

张洋

执业证书编号: S0730511030003

021-50588666-8032

zhangyang1984@ccnew.com

从深圳走向全国的商业零售企业

——天虹商场 (002419) 分析报告

公司分析

增持 (首次)

发布日期 2011 年 7 月 07 日

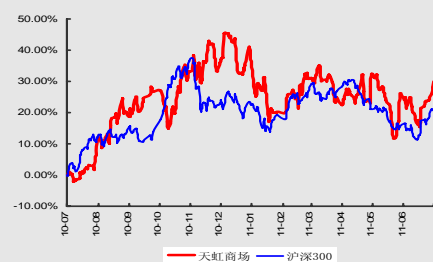
市场数据 (2011-7-6)

| | |
|--------------|---------------|
| 收盘价 (元) | 22.66 |
| 一年内最高/最低 (元) | 52.55 / 18.71 |
| 沪深 300 指数 | 3122.5 |
| 市净率 (倍) | 5.16 |
| 流通市值 (亿元) | 37.16 |

基础数据 (2011-3-31)

| | |
|--------------|------------|
| 每股净资产 (元) | 8.78 |
| 每股经营现金流 (元) | 1.55 |
| 毛利率 (%) | 21.06% |
| 净资产收益率 (%) | 5.74% |
| 资产负债率 (%) | 54% |
| 总股本/流通股 (万股) | 40010/5010 |
| B 股/日股 (万股) | 0/0 |

个股相对沪深 300 指数表现



投资要点:

- **组合业态, 差异化经营。**公司通过以“百货+超市+X”为基础的“社区购物中心”和“城市中心店”两种门店模式, 以差异化的模式经营百货商业。以城市中心店确立商业地位, 用社区购物中心占领市场份额, 通过社区购物中心和城市中心店相互配合, 在整体发展上采用集群模式, 充分发挥连锁经营的规模优势。
- **全国扩张, 积极布局重点区域。**公司提出在“有效益扩张和可持续发展”前提下“立足珠三角, 拓展长三角, 辐射闽三角, 面向全中国”的发展布局。自从 2002 年公司开始异地扩张以来, 已先后进入 12 个城市, 其中广东省以外城市有 10 个。
- **高成长性, 高盈利能力。**得益于差异化的经营模式、正确的发展战略、优秀的管理水平, 公司的成长性和盈利能力显著好于其他零售公司。公司 2006 年至 2010 年销售年均增长率超过 30%, 综合毛利率与各项费用率明显优于同业平均水平。
- **盈利预测与估值:**预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年每股盈利为 0.73 元、0.94 元和 1.19 元, 按 7 月 6 日 22.66 元的收盘价计算, 2011 年动态市盈率 31 倍, 基于公司良好的基本面, 以及较快的业绩增速, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:**租金成本上涨可能对公司连锁发展产生负面影响; 中高端人才相对短缺, 不能完全满足公司的快速发展; 公司的扩张计划不能达到预期目标, 且内生性增长低于预期; 宏观经济增长低于预期。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

| | 2009 年 | 2010 年 | 2011E | 2012E |
|----------|----------|-----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 8,057.27 | 10,174.36 | 12951.36 | 16557.96 |
| 增长比率 (%) | 17.41% | 26.28% | 27.29% | 27.85% |
| 净利润(百万) | 355.95 | 485 | 584.75 | 747.59 |
| 增长比率 (%) | 13.50% | 36.26% | 20.57% | 27.85% |
| 每股收益(元) | 1.02 | 1.28 | 0.73 | 0.94 |

目录

| | |
|---------------------------|----|
| 1、从深圳走向全国的跨区域百超企业..... | 4 |
| 1.1 公司简介..... | 4 |
| 1.2 股权结构..... | 4 |
| 2、经营状况分析..... | 5 |
| 2.1 门店发展现状..... | 5 |
| 2.2 独特的百货+超市+X 模式..... | 6 |
| 2.3 立足珠三角面向全中国..... | 7 |
| 3、财务分析..... | 10 |
| 3.1 盈利能力分析..... | 10 |
| 3.2 费用率分析..... | 11 |
| 4、竞争优势..... | 13 |
| 4.1 优秀的管理团队..... | 13 |
| 4.2 百货+超市+X 的业态组合..... | 13 |
| 4.3 大股东实力雄厚有利于公司业务扩张..... | 13 |
| 5、发展战略..... | 13 |
| 6、盈利预测..... | 14 |
| 7、投资建议..... | 15 |
| 8、风险提示..... | 16 |
| 9、附件..... | 16 |

图表

| | |
|-------------------------------|----|
| 图1: 公司股权结构图..... | 4 |
| 图2: 天虹商场门店统计..... | 5 |
| 图3: 天虹商场经营面积统计..... | 5 |
| 图4: 公司可比同店销售增速2007 -2010..... | 6 |
| 图5: 公司各业态销售额..... | 6 |
| 图6: 公司不同业态的销售占比..... | 6 |
| 图7: 公司不同业态毛利率水平..... | 7 |
| 图8: 公司广东省外门店分布图..... | 7 |
| 图9: 公司广东省内门店分布图..... | 7 |
| 图10: 2010年管理费用构成..... | 11 |
| 图11: 2010年营业费用构成..... | 11 |
| | |
| 表1: 公司经营平效统计表..... | 5 |
| 表2: 公司可比同店2010年销售增速..... | 6 |
| 表3: 公司不同业态的毛利率水平..... | 7 |
| 表4: 公司门店统计2010..... | 8 |
| 表5: 公司收入（按区域划分）..... | 8 |
| 表6: 各地控股公司财务数据汇总表..... | 9 |
| 表7: 公司毛利率水平对比..... | 10 |
| 表8: 公司各项费用率水平对比..... | 12 |
| 表9: 公司盈利预测..... | 15 |
| 表10: 公司旗下城市中心店数据..... | 16 |
| 表11: 公司旗下社区购物中心数据..... | 17 |
| 表12: 公司旗下加盟店数据..... | 17 |
| 表13: 公司未来新增门店数据..... | 18 |
| 表14: 公司旗下控股公司经营数据..... | 18 |

1、从深圳走向全国的跨区域百超企业

1.1 公司简介

天虹商场自 1984 年创始以来，经过 26 年的经营，已经成长为广东省最大的百货类零售连锁企业，龙头地位十分显著。根据中国连锁经营协会统计，公司 09 年的销售收入在“中国连锁百强企业”和“连锁百货企业”中分别排名第 33 位和第 9 位。

