百货零售

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6－12 个月目标价： 22.50 元

当前股价： 19.25 元

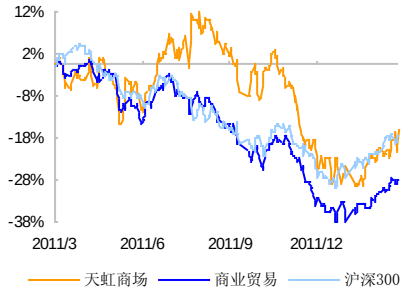
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2404.74
总股本(百万)	800
流通股本(百万)	163
流通市值(亿)	31
EPS	0.72
每股净资产（元）	4.55
资产负债率	58.60%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
天虹商场	9.00	11.94	-11.97
商业贸易	6.70	9.98	-13.41
沪深 300 指数	2.52	7.84	-5.40



相关报告

天虹商场－基本面良好，税收、人工成本、营业外支出拖累业绩 2011 年报点评 2012-02-28

天虹商场－2011 年新开 7 家门店；短期增速放缓不改公司核心竞争力 2012-01-06

天虹商场-知进退方为俊杰：成都签第二个

天虹商场 002419 强烈推荐

在全国性百货的道路上实现关键突破

一方面，2011 年天虹投资发展（主要为 23 家深圳、惠州以外门店）扭亏为盈，意味着公司在全国化道路上实现关键突破；另一方面，深圳地区门店仍是利润贡献主力，全国化之路任重道远。2012 年，新店培育期仅为 1 年左右的优势区域深圳、东莞、南昌将分别新开（或扩容）4、1、1 个门店，为 2013 年利润增长提供强有力保障。

投资要点：

- **天虹投资扭亏为盈，在全国化道路上实现关键突破：**2011 年天虹投资发展实现净利润 57 万元，即深圳、惠州以外的 23 家门店已盈利，且是在关闭溧阳天虹导致 3349 万元额外损失的情况下实现的，标志着公司在全国化道路上实现了关键突破。
- **深圳地区仍是利润贡献主力，全国化之路任重道远：**2011 年，深圳 21 家直营门店仍是利润贡献主力，约占净利润的 96.4%。珠三角地区（深圳、惠州、东莞）29 家直营门店合计占净利润的 103.9%；珠三角以外门店约亏损了 2252 万元，占比 -3.9%。期待公司全国化发展道路上的下一个突破：珠三角以外门店盈利！
- **2011 年业绩低于预期，但公司基本面良好，不少方面甚至超预期：**2011 年业绩低预期主要是由于税收政策变化、溧阳天虹关闭和职工薪酬大幅上涨。超预期之处：1、综合毛利率不降反升至 23.1%：商业毛利率 21.88%，A 股同类公司中仅低于徐家汇；超市毛利率升至 21.92%，代表着国内超市公司毛利率的最高水平；2、期间费用率不升反降至 16.28%：职工薪酬增长 42.5%的情况下，期间费用率仍下降 0.16 个百分点；租售比由 2010 年的 4.7%降至 4.6%；3、次新门店表现良好：君尚开业第二年在其超市处于装修的情况下便实现了 1,348 万元的净利润；长沙芙蓉天虹、苏州金鸡湖天虹、北京宣武天虹同比减亏 1,351、1,849 和 1,048 万元。
- **2012 年，利润增速将重回快车道：1、导致 2011 年业绩低预期的因素消除或减弱：**税收因素中营业税金及附加的同比因素没有了，所得税率仍将提升但影响变弱；溧阳天虹的个案不再出现；员工工资上调幅度减小；2、**优势区域将新增 6 家门店，为 2013 年利润增长提供坚实保障**：新店培育期仅为 1 年左右的优势区域深圳、东莞、南昌将分别新开（或扩容）4、1、1 个门店。
- **维持盈利预测与评级**：公司不仅仅是社区百货的杰出代表，还是全国性百货进军新兴商圈的领军者。预计公司 2012-14 年营业收入同比增长 28.0%、28.5%和 28.3%，归属于母公司股东的净利润同比增长 25.3%、25.4%和 26.7%，EPS 分别为 0.90、1.13 和 1.43 元。给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 22.5 元，维持“强烈推荐”评级。

