

外埠扩张尚有待检验

暂未评级

天虹商场（002419）新股价值报告

投资要点：

2010年5月19日

- ◇ **公司概况：**公司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，2009年位居中国连锁零售百强企业第33位。经过20多年的发展，目前公司已先后在深圳、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84.9万平方米。其中19家位于深圳市，3家位于东莞、2家位于惠州，在广东地区的经营面积合计达53.48万平米，2009年公司实现营业收入80.57亿元，实现归属于母公司所有者的净利润3.56亿元。
- ◇ **以深圳为根据地 实现跨区域发展。**深圳地区业务属公司重点部分，截至2009年末公司深圳地区拥有门店19家，营业面积达41.1万平米，占公司面积总额的48.4%；当年实现收入55.8亿元，占公司主营业务收入总额的70%。我们还注意到，由于深圳居民消费水平相对较高、公司门店开店时间较早、当地对公司品牌的认同度较高，深圳地区门店的坪效明显高于外埠。
- ◇ **首创“百货+超市+X”经营业态。**公司在国内首创“百货+超市+X”的业态组合模式，强调以百货为主体，在百货商场中引入超市和其他业态，将超市打造成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）。
- ◇ **估值与投资建议。**(1)按同类上市公司09年市盈率，估算出天虹商场(002419)的合理股价区间为26.69-32.03元。(2)按发行后总股本计算，我们预计公司2010年至2012年的每股收益依次为1.13元、1.29元、1.49元。根据我们的估计，同类上市公司2010年预测市盈率区间为27-31倍，对应公司的合理股价区间为30.51-35.03元。公司的发行价定为40元，高于我们的估算区间。考虑到目前大盘走熊迹象较为明显，我们认为该股申购风险较大，建议投资者谨慎应对。不过考虑到公司为广东省内连锁百货龙头企业，且外埠扩张势头迅猛，我们认为公司的后续发展仍值得关注。

丁文进

电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2010年5月19日

| | |
|------------|--------|
| 网上申购价(元) | 40 |
| 发行前总股本(万股) | 35,000 |
| 本次发行股数(万股) | 5,010 |
| 发行后总股本(万股) | 40,010 |

相关报告

公司主要财务指标预测表

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 8,057.27 | 9,264.53 | 11,117.44 | 12,229.19 |
| 同比% | 0.00 | 35.00 | 20.00 | 10.00 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 355.95 | 453.09 | 517.96 | 595.09 |
| 同比% | 13.50 | 44.48 | 14.32 | 14.89 |
| 毛利率% | 22.96 | 23.00 | 23.00 | 23.00 |
| ROE% | 39.41 | 15.22 | 15.44 | 15.72 |
| 每股收益(元) | 0.89 | 1.13 | 1.29 | 1.49 |
| 每股净资产(元) | 2.25 | 7.41 | 8.32 | 9.36 |
| 市盈率(倍) | 44.96 | 35.32 | 30.90 | 26.89 |
| 市净率(倍) | 17.74 | 5.40 | 4.81 | 4.28 |

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 公司概况..... | 3 |
| 2. 法人治理结构较好：国有控股、管理层持股..... | 3 |
| 3. 门店拓展：以深圳为根据地 实现跨区域发展..... | 3 |
| 4. 首创“百货+超市+X”经营业态..... | 6 |
| 5. 大部分外埠门店处于培育期..... | 7 |
| 6. 募集资金项目分析..... | 8 |
| 7. 估值及风险提示..... | 9 |
| 分析师承诺：..... | 11 |
| 免责声明：..... | 11 |
| 东莞证券投资评级体系：..... | 11 |