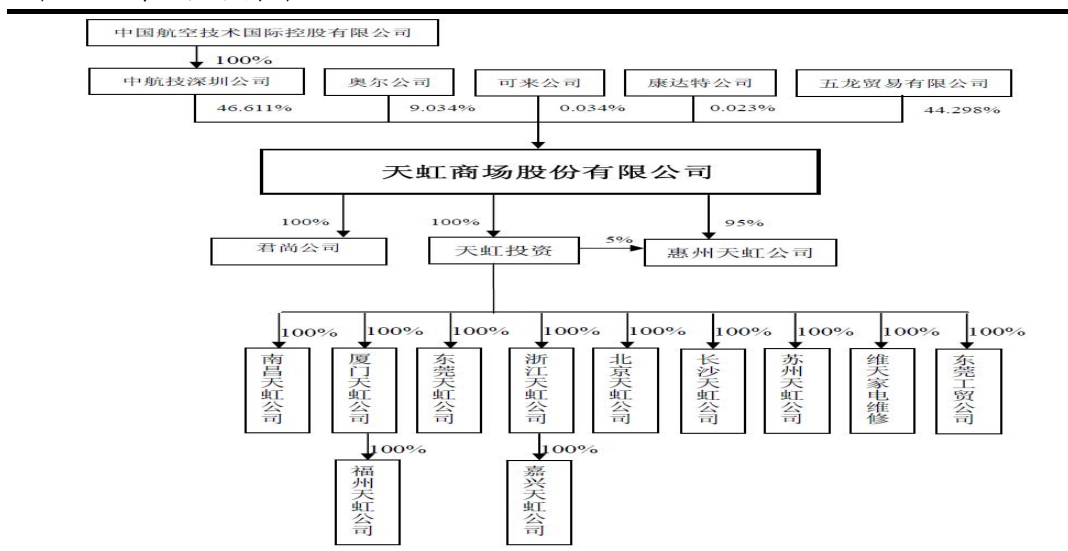
2002 年公司开始异地扩张以来，已成功进驻南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等 12 个城市，目前公司旗下共拥有各类门店 42 家，经营面积超过 106 万平方米，分布在深圳以外地区的 20 家门店经营面积接近 57 万平方米，超过公司营业总面积的一半。

2010 年，公司收入达到 101.74 亿元，归属母公司所有者净利润达到 4.85 亿元，同比分别增长 26.28% 和 36.25%，每股净资产 8.27 元，实现每股收益 1.28 元。

1.2 股权结构

公司大股东中航技深圳公司是央企中国航空工业集团公司下属从事非航空业务的重要平台，合计持有公司 46.11% 的股份。另外天虹管理层出资设立的奥轩股份公司分别持有奥尔公司、可来公司、康达特公司 100% 的股权，实现管理层股权激励，从而保持了管理层利益与股东利益的一致性。

图 1：公司股权结构图



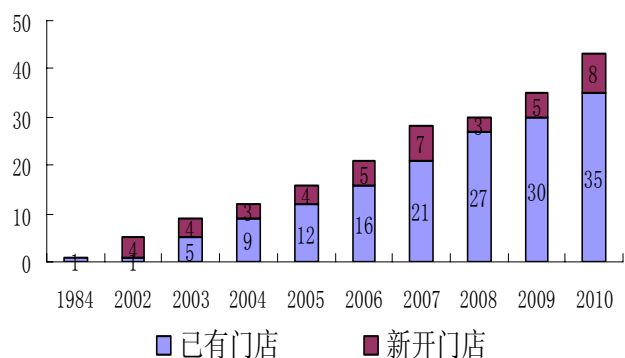
数据来源：中原证券；公司年报

2、经营状况分析

2.1 门店发展现状

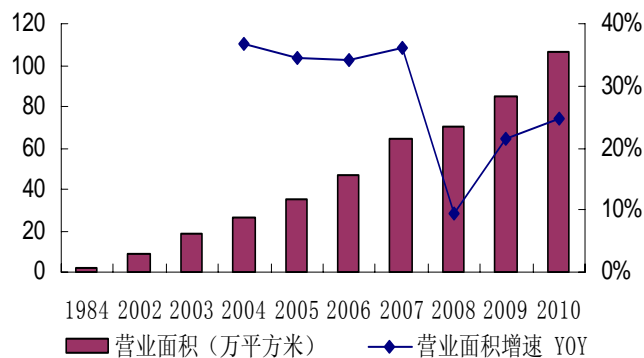
自从2002年公司开始异地扩张以来，已先后进入12个城市，其中广东省以外城市10个。门店数量也由原来的1间增加到目前的43家，营业面积从2001年的2万平方米增加到目前的106万平方米。公司规模实现了飞跃式发展。

图 2: 天虹商场门店统计



数据来源：中原证券；公司年报

图 3: 天虹商场经营面积统计



数据来源：中原证券；公司年报

快速的门店扩张有力地支持了公司销售的增长，从2006年的36.13亿元增加至2010年的101.74亿元，年均增速增长率将近30%，同期公司平效也从2006年的7687.91元/平方米，提高到2010年的9974.86元/平方米，年均增长率在5%左右。

表 1: 公司经营平效的统计表

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 3,613.32 | 5,532.08 | 6,862.62 | 8,057.27 | 10,174.36 |
| YOY | 27.54% | 53.10% | 24.05% | 17.41% | 26.28% |
| 门店数量(间) | 21 | 28 | 30 | 35 | 43 |
| YOY | 31.25% | 33.33% | 7.14% | 16.67% | 22.86% |
| 营业面积(万平方米) | 47 | 64 | 70 | 85 | 102 |
| YOY | 34.29% | 36.17% | 9.38% | 21.43% | 20.00% |
| 平效(元) | 7687.91 | 8643.88 | 9803.74 | 9479.14 | 9974.86 |
| YOY | -5.02% | 12.43% | 13.42% | -3.31% | 5.23% |

数据来源：中原证券；公司年报

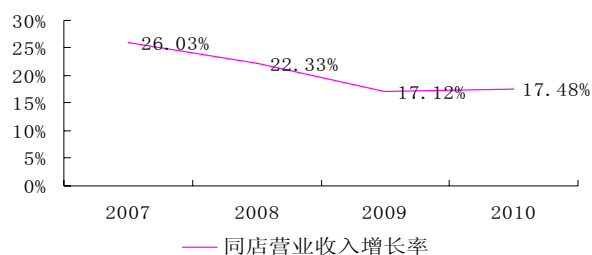
同期公司可比同店的销售增速有所下滑,从2007年的26.03%减少到目前的17.48%,但还是保持了相对较快的增长速度。从区域角度来划分,华南地区的增速相对较慢,为15.24%,这主要是因为华南地区成熟门店占比较大。相比之下,华南以外地区的销售保持了相对较快的增长速度,2010年华中可比同店增长31.58%,华东23.43%,东南25.13%。

表 2: 公司可比同店 2010 年销售增速

| 区域 | 门店数量 | 占总店数比例 | 可比店同比 |
|----|------|--------|--------|
| 华南 | 28 | 67% | 15.24% |
| 华中 | 4 | 9% | 31.58% |
| 华东 | 4 | 9% | 23.43% |
| 东南 | 4 | 9% | 25.13% |
| 北京 | 2 | 5% | |
| 合计 | 42 | 100% | 17.48% |