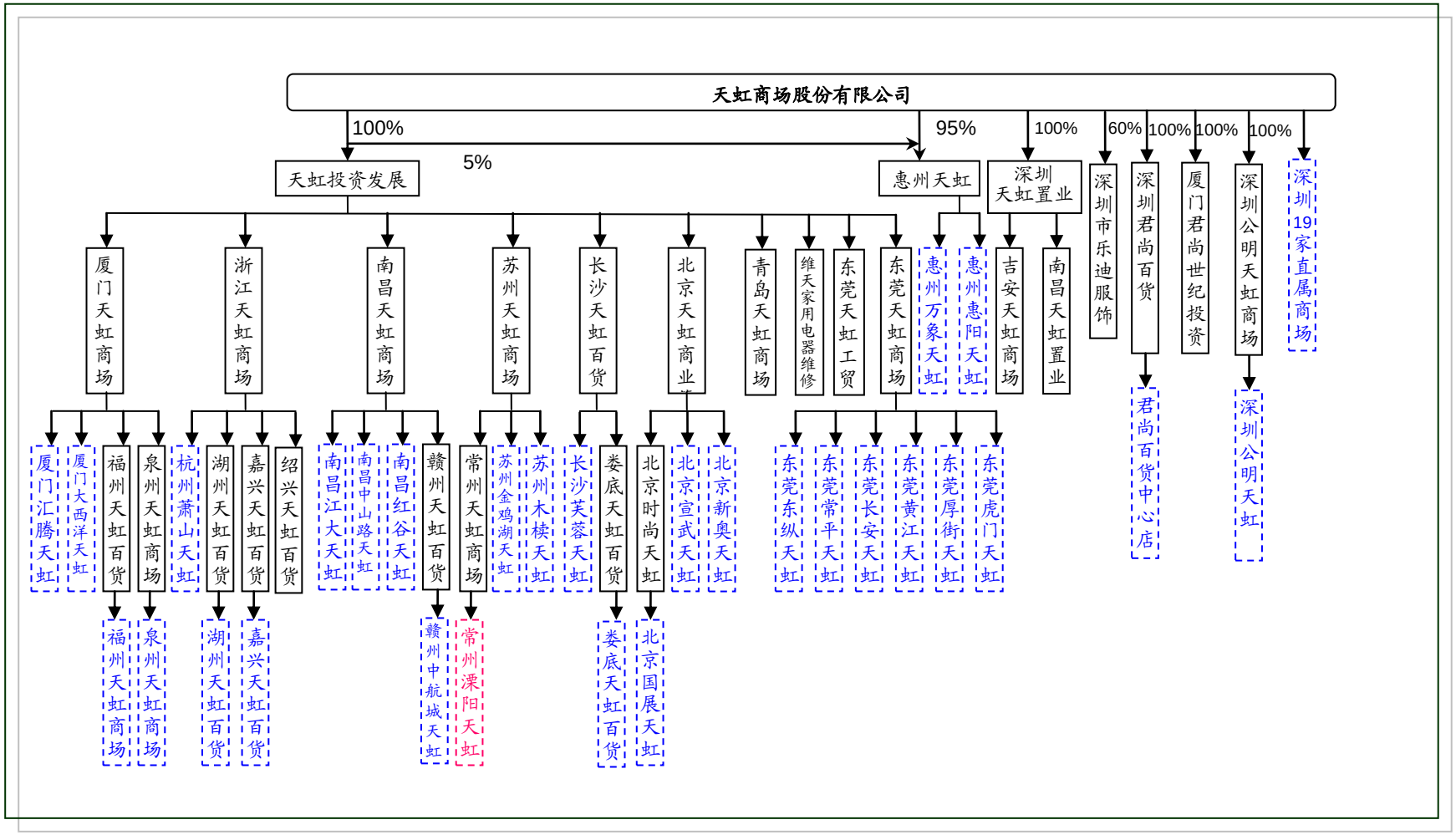
风险提示：1、经济增速放缓导致新门店培育期拉长；2、深圳门店同店增速严重放缓

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	16686	21441	27509
收入同比(%)	28%	28%	29%	28%
归属母公司净利润	574	719	902	1143
净利润同比(%)	18%	25%	25%	27%
毛利率(%)	23.1%	23.0%	22.9%	22.9%
ROE(%)	15.7%	16.5%	18.3%	20.1%
每股收益(元)	0.72	0.90	1.13	1.43
P/E	26.84	21.42	17.08	13.48
P/B	4.23	3.53	3.12	2.71
EV/EBITDA	10	9	7	6

