

“南雁北飞”的弹性连锁典范

——天虹商场（002419）

2010 年 5 月 17 日

建议申购

天虹商场

新股定价

摘要：

- **错落有致的轻资产外延战略布局全国。**公司坚持“立足珠三角、拓展长三角、辐射闽三角、面向全中国”的战略部署；按照“众星拱月”状布局商场社区购物中心和城市中心店两类百货商场，以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额。公司目前 94% 的门店是通过租赁物业经营，在实现低成本扩张的同时，也面临一定费用压力和潜在经营风险，但从经营绩效来看，依托大股东的相关资产，轻资产扩张的正面效应一定程度上覆盖了其负面作用。
- **一箭双雕的 X 业态弹性经营。**复合业态的范围经济一方面形成了对上游供应商、品牌商的强势议价能力。另一方面，业态叠加的规模经济和 X 业态的灵活性、适用性也一定程度上强化了对终端消费者的号召力和引导力，对毛利率的向上趋势形成了有效支撑。与此同时，超市、电器占比较大自营模式对百货业态的联营模式形成了有益补充，并有望进一步向自有品牌的高端盈利形态过渡。
- **配套项目投入为内外兼修的发展态势提供了有力支撑。**五个拟投资项目中，仓储加工中心的建设和信息管理系统建设成为支撑公司未来高速扩张的关键因素。仓储加工中心项目的建设有效突破了现有配送中心的辐射范围制约，而信息管理系统建设则纵向连接了产业链各环节、横向覆盖了各业态交集，无论从管理层面还是经营层面，都形成了业绩提升的保障。
- **业绩预测及估值：**预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为：1.17、1.54、2.01，结合相对估值和绝对估值，公司价值区间为：35.1-37.1。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E
营业收入（百万元）	8,057.27	10,071.58	12,589.48
增长率（%）	17.41%	25.00%	25.00%
净利润（百万元）	355.95	467.56	616.66
增长率（%）	13.50%	31.35%	31.89%
每股收益(元)	1.020	1.169	1.541
净资产收益率（%）	39.41%	44.67%	52.70%
PE	0	0	0
PB	0	0	0

高坤

零售行业分析师

010-66507320

gaokun@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间

35.1-37

发行上市资料

总股本（万股）	3500
发行量（万股）	5010
发行日期	2010. 5
发行方式	网下询价，上网定价
保荐机构	招商证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.58
净资产收益率（%）	41.7
资产负债率（%）	77.04

主要股东和持股比例

中国航空技术深圳有限公司	46.61%
五龙贸易有限公司	44.3%
深圳市奥尔投资发展有限公司	9.03%

目 录

1. 雁型全国连锁的外延制高点.....	4
1.1 错落有致的外延战略布局全国	4
1.2 机遇挑战并存的轻资产扩张模式	6
2. X战略充分拓展内涵空间.....	7
2.1 一箭双雕的弹性战略铸就盈利新星	7
2.2 X业态引导的多层次盈利模式.....	9
2.2 中西合璧的优秀管理团队	9
3. 募集资金投资项目分析.....	10
3.1 新门店项目	10
3.2 购置东莞市愉景东方威尼斯广场的商场房产	12
3.3 仓储加工中心建设及信息管理系统建设	12
4. 业绩预测及估值.....	13
5. 风险提示.....	13

表格目录

表 1: 现有门店区域归类.....	4
表 2: 华南区以外城市中心店的经营绩效.....	5
表 3: 公司外延绩效与行业平均水平对比.....	6
表 4: 2009 年销售额位居前列的集团公司汇总.....	7
表 5: 各细分业态不同盈利模式对比.....	9
表 6: 公司外延绩效与行业平均水平对比.....	9
表 7: 公司拟投资项目基本情况汇总.....	11
表 8: 各新商场基本情况汇总.....	12
表 9: 绝对估值结果汇总.....	13

插图目录

图 1: 公司历年新开门店情况.....	4
图 2: 分类定位门店的全国布局示意图.....	5
图 3: 扩张模式与扩张绩效相关性分析.....	6
图 4: 对上下游控制能力指标趋势.....	8
图 5: 公司毛利率与行业平均趋势对比.....	8
图 6: 公司净利率与行业平均趋势对比.....	8
图 7: 公司股权结构图.....	10
图 8: 拟利用募集资金开设的新商场布局.....	11
图 9: 应用系统结构.....	13

1. 雁型全国连锁的外延制高点

1.1 错落有致的外延战略布局全国

公司坚持“立足珠三角、拓展长三角、辐射闽三角、面向全中国”的战略部署，积极拓展跨区域经营。截至目前，已在珠三角地区确立了优势地位，成功进入了福建和江西市场，并开始了长三角地区、华北地区的投入。门店覆盖 11 个城市，6 个省份。

