

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 23.23元

当前股价: 16.88元

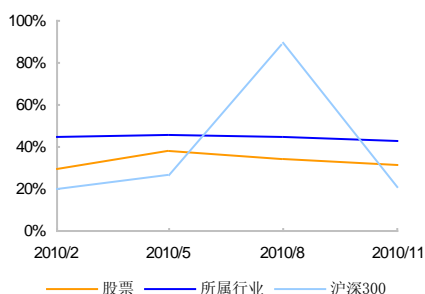
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.42
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	163
流通市值(亿)	27
EPS	1.21
每股净资产(元)	8.27
资产负债率	53.70%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天虹商场	-7.89	-15.27	-16.65
商业贸易	-15.30	-16.57	-26.47
沪深300指数	-10.08	-9.37	-21.81



相关报告

天虹商场-知进退方为俊杰: 成都签第二个储备项目; 关闭溧阳天虹 2011-11-03
天虹商场-大本营深圳低成本再签新项目, 试水大体量购物中心 2011-11-01
天虹商场-淡季表现平稳; 预收帐款增32%, 为未来销售高速增长提供支撑 —2011年3季报点评 2011-10-27

天虹商场

002419

强烈推荐

2011年新开7家门店; 短期增速放缓不改公司核心竞争力

1、2011年新开7家门店, 建筑面积增加20.2%; 2、储备项目丰富, 预计2012年开店10家左右; 3、深圳门店经营情况仍是决定近两年公司利润增速的最主要因素; 4、短期利润增速放缓不改公司核心竞争力; 5、新签深圳坂田项目, 租赁建面3.56万平米。

投资要点:

- **2011年新开7家门店, 新增门店建筑面积21.67万平米:** 其中, 5家为天虹直营门店, 分别为东莞虎门天虹、赣州中航城天虹、苏州木渎天虹、泉州天虹和湖南娄底天虹, 合计建筑面积16.28万平米; 另新开2家天虹加盟店, 即永安天虹和威海天虹, 合计建面5.39万平米。2011年, 公司基本完成了新增8-10家新店的目标。
- **储备项目丰富, 预计2012年开店数量10家左右:** 公司现有21个储备项目, 合计建筑面积71.92万平米; 其中租赁物业储备项目17个, 建面56.4万平米; 购置物业项目1个, 建面3.8万平米; 竞拍土地自建商场3家, 土地面积3.63万平米。现有储备中, 约有12家可在2012年开业, 考虑到房地产商普遍因信贷紧张而建设进度慢于计划, 故保守估计公司2012年新增10家左右门店。
- **深圳地区是利润贡献的主力, 深圳门店的经营情况是决定近两年公司利润增速的最主要因素:** 分区域看, 决定公司利润增速的因素有二: 1、大本营深圳的门店: 2010年, 深圳地区营收占比63%, 净利润占比约97%; 2、外地门店: 2011年上半年, 外地门店营收占比升至36.5%, 长沙芙蓉天虹已扭亏, 苏州金鸡湖天虹、北京宣武、国展天虹大幅减亏, 但外地门店还不足以成为拉动公司利润快速增长的力量。
- **延续低成本扩张:** 新签深圳坂田项目折合单位面积投资额1520元, 折合租金水平为64元/平/月, 即日租金2.13元/平米; 延续了公司一贯的低成本扩张态势。
- **规模优势显著、培育期短的大本营密集布点:** 公司已在深圳拥有22家门店和8个储备项目, 区域控制力强, 深圳新开门店的培育期仅1年左右; 2012年深圳有望开4家以上门店并于2013年成为利润贡献力量。随着深圳关内关外一体化的推进, 宝安区、龙岗区经济快速发展, 公司在深圳还会不断拿新的储备项目。
- **鉴于3季度以来, 深圳地区门店增速放缓且综合考虑关闭溧阳天虹产生的损失, 下调盈利预测:** 预计2011-2013年营业收入分别为129.4、167.6和219.7亿元; 归属于母公司所有者的净利润为6.20、8.05和10.49亿元, EPS分别为0.78、1.01和1.31元。按2012年23倍PE, 目标价23.23元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 深圳门店销售增速放缓; 大规模促销严重影响毛利率; 预付卡严管带来冲击