插图表格

| | |
|-------------------------------|---|
| 表 1：公司发起人持股情况..... | 3 |
| 图 1：公司门店数量变动情况（家）..... | 4 |
| 图 2：公司营业面积变动情况（万平米）..... | 4 |
| 图 3：公司门店网络分布..... | 4 |
| 表 2：公司下属门店经营情况..... | 4 |
| 表 3：09 年社区购物中心、城市中心店经营情况..... | 5 |
| 图 4：09 年公司营业收入构成..... | 6 |
| 图 5：09 年公司毛利额构成..... | 6 |
| 表 4：公司主要经营业态毛利率变动情况..... | 6 |
| 表 5：综合毛利率较高致使公司盈利能力较强..... | 7 |
| 表 6：外埠门店营业利润变动情况（万元）..... | 7 |
| 表 7：募集资金项目..... | 8 |
| 表 8：募集资金新店项目进展..... | 8 |
| 表 9：按 09 年市盈率预测公司合理股价..... | 9 |

1. 公司概况

天虹商场股份有限公司的前身成立于1984年，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。公司连续多年入选中国连锁百强企业，并且排名逐年提升，2009年位居中国连锁零售百强企业第33位。在百货行业中，公司位居2009年主要连锁百货企业第9位；而广东省内规模其次的广百股份则位列第16位。经过20多年的发展，目前公司已先后在深圳、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84.9万平方米。其中19家位于深圳市，3家位于东莞、2家位于惠州，在广东地区的经营面积合计达53.48万平米，2009年公司实现营业收入80.57亿元，实现归属于母公司所有者的净利润3.56亿元。

2. 法人治理结构较好：国有控股、管理层持股

本次IPO拟向社会公开发行5010万股A股，发行后公司总股本达40,010万股。发行完成后，中国航空技术深圳有限公司（简称“中航技深圳公司”）持有公司39.52%的股权；另外，公司第二大股东五龙贸易有限公司约定将向中航技深圳公司让度16%的投票权，由此中航技深圳公司将拥有相当于公司发行后总股本的55.522%的投票权。由于国资委下属的中国航空工业集团公司间接持有中航技深圳公司67.38%的股权，中国航空工业集团公司为公司的实际控制人。此外，为完善公司法人治理结构、调动管理层的积极性，公司115名管理层人员通过奥轩股份公司及奥尔公司、可来公司和康达特公司间接持有天虹商场3,181.85万股，占公司本次发行后总股本的7.95%。

表1：公司发起人持股情况

| 发起人股东名称 | 发行前持股 (万股) | 股本 比例 | 发行后持股 (万股) | 股本 比例 | 股东性质 |
|--------------|------------------|----------------|------------------|----------------|-------|
| 中航技深圳公司(SLS) | 16,313.85 | 46.61% | 15812.85 | 39.52% | 国有法人股 |
| 五龙贸易有限公司 | 15,504.30 | 44.30% | 15504.30 | 38.75% | 外资法人股 |
| 奥尔公司 | 3,161.90 | 9.03% | 3161.90 | 7.90% | 管理层持股 |
| 可来公司 | 11.90 | 0.03% | 11.90 | 0.03% | 管理层持股 |
| 康达特公司 | 8.05 | 0.02% | 8.05 | 0.02% | 管理层持股 |
| 全国社会保障基金理事会 | 0.00 | 0.00% | 501.00 | 1.25% | 社保基金 |
| 总股本 | 35,000.00 | 100.00% | 40,010.00 | 100.00% | |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

3. 门店拓展：以深圳为根据地 实现跨区域发展

公司的首家门店是深圳深南天虹商场，该商场成立于1984年，营业面积达2.18万平米。自2002年起，公司走上了立足于深圳的跨区域扩张之路，每年平均新增门店超过4家，新增营业面积超过10万平米。截至2009年末，公司合计拥有35家直营连锁商场，营业面积达84.9万平方米。从门店拓展部署上来看，公司坚持“有效益扩张和可持续发展”的原则和“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，目前公司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。

广东地区（尤其是深圳）是公司的优势市场。目前公司在广东省拥有门店24家，其中深圳19家（不包括2008年关闭的深南天虹商场老店），东莞3家，惠州2家；在广东地区的营业面积合计达53.52万平米，占公司营业面积总额的63%。2009年公司广东地区业务实现收入62.4亿元，占公司总额的78.2%。

