

日期: 2010年5月13日

行业: 零售业



刘丽

021-53519888-1923

liuli_liuli@sina.com

执业证书编号: S0870208090139

灵活业态组合 区域市场领先

IPO 报价区间 RMB 31.11~37.33 元
上市合理定价 RMB 36.60~42.70 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	50.10
发行后总股本 (百万股)	400.10
发行数量占发行后总股本	12.52%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	招商证券

主要股东 (IPO 前)

中航技深圳公司	46.61%
五龙贸易有限公司	44.30%
奥尔公司	9.09%
可来公司	0.03%
康达特公司	0.02%

收入结构 (2009Y)

百货	56.98%
超市	36.65%
电器	4.63%
其他	1.74%

报告编号: LL10-NSP05

首次报告日期: 2010年5月13日

■ 投资要点:

区域领先的连锁零售商

天虹商场是国内著名的连锁百货企业,目前合计拥有 35 家直营连锁商场,其中 19 家位于深圳市,3 家位于东莞、2 家位于惠州,是深圳和广东地区经营商场数量最多、销售额最高的连锁百货企业。公司在深圳和广东地区经营百货业务逾 20 年,在区域内拥有领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力。

灵活的“百货+超市+X”业态组合模式

公司主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务,在国内首创“百货+超市+X(如电器、家居、餐饮等)”业态组合模式,强化了业态间的协同效应。

盈利预测

根据公司目前已开门店的经营情况以及新店开设计划(假设未来两年开设 10 家新门店),预计公司未来两年的增长将来自现有门店的内生性增长以及外延式扩展。我们初步预计 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 36.63%、33.90%和 24.13%,相应的稀释后每股收益为 1.22 元、1.63 元、2.02 元。

定价结论

综合考虑同行业可比公司以及公司未来成长性,我们认为给予天虹商场 2010 年 30-35 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 36.60-42.70 元。我们建议选取 15%的折价,询价区间对应为 31.11-37.33 元,对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 34.96 倍-41.95 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	5,532.08	6,862.62	8,057.27	9,942.67	12,082.86
年增长率 (%)	53.10	24.05	17.41	23.40	21.53
归属于母公司的净利润	306.14	313.61	355.95	486.33	651.21
年增长率 (%)	48.75	2.44	13.50	36.63	33.90
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.77	0.78	0.89	1.22	1.63

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 零售业中长期发展前景看好

天虹商场所属行业为零售连锁业。

自 20 世纪 90 年代以来，受益于国家经济增长、居民收入提高、城市化进程加快等因素，我国零售业正经历着一个快速发展周期，市场规模持续快速扩大。中国目前是全球增长最快的零售市场，为仅次于美国和日本的全球第三大消费市场。据麦肯锡的估计，2003 年至 2008 年全球净销售额增长约有 30% 来自中国，中国已成为引领全球零售业发展的主要力量之一。国家统计局最新数据表明，2009 年我国实现社会消费品零售总额 125,343 亿元，同比增长 15.5%；扣除价格因素，实际增长 16.9%，实际增速比 08 年同期加快 2.1 个百分点。国内消费市场整体保持了平稳增长态势，稳定性较强。

随着我国国民经济持续快速发展，居民收入的逐步提高、消费结构升级、城市化进程推进、人口红利、社会保障体系的完善及政府扩大内需政策的支持等因素将持续推动零售业稳步增长；近年来，连锁经营模式也为国内各种零售业态扩充了外延式发展空间。在经历了 08 年以来的金融危机冲击后，宏观经济企稳回升及消费者信心恢复，为消费的稳步增长提供了良好的宏观环境。此外，在转变经济增长方式、调整结构的大指导方针之下，消费对于经济的拉动作用将被进一步挖潜，政策对于扩大消费的支持将延续、力度将加大。经济增长方式的转变并非一蹴而就，因此对于鼓励消费的政策支持将会在中长期一直存在，包括零售业在内的消费相关行业未来长期发展前景看好。