资料来源：中投证券研究所

公司组织架构图


天虹商场股份有限公司
100%
5%
95%
100%
60%
100%
100%
100%
天虹投资发展
惠州天虹
深圳天虹置业
深圳市乐迪服饰
深圳君尚百货
厦门君尚世纪投资
深圳公明天虹商场
深圳19家直属商场
厦门天虹商场
浙江天虹商场
南昌天虹商场
苏州天虹商场
长沙天虹百货
北京天虹商业
青岛天虹商场
维天家用电器维修
东莞天虹工贸
东莞天虹商场
惠州万象天虹
惠州惠阳天虹
吉安天虹商场
南昌天虹置业
君尚百货中心店
深圳公明天虹
厦门汇腾天虹
厦门大西洋天虹
福州天虹百货
泉州天虹商场
杭州萧山天虹
湖州天虹百货
嘉兴天虹百货
绍兴天虹百货
南昌江大天虹
南昌中山路天虹
南昌红谷天虹
赣州天虹百货
常州天虹商场
苏州金鸡湖天虹
苏州木渎天虹
长沙芙蓉天虹
娄底天虹百货
北京时尚天虹
北京宣武天虹
北京新奥天虹
东莞东纵天虹
东莞常平天虹
东莞长安天虹
东莞黄江天虹
东莞厚街天虹
东莞虎门天虹
福州天虹商场
泉州天虹商场
湖州天虹百货
嘉兴天虹百货
赣州中航城天虹
常州溧阳天虹
娄底天虹百货
北京国展天虹

一、天虹投资扭亏为盈，在全国化道路上实现关键突破

公司深圳以外的门店，除惠州天虹外，均在子公司天虹投资发展中。2011 年，天虹投资发展实现净利润 57.04 万元。这意味着，2011 年公司深圳、惠州以外的 23 家门店已实现盈利，且是在关闭溧阳天虹导致 3349 万元额外损失的情况下实现的。天虹投资发展扭亏为盈，标志着公司在全国化道路上实现关键突破，已向真正意义上的全国性百货迈出重要一步。

天虹投资发展的扭亏为盈得益于：（1）长沙芙蓉天虹的扭亏；（2）苏州金鸡湖天虹、北京宣武天虹的大幅减亏；（3）次新门店南昌红谷天虹、嘉兴天虹的利润快速增长；（4）2011 年新开的 5 家天虹品牌直营门店均于下半年开业，2011 年合计仅亏损 1623 万元。

表 1、天虹重要外地门店的盈利情况

序号	公司/门店	开业时间	营业面积（平米）	营业利润（万元）					备注
				2008	2009	2010	2011H	2011	
1	长沙芙蓉天虹	2008.12.6	30,000	-999	-1,823	-1,247	22	104	减亏（扭亏）1351 万元
2	苏州金鸡湖天虹	2009.4.24	50,912		-3,045	-2,924	-613	-1,074	大幅减亏 1850 万元
3	北京宣武天虹	2009.4.25	22,000		-3,365	-2,832	-907	-1,784	大幅减亏 1048 万元
5	南昌红谷天虹	2009.9.4	20,000			171	483	1,059	快速增长
6	东莞东纵天虹	2004.9.9	26,411	1832	2804	3355	2,098	4,061	快速增长
4	杭州萧山天虹	2009.12.17	17,800		-376	-819	-691	-1,260	培育期
7	东莞厚街天虹	2010.8.6	49,578			-567	-933	-1,859	培育期
9	江苏溧阳天虹	2011.1.18	24,000				-417	-4,268	门店关闭
10	福建泉州天虹	2011.12.24	24,500					-106	2011 新门店
11	苏州木渎天虹	2011.12.23	39,000					-602	2011 新门店
12	赣州中航城天虹	2011.11.12	25,000					-392	2011 新门店
13	湖南娄底天虹	2011.12.28	33,000					-145	2011 新门店
14	东莞虎门天虹	2011.9.8	41,300					-378	2011 新门店

资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、深圳地区仍是利润贡献主力，全国化之路任重道远

2011 年，深圳地区 21 家门店（不含加盟店梅林天虹）仍是公司利润贡献的主力，约贡献了上市公司净利润的 96.4%，其中 19 家“天虹”品牌直营店约贡献了 91.7%、2011 年新收购的公明天虹贡献了 2.3%、君尚约贡献了 2.4%；惠州 2 家门店约贡献了 3.4%；东莞 6 家天虹门店及东莞工贸贡献了 4%。