图 1：公司门店数量变动情况（家）

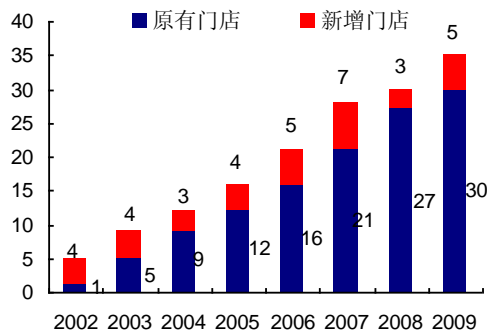
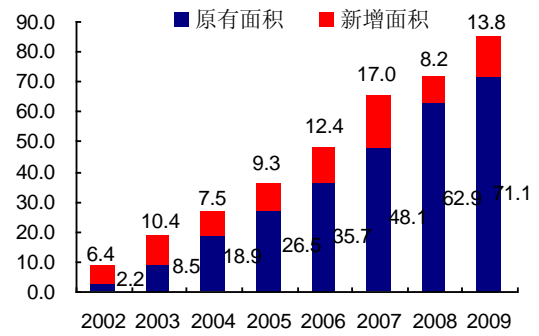


图 2：公司营业面积变动情况（万平方米）



资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

图 3：公司门店网络分布



注：梅林天虹商场、厦门名汇天虹百货为特许经营百货商场。

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

公司根据目标客户群的不同，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。截至 2009 年末，公司拥有社区购物中心 24 家，营业面积约 49 万平方米，占公司面积总额的 57.67%；当年实现营业收入约 57 亿元，占公司主营业务收入的 71.42%；平均坪效达 1.16 万元/平米。公司拥有城市中心店 11 家（不含已关闭的深南天虹商场老店），营业面积约 36 万平方米，占公司面积总额的 42.33%；当年实现营业收入 22.8 亿元，占公司主营业务收入的 28.58%；平均坪效达 6,345.76 元/平米。

表 2：公司下属门店经营情况

| | 商场名称 | 营业面积(平方米) | 开业时间 | 09 年营业收入 | 坪效 |
|---|----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 1 | 深圳龙华天虹商场 | 19,005.74 | 2002.11.25 | 33,818.87 | 17,794.03 |
| 2 | 深圳福民天虹商场 | 12,553.05 | 2002.11.25 | 26,114.27 | 20,803.13 |
| 3 | 深圳创业天虹商场 | 19,128.57 | 2002.11.25 | 35,221.74 | 18,413.16 |
| 4 | 深圳常兴天虹商场 | 31,347.50 | 2003.10.31 | 55,702.43 | 17,769.34 |
| 5 | 深圳龙新天虹商场 | 14,810.01 | 2003.12.9 | 24,737.97 | 16,703.55 |
| 6 | 深圳沙井天虹商场 | 31,888.48 | 2004.5.9 | 34,374.78 | 10,779.69 |
| 7 | 深圳布吉天虹商场 | 17,014.39 | 2004.5.12 | 32,915.15 | 19,345.48 |