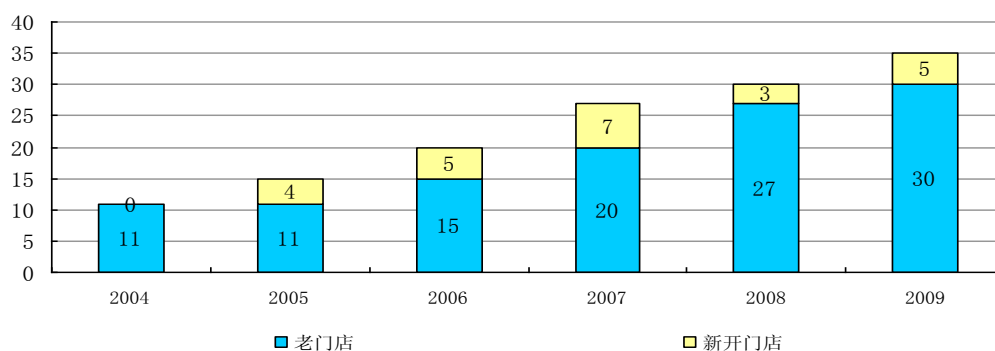
表 1：现有门店区域归类

区域	管理范围
华南区	深圳区域 19 家直营商场、1 家加盟店梅林天虹
	惠州天虹公司及 2 家下属商场
	东莞天虹公司及 3 家下属商场
	深圳市维天家用电器维修有限公司
华中区	长沙天虹公司及 1 家所属商场
	南昌天虹公司及 3 家下属商场
东南区	厦门天虹公司及 2 家下属直营店、1 家加盟店名汇天虹
	福州天虹公司及 1 家下属商场
华东区	嘉兴天虹公司及 1 家下属商场
	浙江天虹公司及 1 家下属商场
	苏州天虹公司及 1 家下属商场

资料来源：招股说明书

不同于超市、家电业态的标准化复制，百货业态的连锁扩张一直受制于下游消费文化差异、上游省级区级代理垄断、中游物流配送辐射有限等方面而形成了集中度较低的地方割据格局。2009 年的连锁百强企业分布充分体现了零售行业连锁的两极化差异：百强中仅有不到三分之一的连锁企业（集团）主营百货，超市、便利店业态成为规模连锁的主要平台。而这也是公司继王府井、大商等为数不多的全国性连锁百货之后接力行业趋势的投资价值所在。

图 1：公司历年新开门店情况

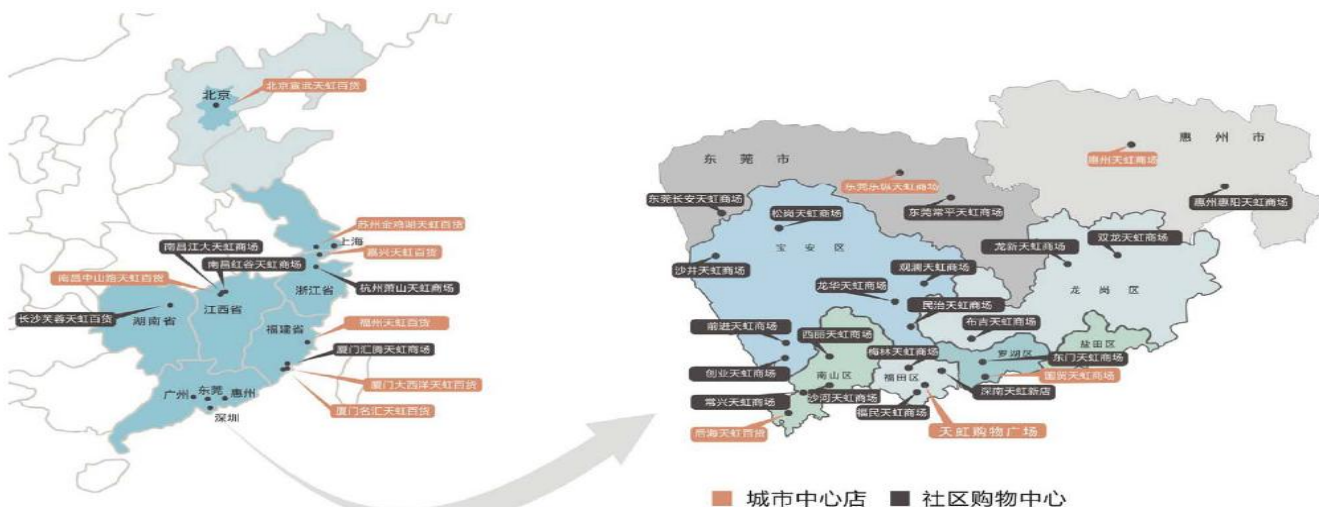


资料来源：招股说明书

2007 年末、2008 年末、2009 年末本公司拥有的连锁店家数分别为 27 个、30 个、35 个，增长率分别为 29%、11%、17%；经营面积分别约为 60.30 万平方米、68.65 万平方米、84.86 万平方米，增长率分别为 32%、14%、23%。以 1161990 万元的销售规模位居第 33 位。

从扩张定位战略来看，公司按照社区购物中心和城市中心店两种模式经营百货商场，以城市中心店确立商业地位，以社区购物中心占领市场份额，并以“众星拱月”状布局两类商场。从数量规模看，社区购物中心是公司业务的主要发展方式（24 家），拥有定位为城市中心店的百货商场 11 家。除此之外，公司拟根据竞争策略和高端市场需求发展趋势，逐步发展面向高端消费群体、以“君尚”为品牌的高档百货店。