2011 年，公司珠三角地区（深圳、惠州、东莞）29 家门店（不含加盟）合计约贡献了净利润的 103.9%；珠三角以外的门店约亏损了 2252 万元，占比-3.9%。公司已实现了深圳以外门店的盈利，我们期待公司全国化发展道路上的下一个突破：珠三角以外门店盈利！

表 2、深圳&深圳以外、珠三角&珠三角以外门店利润贡献概算

项目	年份	深圳			深圳以外			其他	上市公司
					惠州	天虹投资发展			
		19 家直营	公明天虹	君尚		东莞（东莞天虹及东莞工贸）	珠三角之外		
净利润（万元）	2010 年	47,393	-	-235	1,367	3,077	-3,102	-	48,500
		51,602					-3,102	-	
		47,158			1,367	-25		-	
	2011 年	52,555	1,330	1,348	1,971	2,309	-2,252	39	57,301
		59,515					-2,252	39	
		55,234			1,971	57		39	
占比	2010 年	97.7%	0.0%	-0.5%	2.8%	6.3%	-6.4%	-	100%
		106.4%					-6.4%	-	
		97.2%			2.8%	-0.1%		-	
	2011 年	91.7%	2.3%	2.4%	3.4%	4.0%	-3.9%	0.1%	100%
		103.9%					-3.9%	0.1%	
		96.4%			3.4%	0.1%		0.1%	

注：其他包括乐迪服饰、天虹置业、网上天虹、加盟费收入等；2010 年未做其他类拆分

资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、2012 年深圳地区有望新开 4 家门店，将为 2013 年利润增长提供强有力保障

表 3、公司 2011 年以来新开门店情况

序号	门店名称	开业时间	建筑面积（平米）	物业	定位	地区	省份	城市	特点
1	泉州天虹商场	2011-12-24	24,500	租赁	城市中心店	闽三角	福建省	泉州市	新进入
2	永安天虹商场	2011-1-18	19,120	加盟店	社区购物中心	闽三角	福建省	永安市	新进入
3	东莞虎门天虹	2011-9-8	41,300	租赁	社区购物中心	珠三角	广东省	东莞市	同城开店
4	湖南娄底天虹	2011-12-28	33,000	租赁	城市中心店	中部地区	湖南省	娄底市	新进入
5	苏州木渎天虹	2011-12-23	39,000	租赁	社区购物中心	长三角	江苏省	苏州市	同城开店
6	赣州中航城天虹	2011-11-12	25,000	租赁	城市中心店	中部地区	江西省	赣州市	新进入
7	威海天虹商场	2011-12-29	34,800	加盟店	城市中心店	环渤海	山东省	威海市	新进入
8	北京新奥天虹	2012-1-6	37,000	租赁	-	环渤海	北京市	北京市	同城开店

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司 2011 年新增的 7 家门店均位于深圳外地区。2012 年，深圳地区有望开出 4 家门店：前海天虹、信义御城豪园天虹、龙华耀丰通天虹和中航广场天虹；合计建筑面积 91,540 平方米，相当于现在深圳地区门店建筑面积的 20%。深圳地区新门店培育期仅为 1 年左右，预计将于 2013 年成为推动深圳地区利润快速增长的重要力量。

此外，公司公告了将租赁东莞中银广场 4.13 万平米的面积用于东莞东纵天虹的扩容、提档升级。东纵天虹是公司在东莞的旗舰店，盈利能力强，2011 年实现营业利润 4061 万元。预计扩容部分的培育期在 1 年以内，2013 年即可实现盈利。

公司 2012 年有望开业的门店还有绍兴柯桥蓝天影视文化中心天虹、青岛中联诺德广场天虹、南昌联发广场项目、成都莱蒙置地广场天虹等项目。南昌是公司的优势区域，预计南昌联发广场项目的培育期也仅 1-2 年左右。**我们根据公司的储备项目推算，2012 年公司有望新开门店 10 家左右**。