| | | | | | |
|----|-------------|-------------------|------------|-------------------|-----------|
| 8 | 深圳双龙天虹商场 | 20,720.75 | 2005.2.3 | 25,226.75 | 12,174.63 |
| 9 | 深圳东门天虹商场 | 25,730.00 | 2005.6.2 | 36,002.12 | 13,992.27 |
| 10 | 深圳前进天虹商场 | 21,048.47 | 2006.1.10 | 29,686.60 | 14,103.92 |
| 11 | 深圳西丽天虹商场 | 17,521.02 | 2006.1.11 | 24,433.82 | 13,945.43 |
| 12 | 深圳松岗天虹商场 | 18,585.21 | 2006.10.8 | 21,266.98 | 11,442.96 |
| 13 | 深圳观澜天虹商场 | 16,660.00 | 2007.10.9 | 17,325.32 | 10,399.35 |
| 14 | 深圳深南天虹新店 | 19,544.02 | 2007.11.21 | 39,040.53 | 19,975.69 |
| 15 | 深圳民治天虹商场 | 20,179.83 | 2007.11.22 | 24,330.04 | 12,056.61 |
| 16 | 深圳沙河天虹商场 | 16,456.00 | 2008.06.12 | 19,532.36 | 11,869.45 |
| 17 | 南昌江大天虹商场 | 13,000.00 | 2002.6.14 | 11,469.83 | 8,822.95 |
| 18 | 厦门汇腾天虹商场 | 19,778.27 | 2003.4.22 | 40,951.25 | 20,705.17 |
| 19 | 东莞常平天虹商场 | 15,350.00 | 2005.8.1 | 12,725.71 | 8,290.36 |
| 20 | 东莞长安天虹商场 | 24,000.00 | 2007.12.28 | 7,723.09 | 3,217.95 |
| 21 | 长沙芙蓉天虹 | 30,000.00 | 2008.12.6 | 11,131.99 | 3,710.66 |
| 22 | 南昌红谷天虹 | 20,000.00 | 2009.9.4 | 2,873.03 | 1,436.52 |
| 23 | 惠州惠阳天虹 | 27,500.00 | 2009.9.12 | 2,638.01 | 959.28 |
| 24 | 杭州萧山天虹 | 17,800.00 | 2009.12.17 | 536.98 | 301.67 |
| | 社区购物中心 | 489,621.31 | | 569,779.62 | 11,637.15 |
| 关闭 | 深南天虹商场 | 21,793.00 | 1984.1.24 | — | — |
| 1 | 深圳天虹购物广场 | 37,780.65 | 2003.12.9 | 47,286.71 | 12,516.12 |
| 2 | 深圳后天虹百货 | 15,373.73 | 2007.11.23 | 8,583.07 | 5,582.95 |
| 3 | 深圳国贸天虹 | 35,697.90 | 2008.12.5 | 22,863.99 | 6,404.86 |
| 4 | 东莞东纵天虹商场 | 26,410.56 | 2004.9.9 | 23,969.89 | 9,075.87 |
| 5 | 惠州天虹商场 | 30,892.02 | 2005.8.1 | 18,664.66 | 6,041.90 |
| 6 | 嘉兴天虹商场 | 19,971.80 | 2006.3.1 | 8,423.36 | 4,217.63 |
| 7 | 福州天虹商场 | 46,486.26 | 2006.7.12 | 19,324.46 | 4,157.03 |
| 8 | 厦门大西洋天虹商场 | 19,488.08 | 2007.1.18 | 30,523.60 | 15,662.70 |
| 9 | 南昌中山路天虹商场 | 54,378.67 | 2007.4.19 | 23,155.83 | 4,258.26 |
| 10 | 苏州金鸡湖天虹 | 50,911.56 | 2009.4.24 | 14,145.21 | 2,778.39 |
| 11 | 北京宣武天虹 | 22,000.00 | 2009.4.25 | 11,120.11 | 5,054.60 |
| | 城市中心店 | 359,391.23 | | 228,060.89 | 6,345.76 |
| | 公司合计 | 849,012.54 | | 797,840.51 | |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

从区域上来看，深圳地区业务属公司重点部分，截至2009年末公司深圳地区拥有门店19家，营业面积达41.1万平方米，占公司面积总额的48.4%；当年实现收入55.8亿元，占公司主营业务收入总额的70%。我们还注意到，由于深圳居民消费水平相对较高、公司门店开店时间较早、当地对公司品牌的认同度较高，深圳地区门店的坪效明显高于外埠。

表3：09年社区购物中心、城市中心店经营情况

| 分类 | 2009年营业收入 | 占比 | 营业面积(平方米) | 占比 | 坪效 |
|-----------|------------|--------|------------|--------|-----------|
| 社区购物中心:深圳 | 479,729.73 | 60.13% | 322,193.04 | 37.95% | 14,889.51 |
| 外埠 | 90,049.89 | 11.29% | 167,428.27 | 19.72% | 5,378.42 |
| 社区购物中心合计 | 569,779.62 | 71.42% | 489,621.31 | 57.67% | 11,637.15 |
| 城市中心店:深圳 | 78,733.77 | 9.87% | 88,852.28 | 10.47% | 8,861.20 |

| | | | | | |
|-------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-----------------|
| 外埠 | 149,327.12 | 18.72% | 270,538.95 | 31.87% | 5,519.62 |
| 城市中心店合计 | 228,060.89 | 28.58% | 359,391.23 | 42.33% | 6,345.76 |
| 公司总计 | 797,840.51 | 100.00% | 849,012.54 | 100.00% | 9,397.28 |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

