的上升, 其盈利能力也在不断提高。
- **受让厦门思明区地块, 自建物业开设商场:** 这是继公司总部大楼、吉安市吉州区项目后的第三个拿地自建项目, 将进一步提升自有物业比重, 降低租金上涨风险。同时有利于增强在优势区域厦门市的布局, 进一步发挥规模优势和协同效应。
- **维持盈利预测与估值:** 我们对公司 4 季度和 2012 年的表现充满信心: (1) 4 季度新开 4-6 家店, 2012 年项目储备相当丰富, 且相关费用已提前消化; (2) 预收帐款将对未来半年左右的销售形成强有力支撑; (3) 外地门店的贡献逐渐增强, 对大本营深圳的依赖减弱。维持盈利预测不变: 2011-2013 年 EPS 0.85、1.17 和 1.56 元, 3 年 CAGR 37%, 给予 35 倍 PE, 目标价 29.75 元, “强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 异地新门店减亏过程出现波动; 新签项目租金大幅上升

6-12 个月目标价: 29.75 元

当前股价: 22.45 元

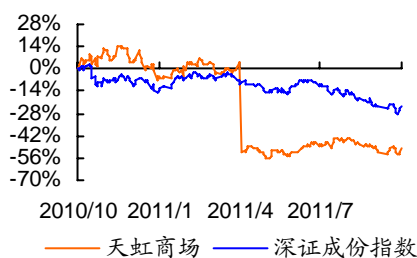
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|----------|
| 深证成份指数 | 10323.29 |
| 总股本(百万) | 800 |
| 流通股本(百万) | 164 |
| 流通市值(亿) | 37 |
| EPS (TTM) | 0.74 |
| 每股净资产(元) | 4.14 |
| 资产负债率 | 53.7% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|--------|--------|
| 天虹商场 | -2.18 | -4.47 | -2.57 |
| 深证成份指数 | -1.20 | -14.80 | -16.47 |



相关报告

《天虹商场-北京、苏州门店减亏符合预期, 长沙门店已扭亏, 君尚经营超预期—2011 年 9 月 14 日》
《天虹商场-大本营深圳再签新项目, 延续低成本扩张》2011-9-14
《天虹商场-首次进入区域门店大幅减亏, 君尚表现超预期 —2011 年中报点评》

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 10174 | 13472 | 17631 | 22350 |
| 同比(%) | 26% | 32% | 31% | 27% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 485 | 680 | 937 | 1247 |
| 同比(%) | 36% | 40% | 38% | 33% |
| 毛利率(%) | 23.0% | 22.9% | 22.8% | 22.7% |
| ROE(%) | 14.7% | 18.1% | 21.4% | 24.0% |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.85 | 1.17 | 1.56 |
| P/E | 37.04 | 26.43 | 19.16 | 14.40 |
| P/B | 5.43 | 4.79 | 4.10 | 3.45 |
| EV/EBITDA | 17 | 13 | 10 | 7 |

资料来源: 中投证券研究所

一、3季报概况：前3季度营收同比增30.25%，净利

同比增32.86%，EPS 0.55元。

2011年前3季度，公司实现营业收入92.51亿元，同比增长30.25%；净利润4.40亿元，同比增长32.75%；归属于母公司所有者的净利润4.41亿元，同比增长32.86%；基本每股收益0.55元。