表 4、公司储备项目

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	深圳南山振业星海商业广场项目-前海天虹	直营店	广东省	深圳市	19,000	2,203	1,159	84	租赁	2012 年	同城布点
2	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
3	深圳横岗松柏路信义御城豪园	直营店	广东省	深圳市	34360	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	20000	N.A.	N.A.	N.A.	租赁	2012 年	同城布点
5	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
6	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
7	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
8	东莞中银广场项目（东纵天虹扩容）	直营店	广东省	东莞市	41,324	12,247	2,964	44	租赁	2012 年	同城布点
9	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
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	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
12	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
13	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	2012 年	新进入
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	惠州瑞峰商业广场项目	直营店	广东省	深圳市	45,800	3,576	781	44	租赁	2013 年或 2014 年	同城布点
16	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
17	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

18	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
19	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	N.A.	同城布点
	金华世贸中心广场项目	特许加盟店	浙江省	金华市	24,000	-	-	-		已取消	
		合计			**651,901**	**87,218**					
		平均（租赁项目）					**2,248**	**49**			
	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/平米）	建筑面积（平方米）	总投资额（万元）	预计开业时间	拓展性质
20	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	
21	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
22	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（自建项目）				36,285	77,591	21,384	117,400			

资料来源：公司公告，中投证券研究所

四、天虹商场 2011 年业绩说明会纪要

出席高管：

高书林 首席运营官

宋瑶明 公司副总经理（负责品牌代理）

毛明华 公司副总经理、总会计师

万颖 董秘

1、关于品牌代理

品牌代理现有两条业务线：

（1）与香港雅高品牌管理有限公司合资成立的品牌代理公司—乐迪服饰

该公司的主要经营目标是寻求尚未进入中国市场的日韩、欧美等外国品牌，拿到其全国代理权，为之搭建品牌与商场之间的桥梁。

目前，乐迪服饰已成功代理 2 个国际品牌，其中一个是 Part Two。该品牌已有 8 个专柜，包括君尚店、南山常兴天虹和泉州天虹等。

之所以选择与香港雅高合资做品牌代理，正是看中了对方拥有的品牌资源。

（2）商品中心代理业务部

访部门的职责是负责品牌在公司内部各门店之间的代理业务

乐迪服饰和商品中心代理业务部偶尔也会有业务竞争，哪个发展的好，公司未来便会以哪个为重点。

品牌代理业务对公司意义在于将供应链向上游延伸，提升对市场的管控力，同时增强公司的盈利能力。

中投徐晓芳：2011 年 3 月 22 日，公司出资成立深圳市乐迪服务有限公司，注册资本 1000 万元，公司预计分三期出资共 600 万元，占注册资本的 60%。截止 2011 年 12 月 31 日，公司两期共出资 360 万元。2011 年乐迪服饰实现净利润-217 万元。

2、关于君尚

公司实行“天虹”、“君尚”双品牌战略，“君尚”定位高端，主要是为适应公司客户消费升级的需求，在客户消费提档后依然留住客户。

现有 1 家君尚门店和 3 个君尚储备项目—深圳总部大楼君尚、 深圳中航广场君尚和厦门思明区会展北君尚

深圳君尚：2010 年 11 月 25 日由原天虹购物广场升级改造而来，2010 年亏损额-235 万元，2011 年上半年已实现 1269 万元的营业利润（折合净利润约 952 万元），2011 年实现净利润 1348 万元。**君尚是超出了公司自己的预期，超出当时做可行性报告的预期。**

中投徐晓芳分析：该店在培育半年后便实现盈利，反映了公司优秀的管理、运营能力，以及在深圳深远的影响力。该门店集聚了公司的高端客户和团购客户。消费群体购买力强，购买意愿直接，这就是为什么我们看该门店一直客流较少，但营利情况超预期的原因。

该店的超市自去年下半年以来，一直在分片区装修，未来将变的更高端，与君尚的整体定位相匹配。

3 个君尚门店储备项目：

（1）深圳中航广场君尚 –原深南天虹老店位置、华强北商圈

拟开业时间：2012 年底或 2013 年；租赁物业

（2）深圳总部—拿地自建物业

正在建设中，预计开业时间 2014 年；建筑面积约 5.6 万平米，其中 4 万平米用作君尚。

（3）厦门君尚 –厦门思明区会展北项目

建筑面积约 5 万平米，预计 2014 年开业；该项目是高端城市综合体中的主力百货，有五星级酒店、写字楼，对面为游艇码头。

3、关于天虹的超市

公司超市业务 2011 年营业收入 40.16 亿元，同比增长 14.5%，占总收入的 31.4%；超市业务的毛利率上升 0.2 个百分点至 21.92%。增大生鲜的直采和生鲜基地建设是超市业务毛利率提升的重要原因。2011 年，产地直采销售额和毛利率同比增 50%以上，完成山东、福建等 10 个生鲜基地的签约。