图 2：分类定位门店的全国布局示意图



资料来源：招股说明书

这一错落有致的层级化定位与商圈的稀缺性和中心城市租金成本的高企不无关系，公司扬长避短，有的放矢的精准定位有利于平衡区域间的差异化发展。前者以渗透式的量取胜，突出便捷、一站式的特性，门店分布还是主要集中在深圳本地，在周边的厦门、东莞也有一定覆盖，较大跨度的辐射还只在江西南昌、湖南长沙、杭州萧山等中部城市零星布点；而后者除了在深圳、厦门、东莞外，主要在北京、福州、苏州等高端消费潜力较大且经济相对发达的地区，与公司优势地区的城市中心门店相比，跨度较大的异地门店亏损额度明显扩大，一定程度上反映了全国区域扩张现阶段仍面临的诸多问题。未来转型社区购物中心店渗透北京、上海等一线城市或带来较大市场潜力。

表 2：华南区以外城市中心店的经营绩效

经营面积	成立时间	2007 营业利润	2008 营业利润	2009 营业利润
南昌中山路天虹 54, 378.67	2007.4.19	-2, 472.43	-1, 380.81	-1058.04
嘉兴天虹百货 19, 971.80	2006.3.1	-1, 543.41	-1, 507.52	-411.86
福州天虹百货 46, 486.26	2006.7.12	-509.98	-1, 481.70	-974.84
苏州金鸡湖天虹 50, 911.56	2009.4.24	---	---	-3044.56

北京宣武天虹	22,000.00	2009.4.25	---	---	-3364.75
厦门大西洋天虹	19,488.08	2007.1.18	450.82	2,216.60	2717.02
深圳后海天虹	15,373.73	2007.11.23	-1,312.57	-1,196.76	-460.52

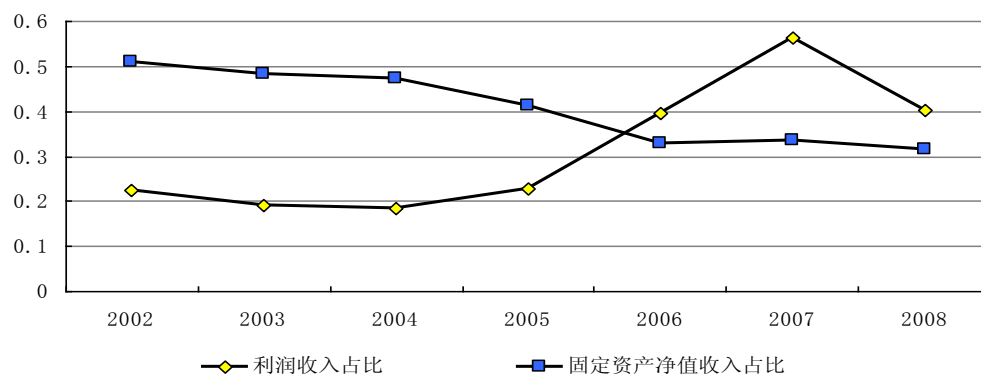
资料来源：招股说明书

1.2 机遇挑战并存的轻资产扩张模式

公司目前经营的 35 家直营连锁百货商场中，共有 33 家通过租赁方式取得房产，仅有 2 家为自购房产。同时积极发展并购业务，推进特许经营等模式，确保公司保持较快发展速度。根据公司拓展计划，未来两到三年将继续维持高速增长的态势，争取两年开设 10 家左右百货商场。

对于商圈制胜的百货企业而言，一方面，核心商圈物业价格的飙升使得物业公司往往不愿意出售升值潜力巨大的商业物业；另一方面虽然拓展潜力次新商圈成本较低，但异地扩张不仅需要广泛的社会网络获得低价土地，还面临商圈培育与门店培育的双重压力，轻资产扩张就成为近年来行业主要的外延渠道。百货行业的扩张绩效与固定资产的投入呈现一定程度的负相关性，固定资产投入对扩张绩效的影响存在不到一年的时滞效应。这更加佐证了轻资产是目前平衡规模和效益相对有效的扩张方式。公司滚动开发的外延速度有效避免了物业同时到期带来的经营风险。

图 3：扩张模式与扩张绩效相关性分析



资料来源：WIND，东兴证券研究所

虽然轻资产外延在实现低成本扩张的同时，也面临一定的费用压力和潜在经营风险。以购置的鼎诚大厦 1-4 层的商场房产为例，即使在不考虑鼎诚大厦物业实际使用年限远高于财务折旧年限和租赁物业租金逐年上涨的情况下，鼎诚大厦物业 1947.96 万元的年折旧费用也远低于测算的年租金总额 2749.56 万元。由于公司绝大部分经营场地系租赁获得，导致公司的期间费用率总体水平略高于同行业上市公司平均水平，销售净利率逐年下降。但由于租赁合约一般为 15-20 年，各年份保持相对稳定，且随着收入规模的扩大，销售费用率整体呈现下降的趋势。