数据来源: 中原证券; 公司年报

图 4: 公司可比同店销售增速 2007 -2010

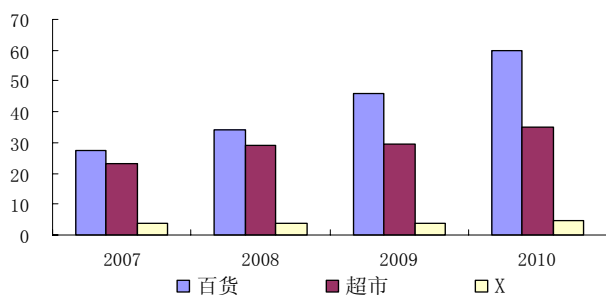


数据来源: 中原证券; 公司年报

2.2 独特的百货+超市+X 模式

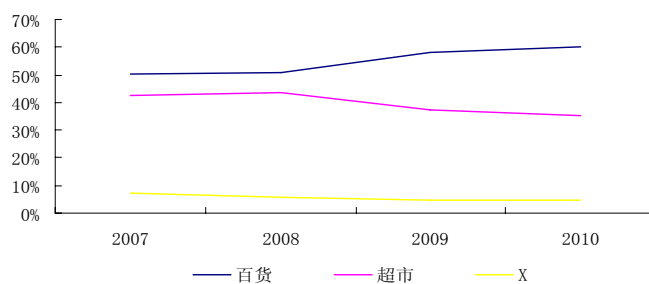
公司采取“百货+超市+X”多种组业态协同经营的模式。其中百货业态是公司最重要的经营业态,2010年实现销售收入超过60亿元,占公司销售总额的60%,过去三年年均增长率将近30%;2010年超市实现的销售额为35.07亿元,同期增速明显低于百货,平均增速仅为15%左右,因此其占公司销售总额的比重呈现下降态势,从2007年的42.65%下滑到2010年的35.12%;X项指除百货、超市外的其他配套品类,如电器、家居、银行、餐饮等,其2010年共实现销售4.78亿元,占比4.79%。

图 5: 公司各业态销售额 (亿元)



数据来源: 中原证券; 公司年报;

图 6: 不同业态的销售占比 (%)



数据来源: 中原证券; 公司年报

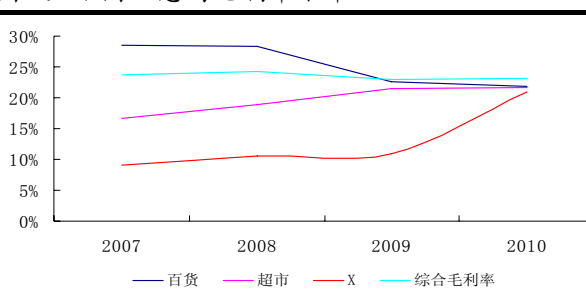
2007 年至今，公司整体的综合毛利率水平相对稳定在 23%至 24%之间。但不同业态间的毛利率水平波动差异十分明显。百货的毛利水平下降明显，从 2007 年的 28.52%下降到 2010 年的 21.77%，这主要是受到行业竞争加剧，公司加大促销力度的影响，而同期超市的毛利水平受益于公司加强直采力度，推行品类管理，优化产品结构，加大自有品牌建设的影响，从 16.61%显著提升到 21.72%，。2010 年期间变化最为显著的则是 X 品类，毛利率从 2009 年的 11.01%大幅提升到 2010 年的 20.95%，主要是因为 X 品类中以前大部分是电器，电器的毛利率一般在 10%左右，而 2010 年公司为了吸引客流，加大了配套品类的引进，如餐饮、影院等，因此 X 品类毛利率较同期上升 9.94 个百分点。

表 3: 不同业态的毛利率水平

| 毛利率 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 百货 | 28.52% | 28.30% | 22.67% | 21.77% |
| 超市 | 16.61% | 18.80% | 21.51% | 21.72% |
| X | 9.14% | 10.62% | 11.01% | 20.95% |
| 综合毛利率 | 23.78% | 24.30% | 22.96% | 23.02% |

数据来源：中原证券；公司年报

图 7: 不同业态的毛利率水平



数据来源：中原证券；公司年报

2.3 立足珠三角面向全中国

公司 1984 年最早创建于深圳地区，多年来一直专注于当地市场，直到 2002 才开始异地扩张的步伐，目前已先后进入了 12 个城市，其中广东省以外城市 10 个，包括北京，南昌，厦门，福州，嘉兴等。目前深圳地区依然是公司最重要的单一市场，占公司门店总数的一半和 46.59%的营业面积，并贡献了 63.03%的销售收入。但深圳以外的业务近年来发展势头强劲，随着公司外地业务的不断发展，未来对收入和盈利的贡献也将逐步加强。

图 8: 公司广东省外门店分布



数据来源：中原证券；公司年报

图 9: 公司广东省内门店分布



数据来源：中原证券；公司年报；

表 4: 公司门店统计 2010

| 进驻地区 | 进驻时间 | 门店数量 | 经营面积(平方米) | 营业面积占比 |
|------|------|------|-----------|--------|
| 深圳 | 1984 | 22 | 495583 | 46.59% |
| 南昌 | 2002 | 3 | 54379 | 5.11% |
| 厦门 | 2003 | 3 | 64266 | 6.04% |
| 东莞 | 2004 | 5 | 141603 | 13.31% |
| 惠州 | 2005 | 2 | 58392 | 5.49% |
| 福州 | 2006 | 1 | 46486 | 4.37% |
| 嘉兴 | 2006 | 1 | 19972 | 1.88% |
| 长沙 | 2008 | 1 | 30000 | 2.82% |
| 杭州 | 2009 | 1 | 17800 | 1.67% |
| 苏州 | 2009 | 1 | 50912 | 4.79% |
| 北京 | 2009 | 2 | 37398 | 3.52% |
| 浙江湖州 | 2010 | 1 | 27800 | 2.61% |
| 福建永安 | 2011 | 1 | 19120 | 1.80% |
| 总计 | | 44 | 1063711 | 100% |

数据来源: 中原证券整理

截止 2010 年底公司外地门店营业面积占比超过公司营业总面积的一半, 但仅贡献了 35.12% 的销售收入, 这主要是因为大量的外地门店属于新增门店, 目前尚处于培育期, 随着这部分门店的日益成熟, 预计未来销售业绩存在较大提升空间。2008 年以来深圳以外地区 44% 的平均增速明显高于同期深圳地区 15% 的增速。

另一方面, 通过对比深圳和外地业务的毛利率水平, 我们可以看到 2010 年, 公司在外地业务 20.09% 的毛利率明显低于深圳市场 22.62% 的水平, 这在一定程度上反映了, 公司在深圳地区拥有更强的定价权以及对供应商的议价能力。

表 5: 公司收入按区域划分

| | 2007 年报 | 2008 年报 | 2009 年报 | 2010 年报 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | | | | |
| 深圳地区(亿元) | 42.4 | 50.05 | 55.47 | 64.13 |
| YOY | | 18.04% | 10.83% | 15.61% |
| 深圳外地区(亿元) | 11.98 | 17.49 | 23.7 | 35.74 |
| YOY | | 45.99% | 35.51% | 50.80% |
| 毛利率 | | | | |
| 深圳地区(%) | 23.01 | 23.87 | 22.68 | 22.62 |
| 深圳外地区(%) | 21.04 | 21.13 | 19.38 | 20.09 |
| 收入构成 | | | | |
| 深圳地区(%) | 77.97% | 74.10% | 70.06% | 64.21% |
| 深圳外地区(%) | 22.03% | 25.90% | 29.94% | 35.79% |