公司生鲜直采做的最好的门店，自采比例高达 80%，毛利率有非常显著的提升（我们预计直采的生鲜品类毛利率可提升 30%-80%）。公司认为，未来超市业务的毛利率仍有提升空间。

中投徐晓芳：

（1）公司超市业务与众不同之处

收入占比高，超 30%：在天虹，超市被赋予非常重要的地位，一般放在一楼或二楼客户逛店必经的地方

精品超市，目标客群对价格不敏感，毛利率高：目标客户是中产富裕阶层、白领一族

（2）天虹超市高毛利分析：

毛利率高达 21.92%，无论与超市连锁公司还是与兼营超市的百货公司相比，都是最高的！

以中产富裕阶层为目标客户群，不打价格战，不以低价吸客是其能保持高毛利的根本原因；

加大生鲜直采、自有品牌比例，使毛利率得以进一步提升。

（3）永辉、沃尔玛、华润万家等连锁超市对天虹超市冲击有限：

同纯百货公司相比，天虹超市更吸引人；同连锁超市相比，公司百货品类更吸引人；

专业连锁超市仍以低价吸客取胜，与天虹超市**目标客户群**不同

4、关于各项费用—职工薪酬

2011 年，公司调研发现，自家员工的工资水平在业内偏低，所以在 7 月份大幅上调了员工的工资。加上新开 8 家门店（净增 7 家），员工数量增加了 15.2%，所以全年职工薪酬上涨 42.5%。目前，员工工资在行业内是中等偏上水平。2012 年，人员工资还会有所上调，具体上调幅度要到 6-7 月份看情况。

薪酬上调的原则：参照当地的工资水平、参照同行、参照 CPI、参照企业盈利能力来定。一方面，努力提高员工的待遇；另一方面，**像努力提高平效那样去努力提高人效**。

表 5、天虹商场人效指标

项目	2009	2010	2011
职工薪酬（万元）	41,293	50,661	72,174
增速		*22.7%*	*42.5%*
员工总数（人）	10,560	12,326	14,204
增速		*16.7%*	*15.2%*
人均职工薪酬（元/人/年）	39,103	41,101	50,813
增速		*5.1%*	*23.6%*
营业收入（万元）	805,727	1,017,436	1,303,564
职工薪酬/营业收入	5.12%	4.98%	5.54%
人效-人均营业收入（元/人/年）	762,999	825,439	917,744
增速		*8.2%*	*11.2%*
净利润（万元）	35,595	48,500	57,301
人均净利润（元/年）	33,707	39,348	40,341
增速		*16.7%*	*2.5%*

资料来源：公司公告，中投证券研究所

5、关于各项费用—租赁费

随着公司租赁门店的增加，租金费用还会上升，但因公司签的是 15-20 年的租赁协议，且总租金锁定，每年租赁费的上涨幅度有限。

中投徐晓芳分析：

2009-2011 年租赁比逐年下降，分别为 4.8%、4.7%和 4.6%

目前，公司公告的储备项目有 21 个，其中 17 个为租赁项目。这 17 个租赁项目中，有 14 个公告了租金水平。根据这 14 个项目测算，租金水平为 49 元/月/平米。这些项目公告的时间跨度为 2010 至 2012 年，**未看到明显的租金上涨**。

表 6、天虹商场租售比

	2009	2010	2011
租赁费（万元）	38,370	47,804	60,208
增速		*24.6%*	*25.9%*
营业收入（万元）	805,727	1,017,436	1,303,564
租售比	***4.8%***	***4.7%***	***4.6%***

资料来源：公司公告，中投证券研究所

6、开店速度与自有物业占比

2012 年，公司继续坚持“有效益扩张”和“可持续发展”的发展原则，遵循“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”的发展布局，争取新开设门店 8～10 家。**通过兼并收购来外延扩张一直是公司考虑的**

方式之一。

自有物业占比：继续"适度从重"，每年新增 2 家左右自有物业门店。目标：轻重资产比例达到 7:3 至 6:4。

表 7、天虹商场自有物业占比

	建筑面积	占比
自有面积	65,443	5.3%
租赁面积	1,176,838	94.7%
总面积	1,242,281	100%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