● 零售业竞争激烈

我国零售业是改革开放以来最先对外开放的行业之一，国际化、市场化程度高，内外资企业的市场竞争激烈。相较于国内消费市场而言，国内零售业的行业集中度还处于较低水平。目前我国零售行业的竞争情况主要呈现以下特点：（1）行业发展较快，行业领先企业占据较大份额。从总体规模看，近几年中国连锁经营协会公布的“中国连锁百强企业”的总销售规模平均增幅超过 30%，占社会消费品零售总额的比重上升较快，从 2002 年的 6.0% 增长到 2008 年的 11.1%；2005 年至 2008 年，百强前十名企业销售总额占百强企业销售总额的比例分别为 47%、48%、50% 和 48%，行业领先企业取得较大市场份额。

（2）外资零售企业快速发展。中国连锁经营协会发布的“中国连锁百强企业”数据显示，入围连锁百强零售企业的外资零售企业的家数和销售额自 2003 年以来经历了一个快速上升的过程，目前占百强企业销售总额的比重稳定在 20% 以上。外资零售企业发展特点表现为，总体规模增长快，单店效益大大高于国内同行；业态发展重点是大中型综合超市和专业店；通过并购方式扩展的力度较大。（3）二、三线

城市市场潜力巨大，低廉的成本、广阔的市场成为二、三线城市零售企业迅速发展的重要原因。（4）区域优势企业份额持续扩大。

从公司所处百货子业态看，经营定位本土化特色较高强，外资企业并不占优，国内企业所面临的市场竞争较超市而言相对缓和。在国内，百货业态的经营区域优势明显，熟悉区域消费需求和消费习惯、占据优势商圈等有利条件，使得在特定区域内发展的当地百货企业优势突出，竞争能力较强。国内连锁企业的跨区域扩张正处于初级阶段，尚未形成广泛覆盖全国市场的连锁网络，在区域外市场不具备明显优势；但一些经济发达地区具有区域优势的百货连锁企业已在谋求跨区域发展甚至全国性扩张。

● 天虹商场具有区域领先地位

天虹商场是国内著名的连锁百货企业，根据中国连锁经营协会统计，2008年度位居中国连锁零售百强企业第34位。根据中国百货商业协会统计，公司销售规模排名第10，利润排名第8。公司自2001年以来已连续八年入选中国连锁百强企业，2003、2004、2005、2006、2007、2008年的销售收入在“中国连锁百强企业”名单中的排名分别为第49、第47、第46、第43、第33位和第34位。

公司目前合计拥有35家直营连锁商场，其中19家位于深圳市，3家位于东莞、2家位于惠州，是深圳和广东地区经营商场数量最多、销售额最高的连锁百货企业。公司在深圳和广东地区经营百货业务逾20年，在区域内拥有领先的市场地位、良好的品牌形象和广泛的市场影响力。