数据来源: 公司年报; 中原证券

从股权结构来看，除惠州天虹外，公司深圳以外业务由天虹投资100%控股。公司公布的2010年的数据显示天虹投资实现净利润负25万元，基本实现了深圳以外业务的盈亏平衡。其中公司较早进入的南昌，厦门，东莞，惠州，福州，嘉兴已经实现了盈利。亏损门店主要集中在长三角，北京及长沙地区，考虑到以上地区大部分门店属于2008年之后新进入地区，而百货门店一般需要3-4年的培育期，因此这部分亏损尚处于可以容忍范围之内。但考虑到长三角和北京地区商业氛围浓厚，竞争激烈，公司是否能够在以上地区打开局面还需要进一步观察。

表 6: 各地控股公司财务数据汇总

| 控股公司名称 | 注册资本 (万元) | 总资产 (万元) | 净资产 (万元) | 净利润 (万元) |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 深圳市天虹投资发展有限公司 | 2,000.00 | 98,915.31 | 93,456.11 | -25.01 |
| 厦门市天虹商场有限公司 | 1,000.00 | 72,254.11 | 21,090.57 | 7,822.09 |
| 东莞市天虹商场有限公司 | 1,000.00 | 68,369.01 | 47,021.01 | 3,198.35 |
| 南昌市天虹商场有限公司 | 1,000.00 | 13,355.45 | 87.66 | 1,977.83 |
| 惠州市天虹商场有限公司 | 1,000.00 | 16,785.17 | 6,772.91 | 1,367.14 |
| 嘉兴天虹百货有限公司 | 1,000.00 | 2,345.03 | -3,189.22 | 452.75 |
| 福州市天虹百货有限公司 | 1,000.00 | 6,554.94 | -2,386.06 | 129.89 |
| 吉安市天虹商场有限公司 | 6,000.00 | 5,988.86 | 5,984.13 | -15.87 |
| 深圳市君尚百货有限公司 | 1,000.00 | 14,078.22 | 756.87 | -235.38 |
| 常州天虹商场有限公司 | 1,000.00 | 4,947.08 | 3,667.26 | -425.74 |
| 湖州天虹百货有限公司 | 1,000.00 | 5,941.01 | 3,328.81 | -743.19 |
| 浙江天虹百货有限公司 | 1,000.00 | 7,837.25 | 4,188.45 | -1,089.63 |
| 长沙市天虹百货有限公司 | 1,000.00 | 7,317.81 | 2,002.97 | -1,462.64 |
| 北京时尚天虹百货有限公司 | 1,000.00 | 3,630.47 | -992.04 | -1,992.04 |
| 苏州天虹商场有限公司 | 1,000.00 | 12,702.08 | 5,166.30 | -3,543.09 |
| 北京天虹商业管理有限公司 | 1,000.00 | 10,052.60 | -1,088.56 | -3,545.53 |

数据来源：公司年报；中原证券

3、财务分析

3.1 盈利能力分析

公司的综合毛利率水平在过去4年中相对稳定，始终围绕23%上下波动。从业态角度来看，公司百货销售的毛利率持续下降，从2007年的28.52%下滑到目前的21.77%。而同期超市的毛利水平则大幅提高，从2007年的17.75%增加到目前的21.72%。X类的毛利率水平在2010年更是出现了大幅跃升。

表 7: 公司毛利率水平对比

| 毛利率 | | | | | | |
|--------------|------|----|--------|--------|--------|--------|
| 证券代码 | 证券简称 | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 百货 | 28.52% | 28.30% | 22.67% | 21.77% |
| | | 超市 | 17.75% | 18.80% | 21.51% | 21.72% |
| | | X | 9.14% | 10.62% | 11.01% | 20.95% |
| | | 综合 | 23.78% | 24.30% | 22.96% | 23.02% |
| 百货类上市公司毛利率水平 | | | | | | |
| 600827.SH | 友谊股份 | | 20.21% | 20.97% | 21.08% | 21.89% |
| 600723.SH | 西单商场 | | 22.97% | 22.59% | 22.32% | 21.71% |
| 002187.SZ | 广百股份 | | 22.64% | 22.10% | 20.74% | 19.65% |
| 600694.SH | 大商股份 | | 20.36% | 19.46% | 18.52% | 18.94% |
| 600859.SH | 王府井 | | 18.65% | 18.93% | 18.67% | 18.20% |
| | 平均 | | 20.97% | 20.81% | 20.27% | 20.01% |
| 超市类上市公司毛利率水平 | | | | | | |
| 002336.SZ | 人人乐 | | 20.15% | 20.50% | 20.80% | 20.81% |
| 002264.SZ | 新华都 | | 18.94% | 19.01% | 18.84% | 20.07% |
| 002251.SZ | 步步高 | | 19.50% | 19.73% | 19.61% | 20.48% |
| 601933.SH | 永辉超市 | | 17.20% | 17.88% | 17.90% | 19.11% |
| 000759.SZ | 武汉中百 | | 17.35% | 18.23% | 18.15% | 19.02% |
| | 平均 | | 18.63% | 19.07% | 19.06% | 19.90% |

数据来源: 中原证券; 公司年报; wind 资讯

和百货类上市公司相比, 我们看到, 公司百货销售的毛利水平正从大幅高于行业平均水平向行业平均水平靠拢。

公司之前较高的毛利水平主要是因为: 深圳地区的百货扣点要普遍高于其他地区, 而公司前期的收入构成中深圳占比较大; 公司百货业务的定位力求精准, 不以追求高层次为主要目标, 品牌结构中以内二、三线为主, 这类品牌的扣点率要高于国际品牌和国内一线品牌。

造成毛利率持续下降的原因可能是: 为巩固市场地位, 扩大市场份额, 近年来公司采取了更多的促销活动; 同时百货品牌档次在不断提升, 总扣点率在不断降低。随着公司外地扩张的加速, 深圳以外销售的占比逐年增加, 从而拉低了原有的毛利率水平;

和超市类上市公司相比, 我们看到, 从2007年的低于行业平均水平到目前的大幅高于行业平均水平, 公司超市业务的毛利状况出现了明显的改善。

出现这种状况的原因是: 精致超市的定位使公司经营产品档次略高于其他超市专营公司, 而作为公司主要消费群体的白领阶层对价格敏感性相对较

弱，因此超市部门的综合毛利率要略高于其他公司；同时，近年来公司大力加强直接采购力度、建立直采基地、推行品类管理、优化产品结构、加大自有品牌建设等，有效降低了超市的成本和费用；与同业相比，公司的超市部门在商品结构上进行了精简，剔除了一些周转较慢的商品；另外与其他超市公司不同的是，公司对低毛利率的家电进行单独核算。

3.2 费用率分析

公司销售期间的费用率与其他上市公司相比处于中等偏上的水平，但近年来一直呈现逐年下降的态势，从2007年的17.73%下降到目前的16.44%：

(1) 管理费用率：公司的管理费用率明显低于行业平均水平，2010年为1.88%。虽然近年来费率水平有所上升，但是幅度并不明显，在公司管理费用中，占比最大的是人员工资，占比62%；折旧摊销费用占比16%。近年随着公司规模逐年扩张，为满足发展的需要，公司总部员工相应增加，导致总部人员工资总额及相应设备折旧费等逐步增长，管理费用逐年上升；但是与此同时，公司着力于精益化、集约化、信息化管理，不断引入最先进的管理手段，有效降低了管理成本，且经营规模的扩张有效摊薄了管理费用率。因此，公司未来的管理费用率还将保持相对稳定。