7、关于网上天虹

网上天虹 2011 年增速超 100%，目前已有近 1 亿元的收入。电子商务是公司未来发展中的一个战略性重点，但**一定不是完全独立于实体店的，一定是线上线下相结合的**。

网上天虹目前运营的目标：不求盈利，但求有边际利润，即毛利润要能覆盖变动成本。

从品类上看，在不断的从妇婴、超市品类向服装、床品等泛百货品类扩展，大部分产品为自营模式。目前在努力探索网上联营模式。公司认为，在线上做联营模式，需要供应商极大的配合。

网上天虹的物流分两部分：自身门店物流体系和第三方物流。

8、关于溧阳天虹

溧阳物业方不能按协议履约的情况在公司 28 年的发展史上是头一次遇到，属于偶然性事件。但公司已从中汲取教训，迅速调整了新项目筛选的标准，加强了对物业方信誉度的考核。若物业方资质、信誉度不过关，再优惠的租金条件、再好的位置，也要果断放弃。

公司要求常州中院起诉物业方丰联公司，要求双倍返还履约保证金 366 万元并赔偿人民币 6000 万元。丰联公司提出反诉，要求公司赔偿 1502 万元。目前双方在举证阶段。公司认为，此事肯定无法在常州中院解决，一定会上诉至江苏省高级法院。

溧阳天虹停业后向员工、专柜及专柜营业员支付违约金、补偿金和赔偿金合计 1718 万元，加上未摊销完的装修费等相关损失共 3349 万元一次性计入 2011 年。加上 2011 年 1 月至 11 月期间的亏损，常州溧阳天虹全年的亏损为-4267.8 万元。

9、限售股解禁

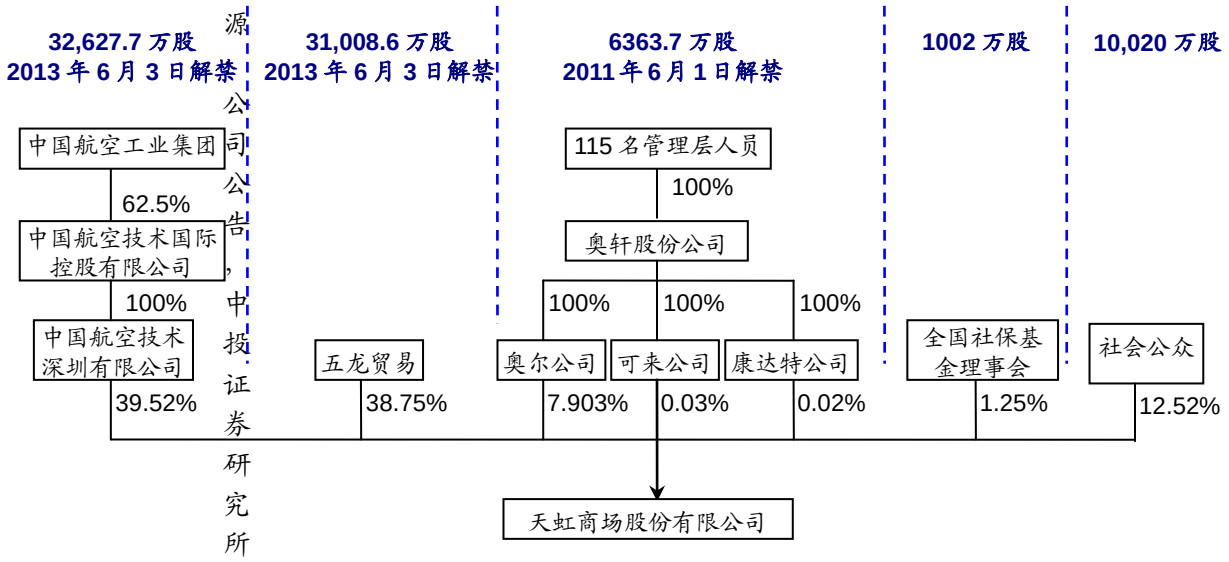
2011 年 6 月份，115 名管理层持有的 6363 万股解禁，11 名高管持有的 1352 万股（占比 21%）要锁到 2013 年，但另外 104 名中层管理者持有的 5011 万股已解禁。由于管理层是通过奥轩、奥尔、可来、康达特间接持有上市公司股权，所以减持并不容易。需提前提出申请，交两次企业所得税和两次个人所得税，综合税负