二、公司分析及募集资金投向

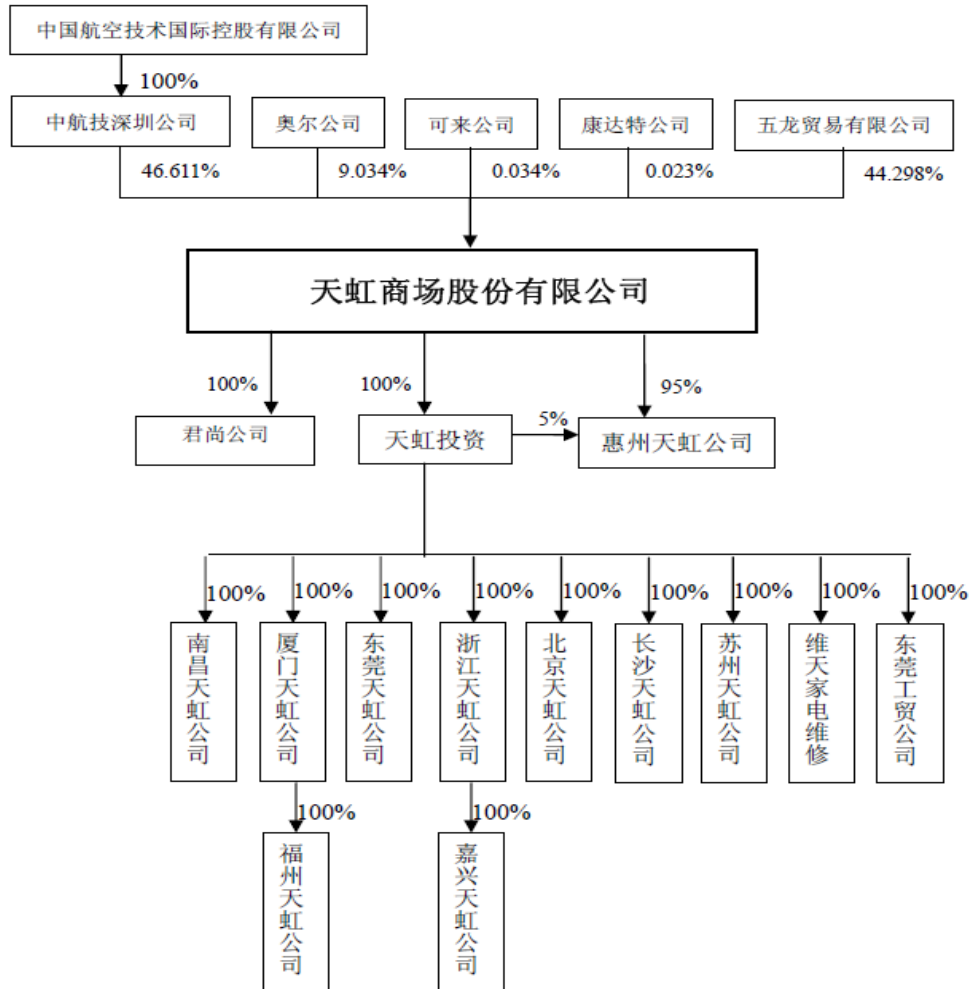
● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由天虹商场有限公司整体变更而来的外商投资股份有限公司，其发起人为中航技深圳公司、五龙贸易有限公司、奥尔公司、可来公司和康达特公司等原天虹商场有限公司的五名股东。其中，中航技深圳公司为国有法人，五龙贸易为外资法人；奥尔公司、可来公司和康达特公司均为奥轩股份公司的全资子公司，天虹商场115名管理层人员通过奥轩股份公司间接持有天虹商场3,181.85万股，占公司本次发行前总股本的9.091%（发行后总股本的7.95%）。

根据公司各发起人于2007年2月6日签署的《发起人协议》和中航技深圳公司与五龙贸易有限公司于2006年6月6日签署的《股东契约》，在公司上市后中航技深圳公司是本公司单一最大的股东期间，五龙贸易有限公司作为发起人承诺，在不损害五龙贸易有限公司利益的前提下，不可撤销地、不设限制地及无偿地将五龙贸易有限公司所持有的占公司总股份16%的股权有关的所有于公司股东大会或

任何股东决议的投票权授予中航技深圳公司，并确认中航技深圳公司可随其意愿自由行使该等投票权而不受任何限制。

图 1 天虹商场发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》(财企[2009]94号文)的规定，天虹商场首次公开发行A股并上市后，其国有控股股东中航技深圳公司应按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将天虹商场部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有。

本次公开发行并实施国有股转持后，中航技深圳公司和五龙贸易有限公司将分别拥有相当于公司发行后总股本(40,010万股)55.522%和22.751%的投票权。中航技深圳公司为中航技控股的全资子公司，而中航工业直接持有中航技控股67.38%的股权，因此，中航工业为公司的实际控制人。

表 1 天虹商场发行前后股权结构变化

股东名称及股份类别	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
一、发起人股份	35,000.00	100.00%	34,499.00	86.23%
其中：国有法人股	16,313.85	46.61%	15,812.85	39.52%
中航技深圳公司(SLS)	16,313.85	46.61%	15,812.85	39.52%
其中：外资法人股	15,504.30	44.30%	15,504.30	38.75%
五龙贸易有限公司	15,504.30	44.30%	15,504.30	38.75%
其中：内资法人股	3,181.85	9.09%	3,181.85	7.95%
奥尔公司	3,161.90	9.03%	3,161.90	7.90%
可来公司	11.9	0.03%	11.9	0.03%
康达特公司	8.05	0.02%	8.05	0.02%
二、本次拟发行股份	-	-	5,010.00	12.52%
三、全国社会保障基金理事会持股	-	-	501	1.25%
合计	35,000.00	100.00%	40,010.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书