表 3：公司外延绩效与行业平均水平对比

2007		2008		2009	
天虹商场	行业平均	天虹商场	行业平均	天虹商场	行业平均

销售净利率(%)	5.65	4.08	4.57	3.22	4.42	3.55
销售期间费用率(%)	17.73	6.03	18.15	6	16.9	6.36
销售费用 / 营业总收入	16.05		15.79		15.19	

资料来源：公司公告，东兴证券研究

从资产结构来看，天虹商场目前流动负债金额较大，资产负债率已达 74.21%，按其未来扩张计划，上市融资有效解决了公司的燃眉之急。天虹商场早期是与中航集团合作，在深圳本地的主力店物业，皆是租用母公司集团的自有物业，并且，中航集团可以利用资源优势，帮助天虹商场在全国扩张，从长期经营来看不会给天虹商场带来风险，此外，随着融资能力的加强，适度从重战略的推进也一定程度上降低了租赁门店比例较大的风险。

2. X 战略充分拓展内涵空间

2.1 一箭双雕的弹性战略铸就盈利新星

A 股零售上市公司中，大部分都涉足连锁超市或家电连锁业态，部分涉及诸如黄金、药品等专业连锁业态。其中合肥百货、重庆百货、大商股份、广百股份、家润多、大厦股份、南宁百货横跨了零售的主要三种业态类型。2004 年，我国百强零售企业中多业态经营的企业为 39 家，2007 年已上升至 52 家，首次超过了单业态经营的企业。在进入零售百强的百货类企业中，更有 74% 的企业采取了多业态的发展策略。2009 年销售额排名前列的连锁集团也均为复合业态模式经营战略。

表 4：2009 年销售额位居前列的集团公司汇总

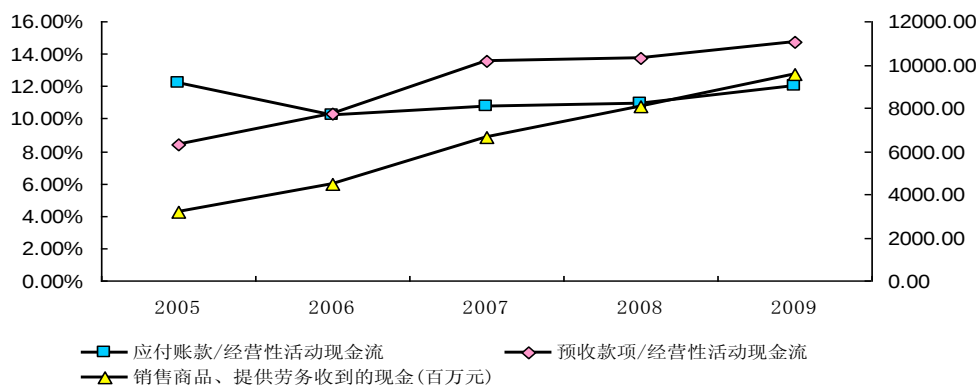
集团名称	店铺数量	2009 销售额
大商集团	大型店铺 160 家	700 多亿
	14 家百货店	200 亿元
合肥百大	102 家合家福超市	168 亿元
	21 家家电连锁卖场	
	5 家百货店	
中百集团	30 家电器专卖店	---
	140 家仓储超市	
	500 家便民超市	
武商集团	7 家购物中心	135 亿元
	70 家连锁超市	
银座商城	70 家店铺	200 多亿
	130 多家便利店	

资料来源：东兴证券研究

天虹作为门店数量最多的连锁百货企业，连锁经营的标准化要求和需求升级的个性化要求之间的矛盾是公司进行 X 弹性经营的初衷，随着相关业态的一体化融合，公司有望在这一矛盾体中找到自身发展的平衡点。

复合业态的范围经济一方面形成了对上游供应商、品牌商的强势议价能力。在百货公司类金融的经营模式下，议价带来占款能力的增强有利于公司节省一定的财务费用；另一方面，业态叠加的规模经济和 X 业态的灵活性、适用性也一定程度上强化了对终端消费者的号召力和引导力，对毛利率的向上趋势形成了有效支撑。按照现行的半年期贷款利率和截至 2009 年 12 月 31 日的应付款项和预收款项余额计算，如果减少一半应付款项和预收款项余额并用银行贷款代替，则公司每年将增加 6200 万元左右的财务费用支出。

图 4：对上下游控制能力指标趋势

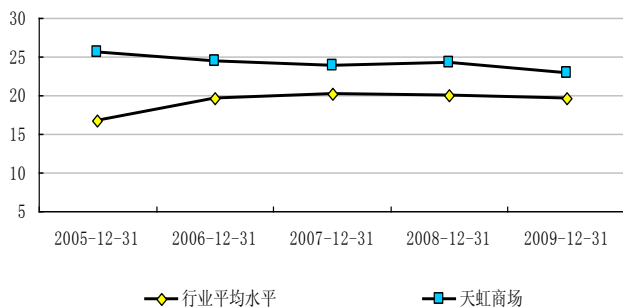


资料来源：WIND，东兴证券研究所

我们以应付账款的现金流占比来反映对上游供应商的控制力，用预收账款的相对占比反映对下游消费群的号召力，两者均呈现明显的上扬趋势，2009 年的数据显示，其账面货币资金金额达到 17 亿元。其中由于其预发的商通卡全国通用，预收账款的现金流占比一直保持高于现金流增速的水平。