表1 公司2011年前3季度利润表主要指标及增速

| 项目 (单位: 亿元) | 2011年前3季度 | | 2010年前3季度 | | 前3季度增速 | |
|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 合并 | 母公司 | 合并 | 母公司 | 合并 | 母公司 |
| 营业收入 | 925,060 | 550,564 | 710,197 | 483,135 | 30.25% | 13.96% |
| 营业成本 | 706,516 | 424,411 | 543,487 | 369,939 | 30.00% | 14.72% |
| 营业税金及附加 | 7,336 | 3,619 | 3,264 | 1,138 | 124.74% | 217.92% |
| 销售费用 | 140,344 | 65,089 | 106,865 | 59,153 | 31.33% | 10.03% |
| 管理费用 | 15,585 | 12,130 | 12,631 | 9,993 | 23.39% | 21.39% |
| 财务费用 | -2,623 | -3,489 | -103 | -656 | -2440.19% | 431.90% |
| 期间费用 | 153,307 | 73,730 | 119,393 | 68,490 | 28.41% | 7.65% |
| 营业利润 | 57,991 | 48,850 | 44,006 | 43,516 | 31.78% | 12.26% |
| 营业外收支净额 | 2,697 | 2,137 | 1,204 | 780 | 124.05% | 173.95% |
| 营业外收入 | 3,082 | 2,321 | 1,485 | 995 | 107.55% | 133.36% |
| 营业外支出 | 385 | 185 | 281 | 215 | 36.85% | -14.00% |
| 利润总额 | 60,688 | 50,987 | 45,210 | 44,296 | 34.24% | 15.11% |
| 所得税费用 | 16,640 | 12,344 | 12,030 | 9,620 | 38.32% | 28.31% |
| 净利润 | 44,048 | 38,643 | 33,180 | 34,675 | 32.75% | 11.44% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 44,084 | 38,643 | 33,180 | 34,675 | 32.86% | 11.44% |
| 基本每股收益(元) | 0.55 | 0.48 | 0.9 | 0.95 | | |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

单就 2011 年 3 季度而言，公司实现营业收入 28.77 亿元，同比增长 25.50%；净利润 1.13 亿元，同比增长 13.6%；归属于母公司所有者的净利润 1.13 亿元，同比增长 13.9%；基本每股收益 0.14 元。

表 2 公司 2011 年 3 季度利润表主要指标及增速

| 项目 (单位: 亿元) | 2011 年 3 季度 | | 2010 年 3 季度 | | 3 季度增速 | |
|----------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|--------------|
| | 合并 | 母公司 | 合并 | 母公司 | 合并 | 母公司 |
| 营业收入 | 287,744 | 170,789 | 229,271 | 155,643 | 25.50% | 9.73% |
| 营业成本 | 215,486 | 129,265 | 171,670 | 117,159 | 25.52% | 10.33% |
| 营业税金及附加 | 3,150 | 1,827 | 1,204 | 392 | 161.65% | 366.23% |
| 销售费用 | 49,387 | 22,468 | 38,478 | 20,313 | 28.35% | 10.61% |
| 管理费用 | 6,126 | 4,505 | 4,590 | 3,459 | 33.44% | 30.25% |
| 财务费用 | -945 | -1,297 | -88 | -324 | -975.67% | 299.96% |
| 期间费用 | 54,567 | 25,677 | 42,980 | 23,448 | 26.96% | 9.50% |
| 营业利润 | 14,540 | 14,021 | 13,419 | 14,644 | 8.35% | -4.26% |
| 营业外收支净额 | 1,470 | 1,332 | 304 | 186 | 383.54% | 617.95% |
| 营业外收入 | 1,581 | 1,354 | 379 | 237 | 317.22% | 471.19% |
| 营业外支出 | 111 | 21 | 75 | 51 | 48.36% | -58.24% |
| 利润总额 | 16,010 | 15,353 | 13,723 | 14,830 | 16.66% | 3.53% |
| 所得税费用 | 4,721 | 3,678 | 3,786 | 3,230 | 24.70% | 13.88% |
| 净利润 | 11,289 | 11,675 | 9,937 | 11,600 | 13.60% | 0.65% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 11,318 | 11,675 | 9,937 | 11,600 | 13.90% | 0.65% |
| 基本每股收益 (元) | 0.14 | 0.15 | 0.25 | 0.29 | | |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