● 主业简况及收入利润结构

公司为国内著名的连锁百货企业，经营百货业逾 25 年，先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州等地开设了 35 家直营连锁百货商场，营业面积达 84.86 万平方米，由于公司一直秉承轻资产运营和发展策略，目前所经营的连锁百货商场中共有 33 家为租赁经营，仅有 2 家为自购房产；此外，公司还以特许经营方式管理 2 家商场（梅林天虹商场、厦门名汇天虹百货）。

公司主要面向国内经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务，在国内首创“百货+超市+X（如电器、家居、餐饮等）”业态组合模式，提高了超市和其他相关业态在百货商场的地位和作用，将超市打造成为可与百货共享顾客群体的精致超市，并根据顾客需求和竞争对手灵活配置“X”部分（如电器、家居、餐饮等）。弹性定制的业态组合模式，强化了业态间的协同效应，利于满足顾客的“一站式”购物需求。公司根据目标客户群的不同，按照社区购物中心（24 家）和城市中心店（11 家）两种模式经营百货商场，以城市中心店确立商业地位，社区购物中心占领市场份额。公司未来还将伺机发展“君尚”高端百货商场，开拓高端市场。在跨区域经营方面，公司将坚持贯彻“立足珠三角、拓展长三角、辐射闽三角、面向全国”的战略。目前，公司已在珠三角地区确立优势地位，成功进入福建和江西市场，并开始了长三角地区、华北地区的投入。

图 2 天虹商场业态组合结构 (2009 年)

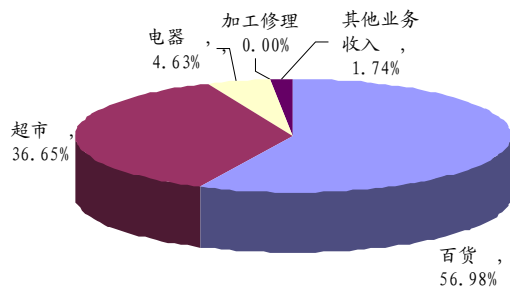
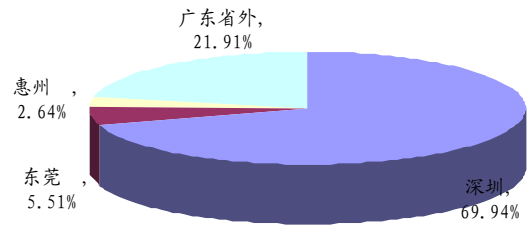


图 3 天虹商场地区收入结构 (2009 年)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 募资项目

本次 IPO 募集资金将用于开设 7 家新商场、收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业、仓储加工中心建设、现有 3 家商场装修改造及信息管理系统建设等五个项目, 募集资金投资总额为 105,643.54 万元。

表 2 天虹商场募集资金项目概况 (单位: 万元)

项目名称	拟投资金额	比例
新设 7 家新商场项目	42,353.00	40.09%
收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业	35,000.00	33.13%
仓储加工中心建设项目	15,658.30	14.82%
现有 3 家商场装修改造项目	8,732.24	8.27%
信息管理系统建设项目	3,900.00	3.69%
合计	105,643.54	100.00%

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

开设 7 家新商场项目

公司本次募集资金拟开设的新商场面积基本在 2-5 万平方米, 总面积将达到约 20.39 万平方米, 建设期集中在 2008 年和 2009 年。预计新商场项目开业后第一年日均销售额为 444.50 万元, 年均净利润 15,972.86 万元。

表 3 天虹商场募集资金新商场项目概况

序号	项目	定位	计划投资 (万元)	租赁面积 (m ²)	开业时间
1	深圳国贸项目	城市中心店	6,768.00	35,697.90	2008.12.5
2	长沙 BOBO 天下城项目	社区购物中心	5,053.00	30,000.00	2008.12.6
3	苏州金鸡湖项目	城市中心店	8,200.00	50,911.56	2009.4.24