在 40%左右。且公司为将中高层人才留下来，在减持方面设定了一些约束，包括服务未满十年减持的话，需打折售出股权。目前没有中层管理人员提出解禁。

中投徐晓芳分析:

资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 1 公司股权架构及解禁时间



10、2011 年以来新开的 8 家天虹品牌门店的情况

华南区 2011 年开了一个店:

东莞虎门天虹 — 体量较大，增加了 X 的比重，是目前尚且为数不多的有电影院的天虹门店之一。

东南区 2011 年开了两个店:

永安天虹：首次进入到县级市的门店，加盟店。

泉州天虹：当地定位最高的一个门店，现在还有一些名品在装修的过程中。

华中区新开:

赣州天虹：九方购物中心的主力百货店；在当地迅速的抢占了制高点。当地人口多，但没有成规模的商场。

娄底天虹：在娄底最核心的商圈里，当地档次最高、环境最好的。

华东区新开了一个店:

苏州木渎天虹 – 在木渎镇上最好的位置；和苏州金鸡湖天虹有很好的协同效应。

威海天虹：新进入的区域，新进入的城市。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6628	8100	10047	12607
现金	5385	7045	8690	10865
应收账款	51	53	69	88
其他应收款	158	334	429	550
预付账款	581	193	248	318
存货	435	476	612	785
其他流动资产	19	0	0	0
非流动资产	2178	2406	2630	2839
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1039	1295	1528	1741
无形资产	594	594	594	594
其他非流动资产	545	516	508	504
资产总计	8805	10506	12677	15446
流动负债	5159	6141	7735	9767
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1755	2186	2810	3608
其他流动负债	3404	3956	4924	6159
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	5160	6141	7735	9767
少数股东权益	2	2	2	2
股本	800	800	800	800
资本公积	1712	1712	1712	1712
留存收益	1132	1851	2430	3166
归属母公司股东权益	3644	4363	4941	5678
负债和股东权益	8805	10506	12677	15446

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1716	2005	2350	2970
净利润	573	719	902	1143
折旧摊销	260	160	175	191
财务费用	-44	-36	-19	-10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	884	1170	1292	1647
其他经营现金流	42	-8	0	0
投资活动现金流	-591	-381	-400	-400
资本支出	603	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	11	-81	-100	-100
筹资活动现金流	-213	36	-304	-395
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	400	0	0	0
资本公积增加	-200	0	0	0
其他筹资现金流	-413	36	-304	-395
现金净增加额	911	1660	1646	2175

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13036	16686	21441	27509
营业成本	10026	12856	16531	21223
营业税金及附加	103	125	161	206
营业费用	1938	2486	3201	4102
管理费用	227	284	352	448
财务费用	-44	-36	-19	-10
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	785	970	1215	1540
营业外收入	42	20	20	20
营业外支出	23	5	5	5
利润总额	804	985	1230	1555
所得税	231	266	329	412
净利润	573	719	902	1143
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	574	719	902	1143
EBITDA	1001	1094	1372	1720
EPS（元）	0.72	0.90	1.13	1.43

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	28.1%	28.0%	28.5%	28.3%
营业利润	26.3%	23.6%	25.3%	26.7%
归属于母公司净利润	18.3%	25.3%	25.4%	26.7%
获利能力				
毛利率	23.1%	23.0%	22.9%	22.9%
净利率	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
ROE	15.7%	16.5%	18.3%	20.1%
ROIC	16.4%	16.6%	16.7%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	58.6%	58.5%	61.0%	63.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.28	1.32	1.30	1.29
速动比率	1.20	1.24	1.22	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.73	1.85	1.96
应收账款周转率	310	316	351	351
应付账款周转率	6.61	6.52	6.62	6.61
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.90	1.13	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	2.51	2.94	3.71
每股净资产(最新摊薄)	4.55	5.45	6.18	7.10
估值比率				
P/E	26.84	21.42	17.08	13.48
P/B	4.23	3.53	3.12	2.71
EV/EBITDA	10	9	7	6

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
2012-02-28	天虹商场－基本面良好，税收、人工成本、营业外支出拖累业绩 2011 年报点评
2012-01-06	天虹商场－2011 年新开 7 家门店；短期增速放缓不改公司核心竞争力
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，旨为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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434