除社区购物中心和城市中心店两类商场外，公司还拟打造面向高端消费群体的君尚百货，以增强公司对高端品牌供应商的吸引力，提升公司整体市场地位。目前公司正在筹备该品牌体系的首家店，即中航广场项目。该项目地处深圳核心商圈华强北，原为公司的首家门店深南天虹商场的所在店址。2008年7月深南天虹商场所在物业被拆除，将在原址建设地标建筑“中航广场”，公司筹划将在中航广场落成后在其中设立高端百货店君尚百货。该高端百货商场预计面积达1.82万平方米，正常年销售额4.1亿元，正常年净利润2,362万元。

4. 首创“百货+超市+X”经营业态

公司在国内首创“百货+超市+X”的业态组合模式，强调以百货为主体，在百货商场中引入超市和其他业态，将超市打造成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）。这种弹性定制的业态组合模式，强化了业态间的协同效应，有利于满足顾客“一站式”的购物需求，同时也有效提高了公司的整体盈利水平。从公司业务构成来看，2009年百货、超市业务收入占公司收入总额的比重分别达到56%和37%；毛利额占比分别达到57%和34%。

图 4：09 年公司营业收入构成

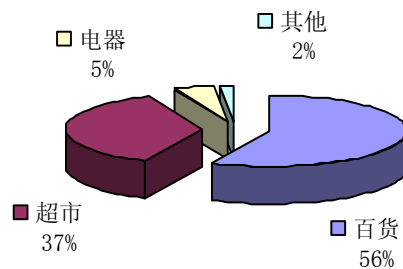
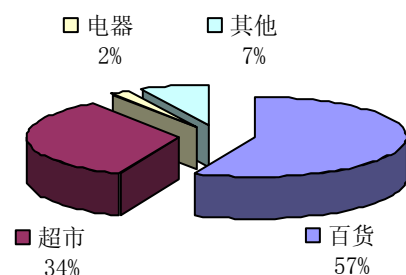


图 5：09 年公司毛利额构成



资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

由于公司目标客户定为于“国内经济发达地区的中高收入居民”，并且采用以百货为主体的“百货+超市+X”的业态经营模式，致使公司综合毛利率水平相对较高。具体来看，百货业态的毛利率最高，2009年达22.67%；超市业态其次（21.51%）；电器业务市场竞争激烈，毛利率较低，尤以专柜经营最低（仅为8.54%）。为应对金融危机影响，2009年公司加大促销力度，致使综合毛利率有所回落。

表 4：公司主要经营业态毛利率变动情况

| 类别 | 经营方式 | 2009 | 2008 | 2007 |
|----|------|--------|--------|--------|
| 百货 | 自营 | — | — | — |
| | 专柜 | 22.67% | 28.30% | 28.52% |
| | 百货小计 | 22.67% | 28.30% | 28.52% |
| 超市 | 自营 | 21.37% | 19.08% | 18.10% |
| | 专柜 | 22.08% | 17.83% | 16.61% |
| | 超市小计 | 21.51% | 18.80% | 17.75% |
| 电器 | 自营 | 14.00% | 14.61% | 12.05% |
| | 专柜 | 8.54% | 7.30% | 6.60% |

| | | | | |
|--------------|------|---------------|---------------|---------------|
| | 电器小计 | 11.01% | 10.62% | 9.14% |
| 综合毛利率 | | 22.96% | 24.30% | 23.78% |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

与同行业上市公司相比，公司盈利能力相对较高，2009年净利润率达4.42%，略低于合肥百货，而高于鄂武商、王府井和银座股份。公司销售规模与鄂武商相当，但由于其综合毛利率较高，导致公司盈利能力略胜一筹。不过我们也注意到：公司的期间费用率高于同行业上市公司，2009年高达16.9%，主要原因有：一是公司绝大部分经营场地系租赁获得，租金较自有物业折旧额略高。2009年公司全部35家门店中，除深南天虹新店、厦门大西洋天虹百货为自有物业外，其他门店均为租赁取得。二是公司近年来新开门店较多，致使培育费用增长较快。