4	北京朗琴国际项目	城市中心店	6,545.00	22,000.00	2009.4.25
5	惠州惠阳锦江国际项目	社区购物中心	6,476.00	27,500.00	2009.9.12
6	南昌红谷滩项目	社区购物中心	5,110.00	20,000.00	2009.9.4
7	杭州萧山柠檬公寓项目	社区购物中心	4,201.00	17,800.00	2009.12.17
合计			42,353.00	203,909.46	—

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

购置东莞市愉景东方威尼斯广场项目

公司计划购置东莞东纵天虹商场目前所租赁使用的东莞市愉景东方威尼斯广场的 1-3 层商业房产，并将东莞东纵天虹商场升级改造为东莞市场的旗舰店。本次拟购置的愉景东方威尼斯广场之部分商业房产位于广东省东莞市城区东纵大道中银广场 93-95 号，于 2004 年底建成投入使用，包括 1-3 层商场总建筑面积 36,351.24 平方米、地下一层停车场约 3,738 平方米。拟购置房产占用的土地性质为商住用地，土地使用期限为 1994 年 8 月 13 日至 2064 年 8 月 12 日共 70 年。本次拟购置商业房产的转让价款为 40,428 万元，交易成本（过户费用）1,435 万元，其中列入募集资金使用计划的金额为 35,000 万元。实现收购后，公司对该商业房产的功能区划计划为：1-3 层用于自营百货商场，建筑面积 19,547 平方米；1 层部分面积采用租赁或联营方式用于餐饮（1,284 平方米）、电器卖场或国际名品百货专区（3,769 平方米）；2 层用于自营超市，建筑面积 12,084 平方米。预计收购后东莞东纵天虹第一年实现销售收入 20,685 万元，净利润 492.32 万元；第 2、3 年将分别保持 35%、25% 的增长速度，第 4、5 年保持 20%、15% 的增长，第 6 年保持 10% 的增长，第 7、8 年保持 5% 的增长，此后每年保持约 2% 到 3% 的稳定增长。

仓储加工中心建设项目

公司拟在东莞建设具备常温仓储和加工两部分功能的新仓储加工中心，预计年出货金额将达 26 亿元以上，建成后可满足至少未来 5 年公司发展需要；加工部分将具备日均生产加工 30 吨肉制品、10 吨蔬菜，以及分拣出货 240 吨水果的生产能力。该项目总投资额 19,800 万元，列入募集资金投资计划的金额为 15,658.30 万元。项目预计竣工时间为 2010 年 3 月，2010 年 6 月投产试运行，投产当年产量为设计能力的 50%。

现有店面的装修改造项目

公司拟使用 8,732.24 万元募集资金对南昌江大天虹商场（02 年 10 月正式营业）、厦门汇腾天虹商场（03 年 9 月正式营业）、双龙天虹商场（04 年 1 月正式营业）等经营时间超过五年的商场进行装修改造。预计装修后第 1 年将新增净利润 178.82 万元，第 2 年新增 2,027.75 万元，至第 5 年将新增 8,526.26 万元。

信息管理系统建设项目

公司拟利用募集资金进行信息化基础优化、业务系统、供应链管理系系统(SCM)、客户关系管理系统(CRM)、商业智能系统(BI)、办公自动化系统(OA)、项目管理系统(PM)、知识管理系统(KM)建设。项目总投资3,900万元,将在2008年7月到2010年12月分步实施。

三、公司财务状况及盈利预测

● 营业收入、利润稳步增长

2007年、2008年和2009年公司分别实现营业收入55.32亿元、68.63亿元和80.57亿元,同比增长率分别为53.10%、24.05%和17.41%;归属于母公司股东的净利润分别为3.06亿元、3.14亿元和3.56亿元,同比增长率分别为48.75%、2.44%和13.50%。2007年—2009年公司原有商场同店营业收入增长分别为26.03%、22.33%和17.12%,保持良好内生增长态势;近三年公司在深圳新开设6家新商场、在深圳以外地区开设了9家商场。在原有门店的内生性增长以及新设门店的外延式增长共同推动下,公司销售收入和利润稳步提升。