图 10：2010 年管理费用构成

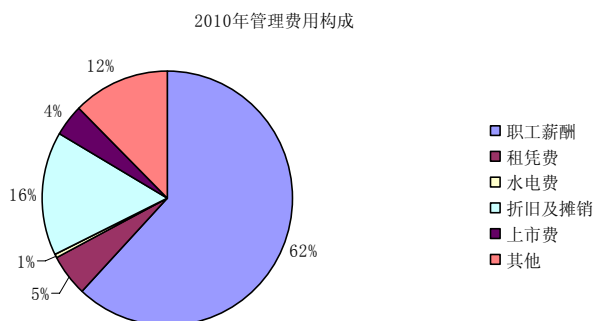
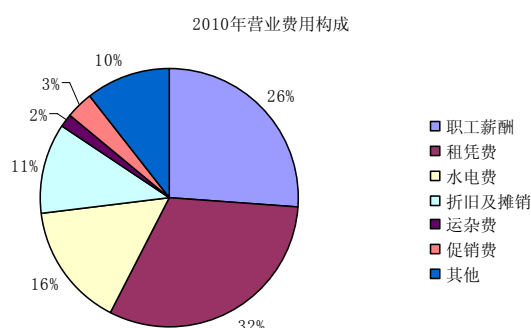


图 11：2010 年营业费用构成



数据来源：中原证券；公司年报

数据来源：中原证券；公司年报

(2) 营业费用率：公司的营业费用率在业内属于较高水平，但近年来呈现逐年下降的态势，从2007年的16.05%下降到2010年的14.61%。2010年的数据显示，职工薪酬，租赁费用，水电费用和折旧摊销是营业费用最重要的组成部分，占比分别达到26%，32%，16%和11%。受公司门店数量增加，门店升级，促销力度加大等影响，营业费用总额始终在上升通道中，但公司通过优化内部管理，贯彻落实年初制定的收益管理行动方案，积极推进节能创效、厉行节约等措施，使得营业费用率逐年下降。

(3) 财务费用率: 公司的财务费用率和其他上市公司相比处于较低水平, 2010年上市募集资金后, 银行存款增加带来的利息收入更是使财务费用率变为-0.05%, 考虑公司上市募集的资金净额为19.22亿元, 自有资金完全可以满足公司未来一至两年的发展需求, 因此公司的财务费用率还将维持在相对低位。

表 8: 公司各项费用率水平对比

| 证券代码 | 证券简称 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 销售期间费用率 (%) | | | | | |
| 600859.SH | 王府井 | 12.09 | 12.52 | 13.19 | 12.50 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 16.37 | 15.48 | 14.85 | 14.71 |
| 600694.SH | 大商股份 | 15.63 | 18.03 | 17.02 | 16.39 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 17.73 | 18.15 | 16.90 | 16.44 |
| 600723.SH | 西单商场 | 19.39 | 21.05 | 19.24 | 18.40 |
| 600827.SH | 友谊股份 | 18.45 | 18.58 | 18.03 | 18.52 |
| 销售费用率 (%) | | | | | |
| 600723.SH | 西单商场 | 4.49 | 4.58 | 4.88 | 3.89 |
| 600694.SH | 大商股份 | 3.32 | 3.95 | 5.71 | 6.16 |
| 600859.SH | 王府井 | 8.46 | 8.16 | 8.91 | 8.68 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 12.96 | 12.45 | 11.43 | 12.06 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 16.05 | 15.79 | 15.19 | 14.61 |
| 600827.SH | 友谊股份 | 16.24 | 16.85 | 16.23 | 16.48 |
| 管理费用率 (%) | | | | | |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 1.47 | 2.36 | 1.59 | 1.88 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 3.09 | 2.83 | 3.05 | 2.27 |
| 600827.SH | 友谊股份 | 2.09 | 2.04 | 2.31 | 2.53 |
| 600859.SH | 王府井 | 3.35 | 3.96 | 3.66 | 3.14 |
| 600694.SH | 大商股份 | 11.50 | 13.15 | 10.58 | 9.62 |
| 600723.SH | 西单商场 | 14.45 | 15.91 | 13.91 | 14.23 |
| 财务费用率 (%) | | | | | |
| 600827.SH | 友谊股份 | 0.11 | -0.32 | -0.51 | -0.49 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 0.21 | 0.00 | 0.12 | -0.05 |
| 600723.SH | 西单商场 | 0.45 | 0.56 | 0.44 | 0.28 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 0.32 | 0.19 | 0.37 | 0.37 |
| 600694.SH | 大商股份 | 0.81 | 0.93 | 0.73 | 0.61 |
| 600859.SH | 王府井 | 0.27 | 0.40 | 0.61 | 0.68 |

数据来源: 中原证券; 公司年报

4、公司竞争优势

4.1 优秀的管理团队

零售企业的核心竞争力不仅在于其门店资源、商业模式的竞争，更在于管理的竞争。一个优秀的管理团队，不仅能在相同的商业竞争环境中创造出更好的经营业绩，也是公司可持续发展的重要保障。通过公司在业内的领先的综合毛利率，以及较低的管理费用率可以看出公司优秀的管理水平。同时，公司可比同店增长多年来保持在 15%-25%的水平，也从另一个侧面反映出公司出众的管理能力。

4.2 百货+超市+X 的业态组合

公司以独特的“百货+超市+X”业态为基础，通过“社区购物中心”和“城市中心店”两种门店模式经营百货商场。截至 2010 年末，公司共经营城市中心店 9 间，社区购物中心店 33 间。其中城市中心店主要位于城市核心商圈，以经营中高端百货商品为主，确立市场形象，辐射整个城市或重点区域。社区购物中心主要是位于城市次级商圈或重要社区，目标顾客以周边社区的中高收入居民为主，以满足目标顾客日常消费需求，强调一次购足和便利性。公司通过城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额，通过社区购物中心和城市中心店相互配合，在布局上采用集群式发展，充分发挥连锁经营的规模优势。

4.3 大股东实力雄厚有利于公司业务扩张

公司大股东中航技深圳公司是中国航空工业集团公司下属从事非航空业务的重要平台，其业务涉及高科技制造、地产开发、物业管理、酒店经营、百货零售、进出口贸易、资源开发等，旗下拥有深圳中航集团股份（0161, HK）、中航地产（000043, SZ）、深天马（000050, SZ）、飞亚达（飞亚达 A: 000026, 飞亚达 B: 200026）、天虹商场（002419, SZ）等五家境内外上市公司，以及深南电路、中航物业、中航商贸、格兰云天酒店管理公司、上海宾馆等一批在业内具有影响力的知名企业。强大的股东背景为公司业务拓展提供了有力支持。

5、公司发展战略

公司提出成为全国性连锁百货零售企业发展战略，并将按照重点发展珠三角、长三角和闽三角，巩固珠三角区域优势，实现长三角和闽三角的相对竞争优势；伺机进入渤海、西南区等区域的重点城市发展布局推动公司业务在全国范围内的扩张，力争每年新增 10 家左右的门店。

在经营业态上公司将坚持以“天虹”实体商场为主体，以“百货+超市+X”的业态组合为基础，通过城市中心店和社区店的门店形式进行有序扩张。同时公司还将以电子商务业务和品牌代理业务为两翼，对公司有形连锁零售业务进行补充。