二、经营与财务分析

表 3 公司前 3 季度财务比率分析

| 财务比率 | 合并 | | | 母公司 | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2011 年前 3 季度 | 2010 年前 3 季度 | 增减 | 2011 年前 3 季度 | 2010 年前 3 季度 | 增减 |
| 综合毛利率 | 23.62% | 23.47% | 0.15% | 22.91% | 23.43% | -0.52% |
| 营业税金及附加/营业收入 | 0.79% | 0.46% | 0.33% | 0.66% | 0.24% | 0.42% |
| 销售费用率 | 15.17% | 15.05% | 0.12% | 11.82% | 12.24% | -0.42% |
| 管理费用率 | 1.68% | 1.78% | -0.09% | 2.20% | 2.07% | 0.13% |
| 财务费用率 | -0.28% | -0.01% | -0.27% | -0.63% | -0.14% | -0.50% |
| 期间费用率 | 16.57% | 16.81% | -0.24% | 13.39% | 14.18% | -0.78% |
| 实际税率 | 27.42% | 24.21% | 3.21% | 7.02% | 1.99% | 5.03% |
| 净利润率 | 4.76% | 4.67% | 0.09% | 7.02% | 7.18% | -0.16% |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

表 4 公司第 3 季度财务比率分析

| 财务比率 | 合并 | | | 母公司 | | |
|--------------|-------------|-------------|--------|-------------|-------------|--------|
| | 2011 年 3 季度 | 2010 年 3 季度 | 增减 | 2011 年 3 季度 | 2010 年 3 季度 | 增减 |
| 综合毛利率 | 25.11% | 25.12% | -0.01% | 24.31% | 24.73% | -0.41% |
| 营业税金及附加/营业收入 | 1.09% | 0.53% | 0.57% | 1.07% | 0.25% | 0.82% |
| 销售费用率 | 17.16% | 16.78% | 0.38% | 13.16% | 13.05% | 0.10% |
| 管理费用率 | 2.13% | 2.00% | 0.13% | 2.64% | 2.22% | 0.42% |
| 财务费用率 | -0.33% | -0.04% | -0.29% | -0.76% | -0.21% | -0.55% |
| 期间费用率 | 18.96% | 18.75% | 0.22% | 15.03% | 15.07% | -0.03% |
| 实际税率 | 29.49% | 27.59% | 1.90% | 23.96% | 21.78% | 2.18% |
| 净利润率 | 3.92% | 4.33% | -0.41% | 6.84% | 7.45% | -0.62% |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

1、3 季度经营表现逊于上半年

(1) 可比店增速逐季下降

表 5 公司各报告期可比店增速

| | 2010 年 前 3 季度 | 2010 年 | 2011 年 1 季度 | 2011 年 上半年 | 2011 年 前 3 季度 |
|--------|------------------|--------|----------------|---------------|------------------|
| 营业收入增速 | 20.16% | 17.48% | 24.76% | 22.70% | 21.17% |
| 营业利润增速 | 42.79% | | 42.86% | | 33.23% |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

一方面，可比店营业收入增速在 2011 年以来呈逐季下降态势，前 3 季度可比店营业收入增速降至 21.17%；另一方面，从绝对值上看，目前的 21.17% 的可比店增速仍属较高的同店增长水平。

(2) 前 3 季度综合毛利率上升 0.15 个百分点至 23.62%，3 季度综合毛利率则基本稳定。

(3) 前 3 季度期间费用率下降 0.24 个百分点至 16.57%，而 3 季度期间费用率上升 0.22 个百分点。具体来看，3 季度销售费用率和管理费用率分别上升了 0.38、0.13 个百分点。

销售费用率和管理费用率上升的主要原因有：

- 公司在 7 月份上调了工资水平，人工成本大幅上升；
- 新门店、次新门店日益增多，相对刚性的费用和相对较低的平效抬升了整体销售费用率和管理费用率；
- 根据新的会计处理要求，储备门店的各项支出在当月已体现在费用上

2、税收政策变化影响了公司的业绩表现

(1) 深圳税收政策变化导致公司营业税金及附加急剧上升，严重拖累业绩。

前 3 季度，公司营业税金及附加同比增长 124.74%，母公司同比增长 217.92%。主要原因如下：

①根据《国务院关于统一内外资企业和个人城市维护建设税和教育费附加制度的通知》（国发〔2010〕35 号），按照国务院的要求，深圳市将统一内外资企业和个人城市维护建设税和教育费附加制度。自 2010 年 12 月 1 日起，股份公司的城市维护建设税税率由 1% 调整至 7%、教育费附加由免征恢复到按 3% 计征。