● 综合毛利率较高,同时费用高压制净利率水平

2007年—2009年,天虹商场的综合毛利率分别为23.78%、24.30%和22.96%;净利率分别为5.65%、4.57%和4.42%。与同行业上市公司相比,公司综合毛利率水平处于较高水平;其中百货业务由于受到金融危机影响促销增多、异地店毛利率较低等因素影响,毛利率水平09年同比下降较多,超市业务和电器业务毛利率基本呈稳中有升态势。2007年—2009年,公司期间费用率分别为17.73%、18.15%和16.90%,高于同行业上市公司平均水平,主要原因在于公司商场多为租赁经营,租金等销售费用较高。由于期间费用率处于行业较高水平,公司净利率水平在同行业上市公司中并不突出,基本处于行业平均水平。

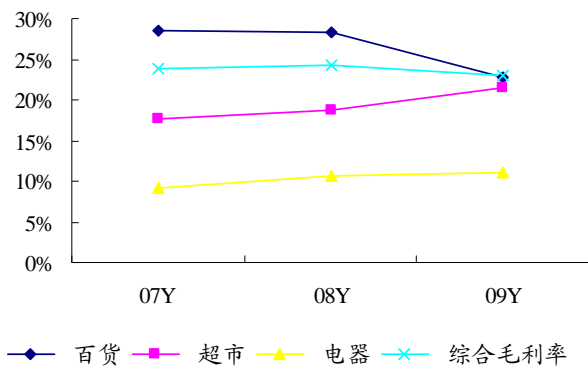
表4 天虹商场与零售业百货类上市公司盈利能力比较

证券代码	简称	综合毛利率%				净利率%			
		06Y	07Y	08Y	09Y	06Y	07Y	08Y	09Y
000417.SZ	合肥百货	13.12	14.69	15.86	16.51	2.06	3.56	3.75	4.91
000501.SZ	鄂武商A	19.71	20.80	21.13	20.16	1.66	4.16	4.14	4.00
000987.SZ	广州友谊	24.13	24.16	24.06	22.62	7.47	8.34	9.83	9.64
002187.SZ	广百股份	22.51	22.64	21.89	20.74	3.60	4.02	4.50	3.59
600327.SH	大厦股份	12.00	13.02	13.11	12.82	2.82	2.99	3.02	4.27
600628.SH	新世界	33.91	35.94	30.37	28.60	6.41	7.96	6.36	6.85
600631.SH	百联股份	23.76	26.38	27.77	26.19	3.90	5.50	4.71	4.93

600693.SH	东百集团	21.54	23.17	23.98	21.55	4.50	5.25	7.22	5.32
600694.SH	大商股份	20.73	20.36	19.46	18.52	2.80	2.18	1.27	-0.43
600697.SH	欧亚集团	16.85	16.90	16.49	16.21	3.65	3.56	4.03	3.64
600729.SH	重庆百货	14.39	15.37	15.82	15.86	1.60	1.86	2.57	2.18
600828.SH	成商集团	17.02	18.81	22.76	20.94	-9.15	5.29	7.12	7.28
600858.SH	银座股份	18.08	18.22	18.49	18.68	3.77	4.08	3.34	2.19
600859.SH	王府井	19.15	18.65	18.93	18.67	3.35	3.11	3.66	3.78
600814.SH	杭州解百	18.78	19.19	19.27	19.36	3.45	4.07	4.55	3.67
600785.SH	新华百货	18.51	18.90	17.29	18.72	2.72	3.33	4.27	6.55
	均值	19.64	20.45	20.42	19.76	2.79	4.33	4.65	4.52
	天虹商场	24.33	23.78	24.30	22.96	5.69	5.65	4.57	4.42

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 4 天虹商场毛利率水平变化 (2007-2009 年)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 应收账款周转率、存货周转率较高

2007-2009 年度, 公司的应收账款周转率分别为 281.35 次、269.51 次和 334.23 次, 商业零售企业的行业特点决定了行业内企业应收账款质量较高, 回收率良好, 账龄较短, 运营风险较低。2007-2009 年度, 公司的存货周转率分别为 32.88 次、28.74 次和 30.84 次, 存货周转速度较快, 高于同行业上市公司平均水平。

● 业绩预测

根据公司目前已开门店的经营情况以及新店开设计划(假设未来两年开设 10 家新门店), 预计公司未来两年的增长将来自现有门店的内生性增长以及外延式扩展。我们初步预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 36.63%、33.90% 和 24.13%, 相应的稀释后每股收益为 1.22 元、1.63 元、2.02 元。