6、公司盈利预测

公司盈利预测中的核心假设条件如下：

(1) 公司提出力争未来每年新增门店10家，出于保守估计，我们在盈利预测中假设未来3年每年新增8家门店；

(2) 按照公司平均门店25000平米，每坪新增面积需投资2000元计算，每年新增8家门店带来20000坪的新增营业面积，大致需要4亿元的投资，考虑2010年公司公开发行人共募集资金19.13亿元，未来公司扩张资金压力不大；

(3) 考虑公司可比门店从2007年至2010年保持了相对较快的增速，同时考虑随着门店成熟水平的提高，其销售增速将呈现下降的趋势，我们假设2010年公司所拥有的门店在2011年，2012年，2013年的增速分别为17%，16%和15%；

(4) 我们假设新增门店的培育期为3年，第一年平效为公司平均水平的50%，第二年为75%，第三年为100%。

(5) 我们假设公司的平效在未来三年按照每年5%的速度增长。

(6) 公司多年来综合毛利率的水平稳定在23%左右，我们假设未来毛利率水平还将继续保持稳定。

(7) 公司的税率为25%。

预计公司 2011 年，2012 年和 2013 年分别实现净利润 5.85 亿元，7.48 亿元和 9.52 亿元。

表 9：公司盈利预测

| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|----------|------------|------------|------------|
| 2010 年原有门店销售 | 10174.36 | 11904.00 | 13808.64 | 15879.94 |
| YOY | | 17% | 16% | 15% |
| 平效 (元/平方米) | 9974.86 | 10473.60 | 10997.28 | 11547.15 |
| YOY | | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 2011 年新增营业面积 | | 200,000.00 | 200,000.00 | 200,000.00 |

| | | | | | | |
|---------------------|----------|----------|-----------|----------|------------|------------|
| 培育期平效的假设条件 | | | | 50.00% | 75.00% | 100.00% |
| 2011年新增门店带来的销售(百万元) | | | | 1047.36 | 1649.59 | 2309.43 |
| 2012年新增营业面积 | | | | | 200,000.00 | 200,000.00 |
| 培育期平效的假设条件 | | | | | 50.00% | 75.00% |
| 2011年新增门店带来的销售(百万元) | | | | | 1099.73 | 1732.07 |
| 2013年新增营业面积 | | | | | | 200,000.00 |
| 培育期平效的假设条件 | | | | | | 50.00% |
| 2011年新增门店带来的销售(百万元) | | | | | | 1154.71 |
| | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 一、营业总收入(百万元) | 6,862.62 | 8,057.27 | 10,174.36 | 12951.36 | 16557.96 | 21076.15 |
| 二、营业总成本(百万元) | 6,478.58 | 7,603.71 | 9,552.72 | 12171.69 | 15561.17 | 19807.37 |
| 营业成本(百万元) | 5,195.31 | 6,207.22 | 7,831.75 | 9972.55 | 12749.63 | 16228.64 |
| 毛利率(%) | 24.30% | 22.96% | 23.02% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 税金及附加(百万元) | 37.07 | 34.5 | 48.39 | 62.17 | 79.48 | 101.17 |
| 税金及附加/营业总收入(%) | 0.54% | 0.43% | 0.48% | 0.48% | 0.48% | 0.48% |
| 营业费用(百万元) | 1083.34 | 1223.64 | 1486.63 | 1877.95 | 2400.90 | 3056.04 |
| 营业费用率(%) | 15.79% | 15.19% | 14.61% | 14.50% | 14.50% | 14.50% |
| 管理费用(百万元) | 161.7 | 128.24 | 191.18 | 259.03 | 331.16 | 421.52 |
| 管理费用率(%) | 2.36% | 1.59% | 1.88% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 财务费用(百万元) | 0.28 | 9.97 | -5.56 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失(百万元) | 0.88 | 0.14 | 0.33 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润(百万元) | 384.04 | 453.56 | 621.64 | 779.67 | 996.79 | 1268.78 |
| 加: 营业外收入(百万元) | 20.01 | 19.55 | 23.7 | 0 | 0 | 0 |
| 减: 营业外支出(百万元) | 10.82 | 2.5 | 4.26 | 0 | 0 | 0 |
| 其中: 非流动资产处置净损失(百万元) | 2.57 | 0.57 | 1.04 | 0 | 0 | 0 |
| 四、利润总额(百万元) | 393.23 | 470.61 | 641.08 | 779.67 | 996.79 | 1268.78 |
| 减: 所得税(百万元) | 79.62 | 114.66 | 156.08 | 194.92 | 249.20 | 317.20 |
| 五、净利润(百万元) | 313.61 | 355.95 | 485 | 584.75 | 747.59 | 951.59 |
| 六、每股收益: | 0.9 | 1.02 | 1.28 | 0.73 | 0.94 | 1.19 |

数据来源: 中原证券; 公司年报

7、投资建议

公司是一家从深圳走向全国的百超连锁商业企业。公司通过以租赁物业为主的轻资产发展模式, 结合独特的“百货+超市+X”为基础的“社区购物中心”和“城市中心店”两种门店形式, 利用城市中心店为“月”确立商业地位, 社区购物中心为“星”占领市场份额, 局充分发挥连锁经营的规模优势。我们预计公司未来三年的将保持将近30%的年均增速。

预计公司2011年、2012年和2013年每股盈利分别为0.73元、0.94元和1.19元, 按7月6日22.66元的收盘价计算, 2011年动态市盈率31倍, 但考虑公司良好的基本面状况以及未来业绩增速, 给予公司“增持”评级。

8、风险提示

- (1) 租金成本上涨可能对公司连锁发展产生负面的影响;
- (2) 中高端人才相对短缺, 不能完全满足公司的快速发展。
- (3) 公司的扩张计划不能达到预期目标, 且内生性增长低于预期。
- (4) 宏观经济增长低于预期。
- (4) CPI 持续的增长演化成为恶性通胀。

9、附件:

表 10: 公司旗下城市中心店数据

| 城市中心店 | 开业时间 | 门店位置 | 经营面积(m ²) |
|---------------|------------|-------|-----------------------|
| 天虹购物广场(改造为君尚) | 2003-12-9 | 深圳福田区 | 37,781 |
| 东莞东纵天虹商场 | 2004-9-9 | 广东东莞市 | 26,411 |
| 惠州天虹商场 | 2005-8-1 | 广东惠州市 | 30,892 |
| 嘉兴天虹商场 | 2006-3-1 | 浙江嘉兴市 | 19,972 |
| 福州天虹商场 | 2006-7-12 | 福建福州市 | 46,486 |
| 厦门大西洋天虹商场 | 2007-1-18 | 福建厦门市 | 19,488 |
| 南昌中山路天虹商场 | 2007-4-19 | 江西南昌市 | 54,379 |
| 后海天虹百货 | 2007-11-23 | 深圳南山区 | 15,374 |
| 国贸天虹 | 2008-12-5 | 深圳罗湖区 | 35,698 |
| 苏州金鸡湖天虹 | 2009-4-24 | 江苏苏州市 | 50,912 |
| 北京宣武天虹 | 2009-4-25 | 北京宣武区 | 22,000 |