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10174	12936	16759	21966
收入同比(%)	26%	27%	30%	31%
归属母公司净利润	485	620	805	1049
净利润同比(%)	36%	28%	30%	30%
毛利率(%)	23.0%	23.1%	22.8%	22.7%
ROE(%)	14.7%	16.8%	19.1%	21.4%
每股收益(元)	0.61	0.78	1.01	1.31
P/E	37.42	29.26	22.56	17.30
P/B	5.48	4.92	4.31	3.70
EV/EBITDA	17	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

一、2011年净新开7家门店，门店总数增至50家

2011年，公司净新开7家门店，包括5家天虹品牌直营店，2家天虹品牌加盟店；其中，天虹品牌直营店新增建筑面积16.28万平方米，增幅约16.47%；加盟店新增建筑面积5.39万平方米，增幅约115%；7家门店合计新增建筑面积21.67万平方米，增幅约20.2%。

表1 2011年公司新增门店一览表

直营门店									
序号	公司/门店	开业时间	店龄	营业面积 (平方米)	物业	地区	省份	城市	布点
1	东莞虎门天虹	2011-9-8	0.33	41,300	租赁	珠三角	广东省	东莞市	同城布点
2	赣州中航城天虹	2011-11-12	0.15	25,000	租赁	中部地区	江西省	赣州市	首次进入
3	苏州木渎天虹	2011-12-23	0.04	39,000	租赁	长三角	江苏省	苏州市	同城布点
4	泉州天虹商场	2011-12-24	0.03	24,500	租赁	闽三角	福建省	泉州市	首次进入
5	湖南娄底天虹	2011-12-28	0.02	33,000	租赁	中部地区	湖南省	娄底市	首次进入
关闭	常州溧阳天虹	2011-1-18		24,000	租赁	长三角	江苏省	常州市	首次进入
新增天虹直营店建筑面积				162,800					
特许加盟店									
序号	公司/门店	开业时间	店龄	营业面积 (平方米)	性质	地区	省份	城市	布点
1	永安市天虹商场	2011-1-16	0.97	19,120	特许加盟	闽三角	福建省	永安市	首次进入
2	威海天虹商场	2011-12-29	0.02	34,800	特许加盟	环渤海	山东省	威海市	首次进入
新增天虹加盟店建筑面积				53,920					
2011年新增门店建筑面积				216,720					

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表2 2011年底公司门店信息

直营门店									
序号	公司/门店	开业时间	店龄	营业面积 (平方米)	物业	定位	地区	省份	城市
1	福民天虹商场	2002-11-25	9.12	12,553	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
2	创业天虹商场	2002-11-25	9.12	19,129	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
3	龙华天虹商场	2002-11-25	9.12	19,006	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
4	常兴天虹商场	2003-10-31	8.19	31,348	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
5	龙新天虹商场	2003-12-9	8.08	14,810	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
6	双龙天虹商场	2005-2-3	6.92	20,721	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
7	沙井天虹商场	2004-5-9	7.66	31,888	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
8	布吉天虹商场	2004-5-12	7.65	17,014	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
9	东门天虹商场	2005-6-2	6.60	25,730	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
10	前进天虹商场	2006-1-10	5.99	21,048	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
11	松岗天虹商场	2006-10-8	5.25	18,585	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳

12	西丽天虹商场	2006-1-11	5.99	17,521	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
13	观澜天虹商场	2007-10-9	4.24	16,660	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
14	深南天虹新店	2007-11-21	4.13	19,544	自有+租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
15	民治天虹商场	2007-11-22	4.12	20,180	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
16	后海天虹商场	2007-11-23	4.12	15,374	租赁	城市中心店	珠三角	广东省	深圳
17	沙河天虹商场	2008-6-12	3.57	16,456	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
18	国贸天虹	2008-12-5	3.08	35,698	租赁	城市中心店	珠三角	广东省	深圳
19	横岗信义天虹	2010-12-25	1.03	20,000	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
20	公明天虹商场	2010-4-30	1.68	38,000	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
21	东莞东纵天虹	2004-9-9	7.33	26,411	自有	城市中心店	珠三角	广东省	东莞
22	东莞常平天虹	2005-8-1	6.43	15,350	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	东莞
23	东莞长安天虹	2007-12-28	4.02	24,000	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	东莞
24	东莞黄江天虹	2010-4-24	1.70	26,264	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	东莞
25	东莞厚街天虹	2010-8-6	1.42	49,578	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	东莞
26	东莞虎门天虹	2011-9-8	0.33	41,300	租赁	不详	珠三角	广东省	东莞
27	惠州天虹商场	2005-8-1	6.43	30,892	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	惠州
28	惠州惠阳天虹	2009-9-12	2.32	27,500	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	惠州
29	南昌江大天虹	2002-6-14	9.57	13,000	租赁	社区购物中心	中部地区	江西省	南昌
30	南昌中山路天虹	2007-4-19	4.72	54,379	租赁	城市中心店	中部地区	江西省	南昌
31	南昌红谷天虹	2009-9-4	2.34	20,000	租赁	社区购物中心	中部地区	江西省	南昌
32	长沙芙蓉天虹	2008-12-6	3.08	30,000	租赁	社区购物中心	中部地区	湖南省	长沙
33	厦门汇腾天虹	2003-4-22	8.71	19,778	租赁	社区购物中心	闽三角	福建省	厦门
34	厦门大西洋天虹	2007-1-18	4.97	19,488	自有	城市中心店	闽三角	福建省	厦门
35	福州万象天虹	2006-7-12	5.49	46,486	租赁	城市中心店	闽三角	福建省	福州
36	杭州萧山天虹	2009-12-17	2.05	17,800	租赁	社区购物中心	长三角	浙江省	杭州
37	嘉兴天虹百货	2006-3-1	5.85	19,972	租赁	城市中心店	长三角	浙江省	嘉兴
38	湖州天虹商场	2010-9-30	1.27	27,800	租赁	社区购物中心	长三角	浙江省	湖州
39	苏州金鸡湖天虹	2009-4-24	2.70	50,912	租赁	城市中心店	长三角	江苏省	苏州
40	北京宣武天虹	2009-4-25	2.70	22,000	租赁	城市中心店	环渤海	北京市	北京
41	北京国展天虹	2010-4-29	1.69	15,398	租赁	社区购物中心	环渤海	北京市	北京
42	赣州中航城天虹	2011-11-12	0.15	25,000	租赁	N.A.	中部地区	江西省	赣州
43	苏州木渎天虹	2011-12-23	0.04	39,000	租赁	N.A.	长三角	江苏省	苏州
44	泉州天虹商场	2011-12-24	0.03	24,500	租赁	N.A.	闽三角	福建省	泉州
45	湖南娄底天虹	2011-12-28	0.02	33,000	租赁	N.A.	中部地区	湖南省	娄底
关闭	深南天虹商场	1984-1-24	27.97	21,794	租赁	城市中心店	珠三角	广东省	深圳
关闭	天虹购物广场	2002-12-9	9.08	37,781	租赁	城市中心店	珠三角	广东省	深圳
关闭	常州溧阳天虹	2011-1-18	0.96	24,000	租赁	社区购物中心	长三角	江苏省	常州
天虹直营合计建筑面积				1,151,073					

直营高端门店--君尚百货

1	君尚百货(原天虹购物广场)	2010-11-25	1.11	37781	租赁	城市中心店	珠三角	广东省	深圳
---	---------------	------------	------	-------	----	-------	-----	-----	----

特许加盟店

序号	公司/门店	开业时间		营业面积 (平方米)	物业	定位	地区	省份	城市
1	梅林天虹商场	2006-12-13	5.07	21,837	特许加盟	社区购物中心	珠三角	广东省	深圳
2	厦门名汇天虹	2008-12-18	3.05	25,000	特许加盟	城市中心店	闽三角	福建省	厦门
3	永安市天虹商场	2011-1-16	0.97	19,120	特许加盟		闽三角	福建省	永安
4	威海天虹商场	2011-12-29	0.02	34,800	特许加盟		环渤海	山东省	威海
加盟店合计建筑面积				100,757					
直营店合计建筑面积				1,188,854					
50家门店合计建筑面积				1,289,611					