表 5 天虹商场损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
------	--------	--------	--------	--------	--------

营业总收入	6,862.62	8,057.27	9,942.67	12,082.86	14,207.25
营业成本	5,195.31	6,207.22	7,501.14	9,049.33	10,640.38
营业税金及附加	37.07	34.50	49.71	60.41	71.04
销售费用	1,083.34	1,223.64	1,541.11	1,872.84	2,173.71
管理费用	161.70	128.24	198.85	217.49	227.32
财务费用	0.28	9.97	11.93	14.50	17.05
资产减值损失	0.88	0.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	384.04	453.56	639.91	868.27	1,077.76
营业外收入	20.01	19.55	0.00	0.00	0.00
营业外支出	10.82	2.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	393.23	470.61	639.91	868.27	1,077.76
所得税费用	79.62	114.66	153.58	217.07	269.44
净利润	313.61	355.95	486.33	651.21	808.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	313.61	355.95	486.33	651.21	808.32
摊薄 EPS (元)	0.78	0.89	1.22	1.63	2.02

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

行业竞争激烈风险

目前全球 50 家最大零售企业中的 40 家已进入我国，这些大型跨国零售商业集团凭借其雄厚的资金实力、完善的配售系统、先进的管理经验和营运模式，利用新设和并购方式，加速整个内地市场的战略布局，在调整巩固一二线城市网点的同时逐步向三四线城市延伸。优秀外资零售巨头的强势进入给内资企业带来了很大的市场冲击，使得内资零售企业面临更为激烈的市场竞争。

消费品市场需求波动风险

经济周期性波动将直接影响消费者实际可支配收入水平、消费者信心指数以及消费者支出结构，从而影响零售业的市场需求。未来经济发展不确定性的增加及人们对可支配收入预期的变化将直接影响零售业的市场需求。

门店选址风险

零售门店特别是百货门店的经营很大程度上依赖于物业规模、客流量、交通便利状况、所在商圈人气、竞争对手数量等因素。在扩张过程中，门店选址极为重要，如果门店选址失当，会带来较大的经营风险。同时，如果公司不能在有利地段获得开设门店的合适场址，有可能延缓门店扩张的计划，对公司未来业务增长造成负面影响。

跨区域经营风险

由于我国零售业发展的区域差异较大，不同区域消费者在区域文化、消费能力及消费偏好等方面也存在较大差异，公司跨区域经营将

继续面临选址准确性、商品组合、品牌优化及市场营销等方面的挑战。此外，随着公司连锁经营规模的不断扩大，商场数量、资产规模和业务规模将相应扩大，对采购供应和仓储配送提出更高要求。如果公司不能及时调整和完善管理体系，很可能面临管理和控制风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

选取 A 股上市公司百货零售业上市公司作为公司相对估值的可比对象，目前同行业公司 2010 年、2011 年平均动态市盈率分别为 29.44 倍和 22.47 倍。