数据来源: 公司公开资料; 中原证券研究所

表 11: 公司旗下社区购物中心数据

| 社区购物中心 | 开业时间 | 门店位置 | 经营面积(m ²) |
|----------|------------|-------|-----------------------|
| 南昌江大天虹商场 | 2002-6-14 | 江西南昌市 | 13,000 |
| 创业天虹商场 | 2002-11-25 | 深圳宝安区 | 19,129 |
| 龙华天虹商场 | 2002-11-25 | 深圳宝安区 | 19,006 |
| 福民天虹商场 | 2002-11-25 | 深圳福田区 | 12,553 |
| 厦门汇腾天虹 | 2003-4-22 | 福建厦门市 | 19,778 |
| 常兴天虹商场 | 2003-10-31 | 深圳南山区 | 31,348 |
| 龙新天虹商场 | 2003-12-9 | 深圳龙岗区 | 14,810 |
| 沙进天虹商场 | 2004-5-9 | 深圳宝安区 | 31,888 |
| 布吉天虹商场 | 2004-5-12 | 深圳龙岗区 | 17,014 |
| 双龙天虹商场 | 2005-2-3 | 深圳龙岗区 | 20,721 |
| 东门天虹商场 | 2005-6-2 | 深圳罗湖区 | 25,730 |
| 东莞常平天虹商场 | 2005-8-1 | 广东东莞市 | 15,350 |
| 前进天虹商场 | 2006-1-10 | 深圳宝安区 | 21,048 |
| 西丽天虹商场 | 2006-1-11 | 深圳南山区 | 17,521 |
| 松岗天虹商场 | 2006-10-8 | 深圳宝安区 | 18,585 |
| 观澜天虹商场 | 2007-10-9 | 深圳宝安区 | 16,660 |
| 深南天虹新店 | 2007-11-21 | 深圳福田区 | 19,544 |
| 民治天虹商场 | 2007-11-22 | 深圳宝安区 | 20,180 |
| 东莞长安天虹 | 2007-12-28 | 广东东莞区 | 24,000 |
| 沙河天虹商场 | 2008-6-12 | 深圳南山区 | 16,456 |
| 长沙芙蓉天虹 | 2008-12-6 | 湖南长沙市 | 30,000 |
| 南昌红谷天虹 | 2009-9-4 | 江西南昌市 | 20,000 |
| 惠州惠阳天虹 | 2009-9-12 | 广东惠州市 | 27,500 |
| 杭州萧山天虹 | 2009-12-17 | 浙江杭州市 | 17,800 |
| 东莞黄江天虹 | 2010-4-24 | 广东东莞市 | 26,264 |
| 北京国展天虹 | 2010-4-29 | 北京市 | 15,398 |
| 深圳公明天虹* | 2010-4-30 | 深圳 | 38,000 |
| 东莞厚街天虹 | 2010-8-6 | 广东东莞市 | 49,578 |
| 湖州爱山广场 | 2010-12-21 | 浙江湖州 | 27,800 |
| 深圳横岗天虹 | 2010-12-25 | 深圳 | 24,700 |

数据来源: 公司公开资料; 中原证券研究所

表 12: 公司旗下加盟店数据

| 加盟店 | 开业时间 | 门店位置 | 经营面积(m ²) |
|-------|--------|------|-----------------------|
| 梅林天虹 | Dec-06 | 深圳 | 21,837 |
| 名汇天虹 | Dec-08 | 福建厦门 | 25,000 |
| 福建永安店 | Jan-11 | 福建永安 | 19,120 |

数据来源: 公司公开资料; 中原证券研究所

表 13: 公司未来新增门店数据

| 门店 | 门店位置 | 经营面积(m ²) | 投资额(万元) | 开业时间 |
|---------------|------|-----------------------|---------|-------------|
| 溧阳平陵广场 | 常州溧阳 | 24,000 | 3093 | 2011年1月(已开) |
| 泉州世纪嘉园 | 福建泉州 | 24,500 | 2513 | 2011年末 |
| 东莞虎门 | 东莞 | 38,000 | 4648 | 2011年底 |
| 绍兴柯桥蓝天影视文化中心 | 绍兴 | 30,000 | 3039 | 2011年底 |
| 娄底万豪城市广场店 | 湖南娄底 | 33,000 | | 2012年 |
| 苏州木渎新华商业广场 | 苏州 | 39,000 | 2654 | 2012年中 |
| 株洲银天商业广场店 | 湖南株洲 | 33,552 | 2849 | 2012年 |
| 吉安天虹商场有限公司 | 吉安 | | | 2012年 |
| 成都武侯祠成都 | 成都 | 30,000 | 3358 | 2012年 |
| 青岛中联诺德广场 | 青岛 | 47,000 | 4073 | 2012年 |
| 总部大楼旗舰店 | 深圳 | 39,000 | | 2012年底 |
| 赣州中航城 | 赣州 | 25000 | 2100 | 2012年 |
| 南昌京东购物广场 | 南昌 | 30,000 | 2632 | 2013年 |
| 龙岗坪山店 | 深圳 | 16,629 | | |
| 岳阳汇泽 | 岳阳 | | | |
| 苏州新地 | 苏州 | 22000 | 2511 | |
| (加盟)金华世贸中心广场店 | 金华 | 24000 | | |
| (加盟)威海东城国际 | 威海 | 34800 | | |

数据来源: 公司公开资料; 中原证券

表 14: 公司旗下控股公司经营数据

| 深圳天虹发展投资有限公司 | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
| 资产总计 | 64,529.91 | 81,216.10 | 129,605.51 | 98,915.31 |
| 负债合计 | 62,326.74 | 78,746.19 | 129,313.32 | 5,459.20 |
| 净资产 | 2,203.17 | 2,874.91 | 292.18 | 93,456.11 |
| 营业收入 | 109,326.48 | 160,925.15 | 221,007.95 | |
| 营业利润 | -594.45 | 1,703.94 | -993.08 | |
| 利润总额 | 865.08 | 2,351.41 | -512.30 | |
| 所得税 | 1,128.37 | 1,679.67 | 2,070.43 | |
| 净利润 | -263.29 | 671.74 | -2,582.73 | -25.01 |
| 总资产收益率 | -0.41% | 0.83% | -1.99% | -0.03% |
| 净资产收益率 | -11.95% | 23.37% | -883.95% | -0.03% |
| 南昌市天虹商场有限公司 | | | | |
| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
| 资产总计 | 8,644.10 | 8,583.95 | 12,071.57 | 13,355.45 |
| 负债合计 | 12,309.30 | 12,765.19 | 17,442.75 | 13,267.79 |
| 净资产 | -3,665.20 | -4,181.24 | -5,371.17 | 87.66 |
| 营业收入 | 15,665.31 | 30,406.54 | 37,627.77 | |

| | | | | |
|--------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 营业利润 | -2,288.52 | -1,009.37 | -1,258.75 | |
| 利润总额 | -2,353.00 | -515.98 | -1,189.94 | |
| 所得税 | 7.88 | - | - | |
| 净利润 | -2,360.89 | -515.98 | -1,189.94 | 1977.83 |
| 总资产收益率 | -27.31% | -6.01% | -9.86% | 14.81% |
| 净资产收益率 | - | - | - | 2256.25% |