②根据《深圳市地方税务局关于代征地方教育附加的通告》，从 2011 年 1 月 1 日起，深圳市行政区域内缴纳增值税、营业税、消费税的单位和个人，按实际缴纳增值税、营业税、消费税的税额的 2% 缴纳地方教育附加所致。公司注册地在深圳的公司受其影响。

经推算，深圳城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加征收政策的变化对公司前 3 季度营业税金及附加的影响约为 3084 万元。若不考虑该税收政策的变化，则公司 2011 年前 3 季度营业利润的增速为 38.79%。

(2) 经济特区的低税率优惠逐步取消，实际税率上行

根据《广东省经济特区条例》，设立于广东省深圳、珠海、汕头和厦门经济特区，以及海南岛的原享受低税率优惠政策的企业，自 2008 年 1 月 1 日起，在新税法施行后 5 年内逐步过渡到法定税率。即 2008 年按 18% 税率执行，2009 年按 20% 税率执行，2010 年按 22% 税率执行，2011 年按 24% 税率执行，2012 年按 25% 税率执行。公司注册地在深圳和厦门的公司受其影响显著。

3、前 3 季度，非经常性损益高达 2198 万元，增厚 EPS 约 0.027 元。非经常性损益主要来自于政府补助、收购公明天虹产生的收益等。

4、截至 3 季度末，预收帐款较年初增长 31.63% 至 25.86 亿元，主要原因是中秋、国庆高峰期预收顾客销货款增加所致。该预收款规模几乎与公司 3 季度销售收入的规模相当。我们判断，预付卡是其主要构成形式，预付卡的使用将对未来半年左右时间的销售形成强有力的支撑！

三、外地门店的贡献逐渐增强

母公司的营业收入和利润主要由位于深圳的 20 家“天虹”品牌直营门店组成，因此，母公司的盈利情况大抵可反映公司深圳 20 家“天虹”品牌直营门店的经营情况。

前 3 季度，母公司净利润率为 7.02%，比上市公司净利润率高 2.26 个百分点，显示了深圳本地门店盈利能力强于外地门店。但外地门店的贡献逐渐在增强：

- 前 3 季度，上市公司和母公司营业收入增速分别为 30.25% 和 13.96%，显示了外地门店营收增长更为强劲。外地门店销售收入占比也将不断提高。

- 前3季度，上市公司综合毛利率上升0.15个百分点，而母公司的综合毛利率下降了0.52个百分点。这说明随着外地新门店的不断培育和成熟门店占比的上升，其盈利能力也在不断提高。

四、新门店拓展

1、前3季度开店情况

1月16日，新开江苏溧阳天虹（2.4万平方米）；1月18日，新开加盟店福建永安天虹（1.91万平方米）；9月8日，新开东莞虎门天虹（4.13万平方米）。3月4日，公司收购深圳市公明天虹商场有限公司100%股权并将公明天虹（3.8万平方米）加盟店转为直营店。

2、3季度公司新签储备项目

(1) 2011年7月29日，公司向深圳耀丰通运输有限公司租赁位于深圳市宝安区龙华街道东环一路1号耀丰通项目地上二层的全部面积及地下一层、地上一层的部分物业，租赁建筑面积约为20000平方米，用于开设商场，租赁期限20年。

(2) 2011年9月8日，公司下属的厦门市天虹百货有限公司向厦门市海沧房地产有限公司租赁位于厦门市海沧区沧林路与东湖路交汇处东北侧的绿苑新城项目地下一层和裙楼一至三层的部分物业，租赁建筑面积为27886平方米，用于开设商场，租赁期限20年。

(3) 2011年9月13日，公司向深圳市信义房地产开发有限公司租赁位于深圳市龙岗区横岗街道松柏路信义御城豪园项目地下一层至地上四层部分物业，租赁面积约34360平方米，用于开设商场，租赁期限20年。