注：本表根据历次公告整理，因最终测量面积可能与公告面积有差别，故本表计算的总建筑面积与公司未来公告的全部门店建筑面积可能存在 1 万-2 万平方米的误差。

资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、延续低成本扩张，预计 2012 年新增门店 10 家左右

1、储备项目充裕，预计 2012 新增门店 10 家左右

公司现有 21 个储备项目，合计建筑面积 71.92 万平米；其中租赁物业储备项目 17 个，建面 56.4 万平米；购置物业项目 1 个，建面 3.8 万平米；竞拍土地自建商场 3 家，土地面积 3.63 万平米。现有储备中，约有 12 家可在 2012 年开业，考虑到房地产商因信贷紧张普遍进度慢于原计划，故保守估计公司 2012 年新增 10 家左右门店。

表 3 公司最新储备项目

序号	项目名称	性质	省份	城市	建筑面积 (平方米)	总投资额(万 元)	单位面积 投资额 (元/平)	租金 元/月/平米	物业 性质	预计开 业时间	拓展 性质
1	深圳龙岗区坂田五和大道项目	直营店	广东省	深圳市	35,570	5,406	1,520	64	租赁	2014 年	同城布点
2	深圳市宝安区沙井新沙路项目	直营店	广东省	深圳市	96,000	5,991	624	52	租赁	2015 年	同城布点
3	深圳横岗松柏路信义御城豪园	直营店	广东省	深圳市	34,360	5,467	1,591	58	租赁	2012 年	同城布点
4	深圳龙华耀丰通项目	直营店	广东省	深圳市	20,000	N.A.	N.A.	N.A.	租赁	2012 年	同城布点
5	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
6	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
7	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
8	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
9	厦门海沧绿苑新城项目	直营店	福建省	厦门市	27,886	N.A.	N.A.	N.A.	租赁	2012 年	同城布点
10	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

11	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
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	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
14	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
15	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
16	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
17	成都奥克斯财富广场项目	直营店	四川省	成都市	47,600	4,394	923	53	租赁		新进入
18	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
取消	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
合计建筑面积					601,777	77,024					
租赁储备项目平均月租金 (元/平/月)								54			
	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
19	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	6,213	47,600	76,618	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	
20	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
21	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

注：北京新奥天虹将于2012年1月6日开业。资料来源：公司公告，中投证券研究所

2、延续低成本扩张，低租金、低单位建面投资额

公司外延扩张延续低成本优势，17家租赁储备门店平均月租金54元/月/平米，平均单店投资额4089万元，平均单位建面投资额仅1104元，与同行相比成本优势明显。

表4 公司储备项目分析

	家数	建筑面积 (平米)	投资额 (万元) - 装修、设备购置或购置土地等	平均单店投资额 (万元)	平均单位面积投资额 (元)
储备门店项目合计	21	719,177	228,196	-	-
其中					
租赁物业门店	17	563,777	40,890	4,089	1,104
购置物业门店	1	38,000	36,134	36,134	
竞拍土地自建商场	3	117,400	151,172		
租赁储备项目平均月租金 (元/平/月)				54	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、深圳门店的经营情况仍是决定近两年公司利润增速的

最主要因素

分区域看，决定公司利润增速的因素有二：

因素一：大本营深圳门店的经营情况

公司在大本营深圳现有 20 家天虹品牌直营店，1 家君尚门店，1 家天虹品牌加盟店。随着公司全国化扩张的推进，公司深圳门店占比逐年下降，但仍是利润的最主要贡献力量。2010 年，深圳地区门店的营业收入占比 63.03%，净利润约 4.72 亿元，约占上市公司净利润的 97.23%。因此，近几年深圳地区门店的盈利增长情况将是决定公司整体利润增速的最主要决定因素。

表 5 2010 年公司各地区门店净利润概算 单位：万元

深圳		惠州	天虹投资发展		2010 年上市公司净利润
20 家直营	君尚		东莞	东莞之外	
47,393.13	-235.38	1,367.14	3,077.14	-3,102.15	48,499.88
47,393.13	-235.38	1,367.14	-25.01		48,499.88
47,157.75		1,367.14	-25.01		48,499.88