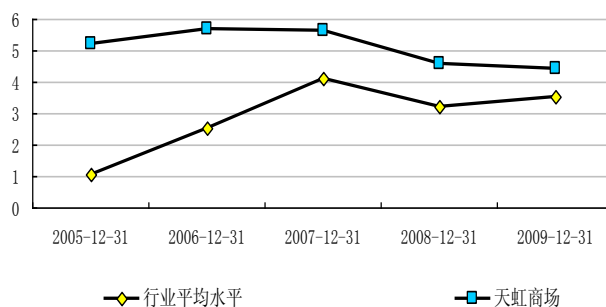
在产业链中的强势地位必然铸就了其较高的返点率和终端的销售量，从而形成了量价齐升的盈利通道。无论是毛利率还是净利率都保持了持续高于行业平均水平的态势，其中百货的毛利率区间高达 25%-30%，成熟门店最近三年的同店增速也维持在 20% 以上。

图 5：公司毛利率与行业平均趋势对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 6：公司净利率与行业平均趋势对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

2.2 X 业态引导的多层次盈利模式

目前，兼营超市、电器以及百货三种零售业态已经成为百货类上市公司的主流趋势，这或许是一定时期内综合联营和自营两者两种模式的中端平衡器。百货业态目前薄弱的自营模式一定程度上可以由性质相同的超市、电器购销盈利模式来补充。

从公司的层面看，超市业态自营模式的平均毛利率高于板块整体 18.90% 平均销售毛利率水平 0.74 个百分点。电器自营盈利水平更是明显高出 6.07 个百分点。虽然百货板块没有自营盈利模式，这一方面符合行业现阶段的现实情况，另外，如以此为基点，再凭借充分积累的品牌及网络优势加大百货自营或是超市自有品牌比例则可避免不必要的转型成本。公司已经在自由品牌上作出了初步尝试，拥有奥尔（OUR）、天佑（TEEMEFUL）、天口味（TEEMING）等品牌，涉及家居用品、食品等产品。由于缩减了渠道长度，自有商品 27.7% 的毛利率明显高出所有细分业态的平均水平。这种复合弹性盈利模式也使公司成为行业的盈利新星。

表 5：各细分业态不同盈利模式对比

		2007		2008		2009	
		整体板块	其中自营	整体板块	其中自营	整体板块	其中自营
百货	收入占比（%）	100		100		100	
	毛利率（%）	28.52		28.3		22.67	
超市	收入占比（%）	23.26	76.74	21.98	78.02	20.49	79.51
	毛利率（%）	17.75	19.64	18.8	19.64	21.51	19.64
电器专柜	收入占比（%）	53.37	46.63	54.58	45.42	54.69	45.31
	毛利率（%）	9.14	13.55	10.62	13.55	-21.61	13.55
自有品牌	收入占比（%）	0.64		0.77		0.72	
	毛利率（%）	27.13		29.42		26.45	

资料来源：招股说明书

2.2 中西合璧的优秀管理团队

公司倡导“一次做对”的理念，通过在公司各个层面贯彻实施“平衡计分卡”战略管理工具、“精益六西格玛”流程改进工具、“卓越绩效模式”评价准则等先进的组织管理工具，使公司的组织运营管理和战略执行水平得以不断提高，整体优势日渐明显。对比 A 股其他两个区际扩张的同类连锁百货企业：公司整体的期间费用率在高速扩张的进程中于 09 年首次低于大商股份，细分来看：公司的销售费用核算范围较大，包括公司已经开设的 35 家商场、总部招商部和采购部的费用，以及商场租赁物业的租赁费等，导致销售费用率较高；而管理费用率和财务费用率远低于同类型的另外两家公司，其中较低的财务费用率与其在产业链中的强势地位不无关系。