3、新增一拿地自建项目—厦门思明区会展北项目

公司下属子公司受让位于厦门市思明区的会展北地块，土地面积约9656平方米，建筑面积50,000平米。总投资额约63,172万元，折合12,634元/平方米(按建筑面积折算)；其中土地成本约22,401万元(含税)，折合23,199元/平方米(1547万元/亩)；建设成本和商场开设费用合计约40,771万元，折合8,154元/平方米。

至此，公司现有24个储备项目，其中租赁物业项目20个，购买物业项目1个，拿地自建物业项目3个。

表6 公司购买、租赁物业储备项目

| 序号 | 项目名称 | 性质 | 省份 | 城市 | 建筑面积 (平方米) | 总投资额 | 单位面积 投资额 (元/平) | 租金 (元/ 月·平方米) | 物业 性质 | 预计开业 时间 | 拓展 性质 |
|----|---------------|-----|-----|-----|---------------|-------|----------------------|---------------------|----------|-------------|----------|
| 1 | 厦门海沧绿苑新城项目 | 直营店 | | | 27886 | | | | 租赁 | 2012年 | 同城布点 |
| 2 | 深圳横岗松柏路信义御城豪园 | 直营店 | 广东省 | 深圳市 | 34360 | 5467 | 1,591 | 58 | 租赁 | 2012年 | 同城布点 |
| 3 | 深圳龙华耀丰通项目 | 直营店 | 广东省 | 深圳市 | 20000 | | | | 租赁 | 2011年末或12年初 | 同城布点 |
| 4 | 北京新奥购物中心项目 | 直营店 | 北京市 | 北京市 | 37,000 | 5,629 | 1,521 | 109 | 租赁 | 2012年 | 同城布点 |

| | | | | | | | | | | | |
|----|-----------------|-----------------|-----|-----|----------------|---------------|--------------|-----------|----|-------------|------|
| 5 | 泉州世纪嘉园项目 | 直营店 | 福建省 | 泉州市 | 24,500 | 2,513 | 1,026 | N.A. | 租赁 | 2011年末 | 新进入 |
| 6 | 深圳南山区振业星海商业广场项目 | 直营店 | 广东省 | 深圳市 | 19,000 | 2,203 | 1,159 | 84 | 租赁 | 2012年 | 同城布点 |
| 7 | 深圳坪山东晟时代花园项目 | 直营店 | 广东省 | 深圳市 | 16,629 | N.A. | N.A. | 28 | 租赁 | N.A. | 同城布点 |
| 8 | 深圳中航广场项目 | 直营店 | 广东省 | 深圳市 | 18,180 | N.A. | N.A. | N.A. | 租赁 | 2012年 | 同城布点 |
| 9 | 娄底市万豪城市广场项目 | 直营店 | 湖南省 | 娄底市 | 33,000 | 3,193 | 968 | 36 | 租赁 | 2011年 | 新进入 |
| 10 | 岳阳中航国际广场项目 | 直营店 | 湖南省 | 岳阳市 | 18,500 | 2,892 | 1,563 | 39.5 | 租赁 | 2012年 | 新进入 |
| 11 | 株洲银天商业广场项目 | 直营店 | 湖南省 | 株洲市 | 33,552 | N.A. | N.A. | 51 | 租赁 | 2012年 | 新进入 |
| 12 | 苏州新地项目 | 直营店 | 江苏省 | 苏州市 | 22,000 | 2,511 | 1,141 | 55 | 租赁 | N.A. | 同城布点 |
| 13 | 苏州木渎新华商业广场项目 | 直营店 | 江苏省 | 苏州市 | 39,000 | 2,654 | 681 | N.A. | 租赁 | 2012年中 | 同城布点 |
| 14 | 赣州中航城项目 | 直营店 | 江西省 | 赣州市 | 25,000 | 2,196 | 878 | 39 | 租赁 | 2011年 | 新进入 |
| 15 | 南昌联发广场项目 | 直营店 | 江西省 | 南昌市 | 38,000 | 36,134 | 9,509 | - | 购买 | 2012年 | 同城布点 |
| 16 | 南昌达观国际广场项目 | 直营店 | 江西省 | 南昌市 | 30,000 | N.A. | N.A. | 24 | 租赁 | 2013年 | 同城布点 |
| 17 | 青岛中联诺德广场项目 | 直营店 | 山东省 | 青岛市 | 47,000 | N.A. | N.A. | 47 | 租赁 | 2012年 | 新进入 |
| 18 | 威海市东城国际项目加盟店 | 特许加盟店 | 山东省 | 威海市 | 34,800 | - | - | - | 加盟 | 2011年 | 新进入 |
| 19 | 成都莱蒙置地广场项目 | 直营店 | 四川省 | 成都市 | 30,500 | 3,358 | 1,101 | 59 | 租赁 | 2012年 | 新进入 |
| 20 | 金华世贸中心广场项目 | 特许加盟店 | 浙江省 | 金华市 | 24,000 | - | - | - | 加盟 | 2011年末或12年初 | 新进入 |
| 21 | 绍兴柯桥蓝天影视文化中心项目 | 直营店 | 浙江省 | 绍兴县 | 30,000 | 3,039 | 1,013 | 28 | 租赁 | 2012年 | 新进入 |
| | | 合计 | | | 575,021 | 71,789 | | | | | |
| | | 平均(租赁项目) | | | | | 1,149 | 51 | | | |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