资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 1 公司营业收入分地区占比

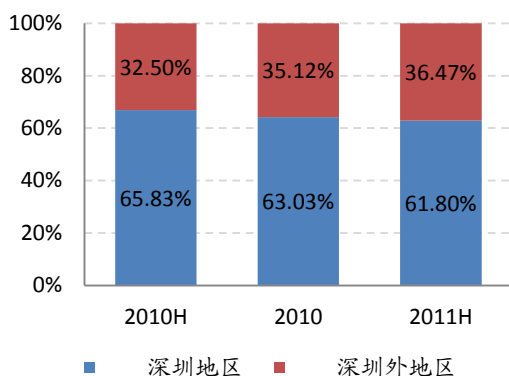
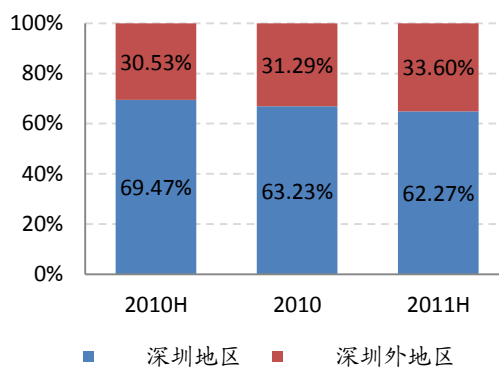


图 2 公司毛利润分地区占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司股价自 2011 年 8 月的高点 25.70 元跌至 2012 年 1 月 5 日的 16.2 元，跌幅达 36.96%。除了受市场整体估值中枢下移、大宗交易等影响外，我们认为，公司 3 季度以来深圳地区门店增速放缓导致 2011 的业绩将会低于年初的预期是使得股价下跌的主要原因：2011 年 3 季度，母公司营业收入增速仅 9.73%，而母公司主要反映的是深圳 20 家天虹直营门店的情况。

表 6 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

因素二: 异地门店的扭亏情况

由表 5 的概算可以推出, 2010 年, 除深圳、惠州、东莞之外的门店合计亏损约 3,102 万元; 主要的亏损来自于:

表 7 2010 年公司控股子公司亏损的情况

控股公司名称	对应门店名称	净利润(万元)
北京时尚天虹百货有限公司	北京国展天虹	-1,992.04
北京天虹商业管理有限公司	北京宣武天虹	-3,545.53
长沙市天虹百货有限公司	长沙芙蓉天虹	-1,462.64
湖州天虹百货有限公司	浙江湖州天虹	-743.19
苏州天虹商场有限公司	苏州金鸡湖天虹和常州溧阳天虹	-3,543.09
合 计		-11,286.49

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

公司异地门店减亏情况良好, 2011 年上半年, 部分异地门店减亏情况如下:

表 8 公司部分异地门店 2011 年上半年减亏情况

序号	公司/门店	开业时间	营业面积 (平米)	物业	定位	营业利润(万元)			
						2008	2009	2010	2011H
1	长沙芙蓉天虹	2008.12.6	30,000	租赁	社区购物中心	-999	-1,823	-1,247	21.64
2	杭州萧山天虹	2009.12.17	17,800	租赁	社区购物中心		-376	-819	-691.45
3	苏州金鸡湖天虹	2009.4.24	50,912	租赁	城市中心店		-3,045	-2,924	-613.34
4	北京宣武天虹	2009.4.25	22,000	租赁	城市中心店		-3,365	-2,832	-907.43
5	东莞厚街天虹	2010.8.6	49,578	租赁	社区购物中心				-933.46

6	浙江湖州天虹	2010.9.30	27,800	租赁	社区购物中心					-1259.09
---	--------	-----------	--------	----	--------	--	--	--	--	----------

资料来源：公司公告、中投证券研究所

未来，公司异地门店的减亏、扭亏、增长情况也是公司整体利润增速的重要决定因素。

四、对天虹商场未来充满信心

我们对天虹商场未来的表现充满信心：

1、为应对由于暖冬、经济增长放缓等原因导致的深圳地区门店销售增速下滑，公司已开展大规模促销等活动，效果显著；

2、深圳地区还有广阔的开店空间，且新门店培育期仅1年左右；公司已公告的21个储备项目中有8个位于深圳，其中4个有望于2012年开业，2013年便可成为利润贡献力量；