表 6：公司外延绩效与行业平均水平对比

2007			2008			2009		
天虹商 场	大商股 份	王府井	天虹商 场	大商股 份	王府井	天虹商 场	大商股 份	王府井

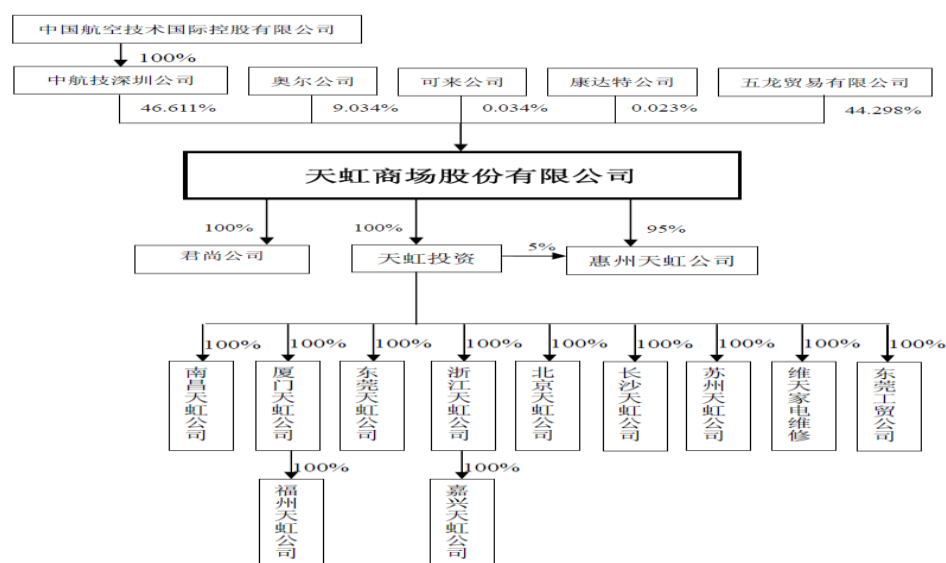
销售期间费用率	17.73	15.63	12.09	18.15	18.03	12.52	16.90	17.02	13.19
销售费用/营业总收入	16.05	3.32	8.46	15.79	3.95	8.16	15.19	5.71	8.91
管理费用/营业总收入	1.47	11.50	3.35	2.36	13.15	3.96	1.59	10.58	3.66
财务费用/营业总收入	0.21	0.81	0.27	0.00	0.93	0.40	0.12	0.73	0.61

资料来源：公司公告，东兴证券研究

作为中国最早成立的合资零售企业，国有和外资文化的融合铸就了公司独具特色的稳健、创新风格并举团队。本次发行后，中航技深圳公司和五龙贸易有限公司分别将拥有相当于公司发行后总股本 55.522%和 22.751%的投票权，中航技深圳公司处于绝对控股地位。

对比新旧两份招股说明书，其中一个明显的新增内容是，2008 年 9 月中航技深圳公司对天虹商场的补充出资。这正是一项在第一次过会受阻之后的补救措施。天虹商场第一和第二大股东之间的持股比例过于接近，这也使得如何避免上市后出现控制权之争成为保荐机构方案设计的重点，新招股说明书为了打消发审委员的疑虑，对此有了进一步的明确。

图 7：公司股权结构图



资料来源：招股说明书

中航技深圳公司直接控股和参股的主要企业涉及较多地产公司，涵盖了深圳、成都、岳阳、昆山等地，依托控股股东层面的相关资源进行横向多元化和纵向连锁化的扩张有效节约了相关费用和机会成本，也为公司的内涵价值增长提供了保障。未来公司将坚持稳健的三级管理体系，以电子商务为起点实现由优越到卓越的管理目标。

3. 募集资金投资项目分析

3.1 新门店项目

跟 2008 年的招股说明书相比，天虹商场的新招股说明书募资规模明显压缩。2008 年预期的募集资金投向是 6 项，计划发行不超过 8380 万股，合计融资规模高达 21.95 亿元，其中投入最大的是开设 12 家新商场项目，拟投资金额达到了 8.4 亿元。但是新方案中，已经将募集资金投向压缩到 5 项，计划发行的股票也降低到不超过 5010 万股，合计融资规模降低到 10.56 亿元。其中投入最大的一项仍是新店，但是新设商场项目已经降低到 7 家，且无一与之前的 12 家项目重合。