表 6 A 股主要百货零售业公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008	2009A	2010E	2011E	2008	2009A	2010E	2011E
000417.SZ	合肥百货	14.90	0.25	0.42	0.51	0.64	59.41	35.59	29.43	23.42
000501.SZ	鄂武商 A	14.80	0.36	0.47	0.59	0.73	41.62	31.44	25.20	20.41
000516.SZ	开元控股	9.09	0.16	0.20	0.41	0.39	57.68	44.47	21.98	23.47
000715.SZ	中兴商业	13.16	0.22	0.33	0.40	0.64	58.57	40.01	32.92	20.42
000987.SZ	广州友谊	22.30	0.72	0.79	0.94	1.19	31.13	28.07	23.66	18.75
002187.SZ	广百股份	28.82	0.85	0.98	1.22	1.54	34.01	29.41	23.70	18.77
600280.SH	南京中商	22.00	0.30	0.30	0.75	1.12	72.85	73.65	29.38	19.56
600327.SH	大厦股份	15.69	0.33	0.57	0.66	0.81	47.19	27.32	23.71	19.26
600628.SH	新世界	12.37	0.31	0.34	0.47	0.52	40.39	36.47	26.14	24.01
600631.SH	百联股份	13.02	0.32	0.37	0.46	0.52	40.21	35.46	28.47	24.89
600682.SH	南京新百	10.10	0.21	0.25	0.28	0.55	48.84	40.81	36.54	18.47
600693.SH	东百集团	9.55	0.29	0.24	0.41	0.50	33.17	39.54	23.40	19.06
600694.SH	大商股份	43.31	0.79	(0.40)	0.98	1.54	54.93	-	44.10	28.11
600697.SH	欧亚集团	24.35	0.67	0.70	0.90	1.15	36.41	34.81	27.09	21.26
600729.SH	重庆百货	41.35	0.80	0.77	0.96	1.17	51.87	53.82	43.16	35.25
600828.SH	成商集团	15.22	0.28	0.35	0.47	0.80	54.38	43.54	32.45	19.01
600858.SH	银座股份	26.17	0.47	0.41	0.82	1.08	55.40	63.60	32.04	24.20
600859.SH	王府井	33.94	0.88	0.98	1.22	1.51	38.77	34.70	27.93	22.44
600814.SH	杭州解百	8.99	0.25	0.21	0.29	0.34	35.80	43.35	30.77	26.48
600785.SH	新华百货	34.14	0.63	1.11	1.32	1.58	54.62	30.78	25.77	21.63
002277.SZ	家润多	17.99	0.34	0.43	0.59	0.78	52.31	41.98	30.51	23.04
平均值			0.45	0.47	0.70	0.91	47.60	40.44	29.44	22.47

数据来源: Wind 资讯; 股价以 5 月 11 日收盘价计 (09 年平均值剔除大商股份)

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业可比公司以及公司未来成长性，我们认为给予天

虹商场 2010 年 30-35 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 36.60-42.70 元。近期上市的 10 只中小板股票首日平均涨幅为 23.16%；零售业最新上市的两家公司人人乐和海宁皮城的首日涨幅分别为 20.94% 和 9.80%；因此我们建议选取 15% 的折价，询价区间对应为 31.11-37.33 元，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 34.96 倍-41.95 倍。

表 7 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			首发 PE	首日涨跌幅%	累计涨幅%
			2009A	2010E	2011E	2009	2010E	2011E			
002394.SZ	联发股份	40.12	1.49	1.71	2.02	26.86	23.45	19.90	31.47	37.78%	-10.84%
002395.SZ	双象股份	25.24	0.47	0.60	0.96	53.52	41.75	26.22	54.35	40.40%	0.96%
002397.SZ	梦洁家纺	43.20	1.41	1.48	1.88	30.71	29.21	23.02	53.13	17.98%	-15.29%
002398.SZ	建研集团	25.23	0.57	0.69	1.01	44.09	36.38	24.93	52.30	3.39%	-9.89%
002399.SZ	海普瑞	144.25	2.02	3.19	4.42	71.34	45.24	32.63	73.27	18.36%	-2.53%
002400.SZ	省广股份	37.34	0.65	0.90	1.18	57.71	41.67	31.60	62.99	10.43%	-6.18%
002401.SZ	交技发展	39.40	0.51	0.62	0.78	77.13	63.34	50.73	52.80	70.45%	49.24%
002402.SZ	和而泰	47.13	0.55	0.79	1.08	86.15	59.49	43.83	77.78	34.66%	34.66%
002403.SZ	爱仕达	18.81	0.35	0.51	0.74	53.85	36.62	25.26	56.97	0.05%	0.05%
002404.SZ	嘉欣丝绸	21.58	0.48	0.57	0.82	44.88	37.75	26.34	47.83	-1.91%	-1.91%
平均值			0.85	1.11	1.49	54.62	41.49	30.44	56.29	23.16%	3.83%
002336.SZ	人人乐	29.34	0.57	0.74	0.93	51.11	39.64	31.49	49.05	20.94%	8.75%
002344.SZ	海宁皮城	35.50	0.35	0.60	1.06	102.10	59.32	33.47	69.33	9.80%	77.50%
平均值			0.46	0.67	1.00	76.61	49.48	32.48	59.19	15.37%	43.12%

数据来源：Wind 资讯；上海证券研究所整理；股价以 5 月 11 日收盘价计

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。