3、外地门店正在加速培育中：长沙芙蓉天虹已扭亏，苏州金鸡湖天虹2011年有望打平，北京2家天虹大幅减亏；外地门店中，盈利门店占比将大幅提升，外地门店作为整体将大幅盈利；

4、以社区购物中心为主、区域密集布点的策略决定了公司可以快速复制门店，缩短优势区域新门店的培育期；公司管理层优秀，国资控股、外资参股、管理层持股的股权结构决定了公司既有国企的规范，又有外资企业的活力，且管理层激励到位。公司短期利润增速放缓不改公司核心竞争力。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5061	6261	7851	10078
现金	4453	5443	6790	8685
应收账款	31	41	54	70
其他应收款	161	259	335	439
预付账款	115	149	194	255
存货	290	368	479	628
其他流动资产	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
其他非流动资产	472	462	462	462
资产总计	7150	8579	10392	12827
流动负债	3840	4888	6177	7924
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1279	1691	2199	2887
其他流动负债	2560	3197	3977	5038
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	3840	4888	6177	7924
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	1178	1704	2391
归属母公司股东权益	3310	3690	4216	4903
负债和股东权益	7150	8579	10392	12827

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1262	1610	2018	2656
净利润	485	620	805	1049
折旧摊销	192	162	177	192
财务费用	-6	-10	-8	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	600	847	1044	1416
其他经营现金流	-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
其他投资现金流	0	-90	-100	-100
筹资活动现金流	1923	-230	-271	-361
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
其他筹资现金流	1	-431	-271	-361
现金净增加额	2756	990	1347	1896

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10174	12936	16759	21966
营业成本	7832	9948	12938	16980
营业税金及附加	48	103	126	163
营业费用	1487	1876	2380	3097
管理费用	191	213	275	356
财务费用	-6	-10	-8	-1
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	805	1048	1372
营业外收入	24	20	20	20
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	641	820	1063	1387
所得税	156	200	259	338
净利润	485	620	805	1049
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	485	620	805	1049
EBITDA	808	957	1217	1562
EPS (元)	1.21	0.78	1.01	1.31

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.3%	27.1%	29.6%	31.1%
营业利润	37.1%	29.5%	30.3%	30.8%
归属于母公司净利润	36.3%	27.9%	29.7%	30.4%
获利能力				
毛利率	23.0%	23.1%	22.8%	22.7%
净利率	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
ROE	14.7%	16.8%	19.1%	21.4%
ROIC	-56.6%	-42.6%	-35.2%	-30.1%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	57.0%	59.4%	61.8%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.32	1.28	1.27	1.27
速动比率	1.24	1.21	1.19	1.19
营运能力				
总资产周转率	1.84	1.64	1.77	1.89
应收账款周转率	358	353	353	355
应付账款周转率	6.43	6.70	6.65	6.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.78	1.01	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	2.01	2.52	3.32
每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.61	5.27	6.13
估值比率				
P/E	37.42	29.26	22.56	17.30
P/B	5.48	4.92	4.31	3.70
EV/EBITDA	17	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-03	天虹商场-知进退方为俊杰：成都签第二个储备项目；关闭溧阳天虹
2011-11-01	天虹商场-大本营深圳低成本再签新项目，试水大体量购物中心
2011-10-27	天虹商场-淡季表现平稳；预收帐款增 32%，为未来销售高速增长提供支撑 —2011 年 3 季报点评
2011-09-19	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 年中期业绩说明会纪要
2011-09-14	天虹商场-大本营深圳再签新项目，延续低成本扩张
2011-08-29	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
2011-07-23	天虹商场-严格管理，募集资金有节余；资金充裕，门店扩张有保障
2011-06-03	天虹商场-优势区域再发力，购置物业开新店
2011-05-30	天虹商场-预付卡新规无碍公司核心竞争力，限售股解禁不等于减持
2011-05-25	天虹商场-天时、地利、人和成就全国性社区商业航母

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, 中投证券百货零售分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司: 天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士。重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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