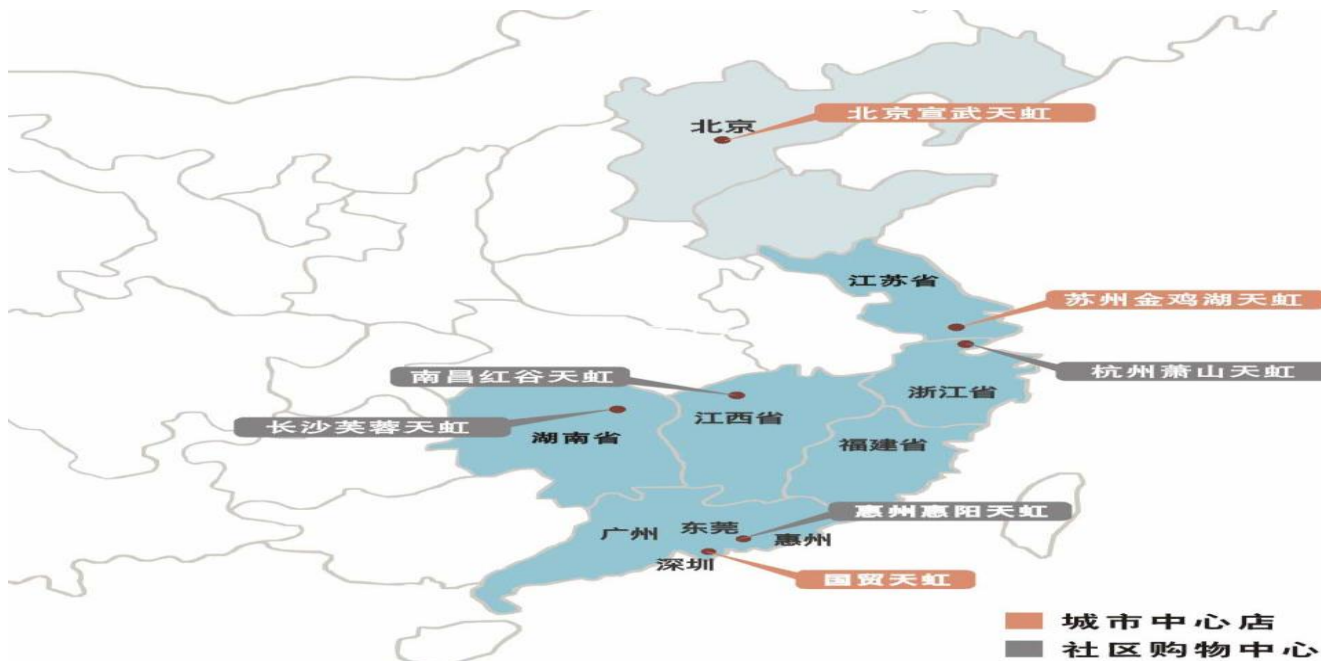
表 7：公司拟投资项目基本情况汇总

序号	拟投资项目名称	拟投资额（万元）	比例
1	新设 7 家新商场项目	42353.00	40.09%
2	收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业	35000.00	33.13%
3	仓储加工中心建设项目	15658.30	14.82%
4	现有 3 家商场装修改造项目	8732.24	8.27%
5	信息管理系统建设项目	3900.00	3.69%

资料来源：招股说明书

公司已开设的商场主要分布在珠三角、江西、福建和浙江等华南、华东地区，在珠三角占有明显的竞争优势，积累了经营连锁百货的丰富经验。计划继续在珠三角、华东及其周边经济发达、百货零售市场发展空间较大的城市开设新商场，且相对集中的布局也更容易发挥连锁经营的规模优势，形成协同发展的格局。拓展长三角市场主要是跟整个集团的战略紧密相连。2007 年，深圳中航集团通过投资上海 TFT 生产基地项目和昆山地产项目，初步在长三角地区立足发展业务。随着集团逐步在长三角地区积累资源，天虹商场未来在长三角拓展业务将更加便利。

图 8：拟利用募集资金开设的新商场布局



资料来源：招股说明书

表 8：各新商场基本情况汇总

门店名称	投入（万元）	面积	定位	租赁期限
深圳国贸项目	6,768.00	14,477.88	城市中心店	15
长沙 BOBO 天下城项目	5,053.00	30,000.00	社区购物中心	20
苏州金鸡湖项目	8,200.00	50,911.56	城市中心店	15
北京朗琴国际项目	6,545.00	22,000.00	城市中心店	20
惠州惠阳锦江国际项目	6,476.00	27,500.00	社区购物中心	20
南昌红谷滩项目	5,110.00	20,000.00	社区购物中心	20
杭州萧山柠檬公寓项目	4,201.00	17,800.00	社区购物中心	20

资料来源：招股说明书

3.2 购置东莞市愉景东方威尼斯广场的商场房产

为提升天虹商场在东莞零售市场的影响力和盈利能力，巩固公司在东莞零售市场的强势地位，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。

公司将以“自用+租赁”相结合的管理方式和“百货+超市+X”的业态组合，持续持有该物业，在提高商场经营业绩和保证物业收益稳定提升的基础上，获得物业的自身价值同步提升。该项目扣除所得税后动态投资回收期 12.02 年，平均投资利润率为 41.99%，销售利润率为 11.28%，内部报酬率为 15.3%。