表 7 公司拿地自建物业储备项目

| 项目名称 | 性质 | 省份 | 城市 | 土地面积(平方米) | 土地成交金额(万元) | 土地价格(元/平方米) | 建筑面积(平方米) | 总投资额(万元) | 预计开业时间 | 拓展性质 |
|-----------------|----------|-----|-----|---------------|---------------|---------------|----------------|----------|--------|------|
| 22 总部大楼工程建筑投资项目 | 竞拍土地自建商场 | 广东省 | 深圳市 | 39,600 | 47,600 | 12,020 | 56,000 | 88,000 | 2013年 | 同城布点 |
| 总部大楼配套停车场 | 配套项目 | 广东省 | 深圳市 | 3,354 | 2,596 | 7,740 | 11,400 | N.A. | 2013年 | |
| 23 吉安市吉州区项目 | 竞拍土地自建商场 | 江西省 | 吉安市 | 17,062 | 4,994 | 2,927 | N.A. | N.A. | 2013年 | 新进入 |
| 24 厦门思明区会展北项目 | 受让土地自建商场 | 福建省 | 厦门市 | 9,656 | 22,401 | 23,199 | 50,000 | 63,172 | 2014年 | 同城布点 |
| 合计 | | | | 69,672 | 77,591 | 11,137 | 117,400 | | | |

数据来源：公司公告，中投证券研究所

4、4 季度有望新开 4-6 家门店，全年开店数量在 7-9 家：

- 1) 赣州中航城项目，2.5 万平米，直营店；
- 2) 泉州世纪嘉园项目，2.45 万平米，直营店；
- 3) 娄底万豪城市广场项目，3.3 万平米，直营店；
- 4) 威海东城国际项目，3.48 万平米，加盟店；
- 5) 深圳龙华耀丰通项目，2 万平米，直营店（2011 年底或 2012 年初）；
- 6) 金华世贸中心项目，2.4 万平米，加盟店（2011 年底或 2012 年初）。