厦门市天虹商场有限公司

| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 资产总计 | 32,034.79 | 35,295.33 | 51,018.59 | 72,254.11 |
| 负债合计 | 25,482.77 | 28,683.26 | 37,750.11 | 51,163.54 |
| 净资产 | 6,552.02 | 6,612.07 | 13,268.48 | 21,090.57 |
| 营业收入 | 51,094.89 | 69,456.32 | 74,632.92 | |
| 营业利润 | 1,451.64 | 6,118.06 | 8,136.38 | |
| 利润总额 | 4,577.48 | 6,180.80 | 8,313.83 | |
| 所得税 | 686.68 | 1,123.94 | 1,657.42 | |
| 净利润 | 3,890.80 | 5,056.87 | 6,656.41 | 7,822.09 |
| 总资产收益率 | 12.15% | 14.33% | 13.05% | 10.83% |
| 净资产收益率 | 59.38% | 76.48% | 50.17% | 37.09% |

福州市天虹商场有限公司

| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 资产总计 | 4,197.98 | 3,559.19 | 4,360.39 | 6,554.94 |
| 负债合计 | 4,233.53 | 5,093.14 | 6,876.34 | 8,941.00 |
| 净资产 | -35.55 | -1,533.95 | -2,515.95 | -2386.06 |
| 营业收入 | 13,732.31 | 16,069.79 | 19,324.46 | |
| 营业利润 | -509.98 | -1,481.70 | -974.84 | |
| 利润总额 | -497.02 | -1,475.98 | -963.64 | |
| 所得税 | 42.67 | 22.43 | 18.35 | |
| 净利润 | -539.68 | -1,498.41 | -982 | 129.89 |
| 总资产收益率 | -12.86% | -42.10% | -22.52% | 1.98% |
| 净资产收益率 | - | - | - | - |

东莞市天虹商场有限公司

| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 资产总计 | 11,828.99 | 15,691.62 | 33,757.96 | 68,369.01 |
| 负债合计 | 10,098.59 | 13,182.82 | 29,465.50 | 21,348.00 |
| 净资产 | 1,730.40 | 2,508.81 | 4,292.46 | 47,021.01 |
| 营业收入 | 24,754.83 | 38,765.31 | 44,418.97 | |
| 营业利润 | 691.77 | 1,881.38 | 2,275.03 | |
| 利润总额 | 734.95 | 1,942.74 | 2,402.77 | |
| 所得税 | 313.38 | 506.98 | 619.11 | |
| 净利润 | 421.57 | 1,435.77 | 1,783.66 | 3198.35 |
| 总资产收益率 | 3.56% | 9.15% | 5.28% | 4.68% |

| | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净资产收益率 | 24.36% | 57.23% | 41.55% | 6.80% |
| 长沙市天虹商场有限公司 | | | | |
| 单位(万元) | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 | |
| 资产总计 | 5,912.74 | 4,883.71 | 7317.81 | |
| 负债合计 | 5,833.36 | 6,643.10 | 5314.84 | |
| 净资产 | 79.38 | -1,759.39 | 2002.97 | |
| 营业收入 | 1,013.04 | 11,131.99 | | |
| 营业利润 | -998.83 | -1,823.62 | | |
| 利润总额 | -997.79 | -1,808.22 | | |
| 所得税 | -77.17 | 30.55 | | |
| 净利润 | -920.62 | -1,838.77 | -1462.64 | |
| 总资产收益率 | -15.57% | -37.65% | -19.99% | |
| 净资产收益率 | -1159.76% | - | -73.02% | |
| 浙江天虹商场有限公司 | | | | |
| 单位(万元) | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 | |
| 资产总计 | 1,118.94 | 4,109.84 | 7837.25 | |
| 负债合计 | 143.97 | 3,438.76 | 3648.8 | |
| 净资产 | 974.97 | 671.08 | 4188.45 | |
| 营业收入 | | 536.98 | | |
| 营业利润 | -25.03 | -376.13 | | |
| 利润总额 | -25.03 | -376 | | |
| 所得税 | | -72.11 | | |
| 净利润 | -25.03 | -303.88 | -1089.63 | |
| 总资产收益率 | -2.24% | -7.39% | -13.90% | |
| 净资产收益率 | -2.57% | -45.28% | -26.02% | |
| 嘉兴天虹商场有限公司 | | | | |
| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
| 资产总计 | 2,639.17 | 3,536.11 | 2,906.38 | 2,345.03 |
| 负债合计 | 4,259.46 | 6,734.71 | 6,548.35 | 5,534.25 |
| 净资产 | -1,620.29 | -3,198.60 | -3,641.97 | -3,189.22 |
| 营业收入 | 4,098.68 | 5,383.32 | 8,423.36 | |
| 营业利润 | -1,543.41 | -1,507.52 | -411.86 | |
| 利润总额 | -1,512.92 | -1,483.15 | -399.36 | |
| 所得税 | 77.47 | 95.18 | 44.01 | |
| 净利润 | -1,590.39 | -1,578.32 | -443.36 | 452.75 |
| 总资产收益率 | -0.60260991 | -0.44634358 | -0.15254715 | 0.193067893 |
| 净资产收益率 | - | - | - | - |
| 苏州天虹商场有限公司 | | | | |
| 单位(万元) | | 2009-12-31 | 2010-12-31 | |
| 资产总计 | | 8,043.55 | 12702.08 | |
| 负债合计 | | 10,627.16 | 7535.78 | |

| | | |
|--------|-----------|----------|
| 净资产 | -2,583.61 | 5166.3 |
| 营业收入 | 14,145.21 | |
| 营业利润 | -3,044.56 | |
| 利润总额 | -2,983.58 | |
| 所得税 | -117.43 | |
| 净利润 | -2,866.14 | -3543.09 |
| 总资产收益率 | -0.36 | -27.89% |
| 净资产收益率 | - | -68.58% |

北京天虹商业管理有限公司

| 单位(万元) | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
|--------|------------|------------|
| 资产总计 | 6,233.34 | 10052.6 |
| 负债合计 | 8,932.37 | 11141.16 |
| 净资产 | -2,699.03 | -1088.56 |
| 营业收入 | 11,120.11 | |
| 营业利润 | -3,364.75 | |
| 利润总额 | -3,358.19 | |
| 所得税 | -107.35 | |
| 净利润 | -3,250.84 | -3545.53 |
| 总资产收益率 | -0.52 | 0.35 |
| 净资产收益率 | - | - |

惠州天虹商业管理有限公司

| 单位(万元) | 2007-12-31 | 2008-12-31 | 2009-12-31 | 2010-12-31 |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 资产总计 | 4,274.56 | 5,507.25 | 9,367.13 | 16,785.17 |
| 负债合计 | 3,756.55 | 4,599.08 | 8,236.35 | 10,012.26 |
| 净资产 | 518.01 | 908.17 | 1,130.78 | 6772.91 |
| 营业收入 | 12,872.71 | 16,977.48 | 22,535.12 | |
| 营业利润 | -96.89 | 505.24 | 266.1 | |
| 利润总额 | -80.41 | 521.96 | 296.74 | |
| 所得税 | 20.67 | 131.81 | 74.13 | |
| 净利润 | -101.08 | 390.15 | 222.61 | 1367.14 |
| 总资产收益率 | -2.36% | 7.08% | 2.38% | 8.14% |
| 净资产收益率 | -19.51% | 42.96% | 19.69% | 20.19% |

数据来源: 公司年报; 中原证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。