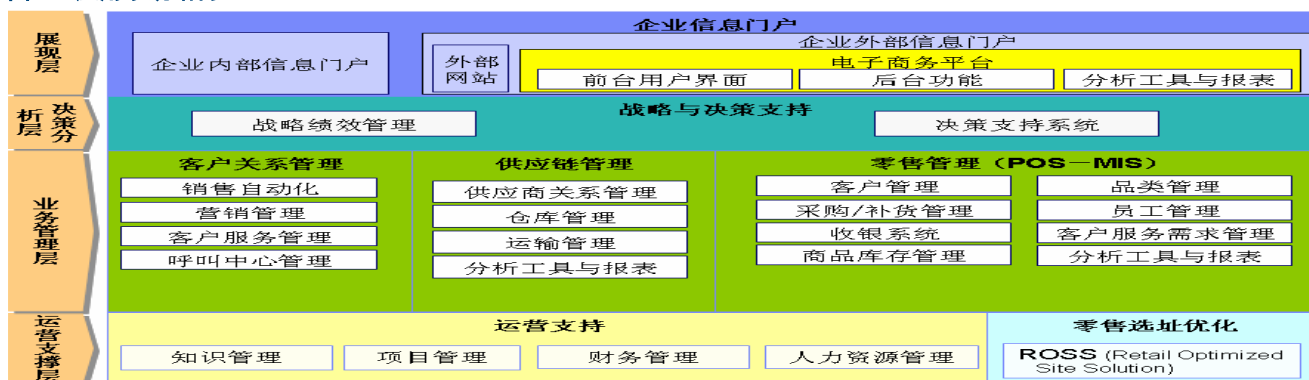
3.3 仓储加工中心建设及信息管理系统建设

五个拟投资项目中，仓储加工中心的建设和信息管理系统的建设成为支撑公司未来高速扩张的关键因素。

· 仓储加工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%。本项目目前处于阶段性投入阶段，有待募集资金到位后正式开工建设。现有的沙河仓储配送中心及 3 个城市配送中心（南昌、厦门、福州），覆盖范围为全国 3 省 6 个城市。沙河仓储配送中心与发展计划所需的仓储能力差距较大。项目落成后不仅有利于增强现有门店的配送营运能力，也同时提高了长三角、闽三角及其他区域的物流中心定期配送、中央采购商品等功能。

· 根据公司战略规划对 IT 技术的要求，本次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，通过上述信息系统将顾客、供应商与公司联系得更为紧密，为公司的运营及重大决策提供信息支持。公司在信息系统建设预计需投入共计 3,900 万元，从 2008 年 7 月到 2010 年 12 月分步实施。

图 9：应用系统结构



资料来源：招股说明书

4. 业绩预测及估值

作为为数不多的多元化全国型连锁零售企业，公司有望分享行业全面发展的红利，门店保持 8-10 家的平均增长，假设未来 3 年的收入增速均维持在 20%以上；异地扩张比例的加大将带来毛利率的削减，但随着公司自有物业购置能力的加强，这一趋势将有所缓和，整体毛利率变化不大，未来三年毛利率分别假设为 23.5%、23.5%和 24%，与此同时租金、人力、水电、折旧等费用也相对固化，四项和价假设占比为 70%-80%。预测公司 2010-2012 三年的 EPS 分别为 1.17、1.54、2.01 元。

目前 A 股百货及零售板块的 PE 区间在 25-35 倍之间，公司相对估值为 35.1 元。结合绝对估值价格 37.1 元，公司合理价值区间为 35.1-37.1 之间。

表 9：绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFE	37.12	32.58-41.17	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	23.69	20.38-28.38	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	27.29	23.83-32.35	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	98.04	64.19-220.97	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

5. 风险提示

公司面临着以下风险：信息技术及仓储配送系统滞后外延扩张的风险；较大租赁门店带来的租金上涨、违约等风险；宏观经济波动带来的消费能力和消费信心下降风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,862.62	8,057.27	10,071.58	12,589.48	15,107.37
营业成本	5,195.31	6,207.22	7,704.76	9,630.95	11,481.60
营业费用	1,083.34	1,223.64	1,561.10	1,888.42	2,266.11
管理费用	161.70	128.24	151.07	195.14	226.61
财务费用	0.28	9.97	(4.32)	4.61	(0.58)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	384.04	453.56	608.41	807.21	1,057.90
利润总额	393.23	470.61	623.41	822.21	1,072.90
所得税	79.62	114.66	155.85	205.55	268.23
净利润	313.61	355.95	467.56	616.66	804.68
归属母公司所有者的净利润	313.61	355.95	467.56	616.66	804.68
NOPLAT	306.50	350.60	453.07	608.87	792.99
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,553.75	1,698.19	2,417.18	2,769.69	3,323.62
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	23.31	24.91	30.35	37.94	45.53
预付款项	126.56	320.91	475.01	667.63	897.26
存货	198.01	204.59	253.31	316.63	408.93
流动资产合计	2,033.55	2,399.11	3,364.70	4,027.06	4,957.55
非流动资产	1,010.04	1,534.18	1,133.92	1,359.99	1,463.31
资产总计	3,043.58	3,933.29	4,498.62	5,387.05	6,420.86
短期借款	0.00	0.00	541.94	476.28	508.12
应付帐款	876.26	1,155.65	1,372.08	1,794.26	2,139.04
预收款项	1,102.11	1,410.14	1,712.29	2,089.97	2,543.19
流动负债合计	2,356.36	3,030.12	4,096.80	4,861.89	5,724.77
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	687.22	903.17	1,046.79	1,170.12	1,331.05
净营运资本	(322.82)	(631.01)	(732.10)	(834.84)	(767.22)
投入资本 IC	(866.53)	(795.02)	(828.45)	(1,123.29)	(1,474.45)
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	313.61	355.95	467.56	616.66	804.68
折旧摊销	66.04	64.99	0.00	123.93	146.68
净营运资金增加	141.89	(308.19)	(101.09)	(102.74)	67.62
经营活动产生现金流	740.89	1,169.09	832.59	1,265.58	1,405.46
投资活动产生现金流	(177.07)	(884.65)	(335.92)	(349.48)	(250.20)
融资活动产生现金流	(172.27)	(155.39)	222.31	(563.60)	(601.32)
现金净增（减）	391.54	129.05	718.99	352.51	553.94

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。