六、投资建议：强烈推荐

维持盈利预测与估值：我们对公司 4 季度和 2012 年的表现充满信心：（1）4 季度新开 4-6 家店，2012 年项目储备相当丰富，且相关费用已提前消化；（2）预收帐款将对未来半年左右的销售形成强有力支撑；（3）外地门店的贡献逐渐增强，对大本营深圳的依赖减弱。维持盈利预测不变：2011-2013 年 EPS 0.85、1.17 和 1.56 元，3 年 CAGR 37%，给予 35 倍 PE，目标价 29.75 元，“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 5061 | 6503 | 8307 | 10509 |
| 现金 | 4453 | 5650 | 7191 | 9093 |
| 应收账款 | 31 | 43 | 56 | 72 |
| 其它应收款 | 161 | 269 | 353 | 447 |
| 预付账款 | 115 | 156 | 204 | 259 |
| 存货 | 290 | 384 | 503 | 639 |
| 其他 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2089 | 2318 | 2541 | 2749 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1090 | 1329 | 1552 | 1760 |
| 无形资产 | 527 | 527 | 527 | 527 |
| 其他 | 472 | 462 | 462 | 462 |
| 资产总计 | 7150 | 8820 | 10848 | 13258 |
| 流动负债 | 3840 | 5071 | 6467 | 8051 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1279 | 1765 | 2313 | 2936 |
| 其他 | 2560 | 3306 | 4154 | 5115 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 3840 | 5071 | 6467 | 8051 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 400 | 800 | 800 | 800 |
| 资本公积 | 1912 | 1712 | 1712 | 1712 |
| 留存收益 | 998 | 1238 | 1869 | 2695 |
| 归属母公司股东权益 | 3310 | 3750 | 4381 | 5207 |
| 负债和股东权益 | 7150 | 8820 | 10848 | 13258 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | 1262 | 1813 | 2234 | 2717 |
| 净利润 | 485 | 680 | 937 | 1247 |
| 折旧摊销 | 192 | 162 | 177 | 192 |
| 财务费用 | -6 | -14 | -12 | -7 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 600 | 995 | 1132 | 1285 |
| 其它 | -9 | -9 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -429 | -390 | -400 | -400 |
| 资本支出 | 429 | 300 | 300 | 300 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -90 | -100 | -100 |
| 筹资活动现金流 | 1923 | -226 | -294 | -415 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 50 | 400 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1872 | -200 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | -427 | -294 | -415 |
| 现金净增加额 | 2756 | 1197 | 1540 | 1902 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 10174 | 13472 | 17631 | 22350 |
| 营业成本 | 7832 | 10384 | 13608 | 17272 |
| 营业税金及附加 | 48 | 63 | 82 | 105 |
| 营业费用 | 1487 | 1901 | 2400 | 2930 |
| 管理费用 | 191 | 253 | 330 | 416 |
| 财务费用 | -6 | -14 | -12 | -7 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 622 | 883 | 1224 | 1634 |
| 营业外收入 | 24 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 641 | 898 | 1239 | 1649 |
| 所得税 | 156 | 219 | 302 | 401 |
| 净利润 | 485 | 680 | 937 | 1247 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 485 | 680 | 937 | 1247 |
| EBITDA | 808 | 1032 | 1389 | 1819 |
| EPS (元) | 1.21 | 0.85 | 1.17 | 1.56 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 26.3% | 32.4% | 30.9% | 26.8% |
| 营业利润 | 37.1% | 42.1% | 38.6% | 33.5% |
| 归属于母公司净利润 | 36.3% | 40.1% | 37.9% | 33.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 23.0% | 22.9% | 22.8% | 22.7% |
| 净利率 | 4.8% | 5.0% | 5.3% | 5.6% |
| ROE | 14.7% | 18.1% | 21.4% | 24.0% |
| ROIC | -56.6% | -42.2% | -37.1% | -34.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 53.7% | 57.5% | 59.6% | 60.7% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 1.32 | 1.28 | 1.28 | 1.31 |
| 速动比率 | 1.24 | 1.21 | 1.21 | 1.23 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.84 | 1.69 | 1.79 | 1.85 |
| 应收账款周转率 | 358 | 359 | 354 | 349 |
| 应付账款周转率 | 6.43 | 6.82 | 6.67 | 6.58 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.61 | 0.85 | 1.17 | 1.56 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.58 | 2.27 | 2.79 | 3.40 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.14 | 4.69 | 5.48 | 6.51 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 37.04 | 26.43 | 19.16 | 14.40 |
| P/B | 5.43 | 4.79 | 4.10 | 3.45 |
| EV/EBITDA | 17 | 13 | 10 | 7 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。重点覆盖公司: 天虹商场、友好集团、欧亚集团、广州友谊、通程控股、天音控股等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434