表 5：综合毛利率较高致使公司盈利能力较强

| 2009 年度 | 营业收入 | 净利润 | 综合毛利率 | 期间费用率 | 净利润率 |
|---------|--------|------|--------|--------|-------|
| 天虹商场 | 80.57 | 3.56 | 22.96% | 16.90% | 4.42% |
| 鄂武商 A | 79.38 | 3.18 | 20.16% | 14.54% | 4.00% |
| 王府井 | 110.99 | 4.20 | 18.67% | 13.19% | 3.78% |
| 银座股份 | 52.43 | 1.15 | 18.68% | 14.92% | 2.19% |
| 合肥百货 | 58.85 | 2.89 | 16.51% | 9.82% | 4.91% |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

5. 大部分外埠门店处于培育期

截至2009年末，公司拥有外埠（即深圳以外地区）门店16家。由于新开门店较多，加上各地区消费水平差异较大，导致外埠门店坪效相对较低，2009年为5,465.64元/平米，远低于深圳地区的13,586.42元/平米。从各地区业务具体情况来看：（1）厦门地区业务经营最为突出，两家门店坪效超过1.5万元，盈利能力也逐年提升。（2）东莞地区业务发展状况仅次于厦门，不过我们也注意到，2009年东莞长安天虹商场的亏损额较上年有所扩大，我们认为可能是由于长安镇以电子产业为主导，受金融危机冲击较大所致。（3）公司2006年以来开设的外埠门店绝大多数仍处于培育期内，不过亏损额有所减少，如南昌中山路天虹、福州天虹、嘉兴天虹。（4）少数门店亏损额有所扩大，如长沙芙蓉天虹。

目前，公司在外埠市场中，经营业绩相对较好的只有厦门、东莞、惠州地区，而东莞、惠州地区由于靠近深圳，可以看成是深圳市场的延伸。基于目前公司的状况，我们还不能判断公司跨区域经营的策略是否成功，未来几年公司外埠门店经营业绩弹性较大。一般情况下，大型百货商场的市场培育期为1至3年，建议投资者关注新开外埠门店逐步进入盈利期的进展情况。

表 6：外埠门店营业利润变动情况（万元）

| | 门店名称 | 2009 年 | 2008 年 | 2007 年 | 开业时间 | 2009 年坪效 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1 | 南昌江大天虹商场 | 587.43 | 845.05 | 435.75 | 2002.6.14 | 8,822.95 |
| 2 | 南昌中山路天虹百货 | -1,058.04 | -1,380.81 | -2,472.43 | 2007.4.19 | 4,258.26 |
| 3 | 南昌红谷天虹 | -228.48 | — | — | 2009.9.4 | 1,436.52 |
| 4 | 厦门汇腾天虹商场 | 5,105.53 | 4,867.71 | 3,493.21 | 2003.4.22 | 20,705.17 |
| 5 | 厦门大西洋天虹百货 | 2,717.02 | 2,216.60 | 450.82 | 2007.1.18 | 15,662.70 |
| 6 | 福州天虹百货 | -974.84 | -1,481.70 | -509.98 | 2006.7.12 | 4,157.03 |
| 7 | 东莞东纵天虹商场 | 2,803.87 | 1,831.84 | 783.27 | 2004.9.9 | 9,075.87 |
| 8 | 东莞常平天虹商场 | 746.38 | 584.10 | 292.9 | 2005.8.1 | 8,290.36 |

| | | | | | | |
|----|---------------|---------------|-----------------|---------------|------------|-----------------|
| 9 | 东莞长安天虹商场 | -837.02 | -180.53 | -295.38 | 2007.12.28 | 3,217.95 |
| 10 | 惠州天虹商场 | 936.96 | 505.24 | -96.89 | 2005.8.1 | 6,041.90 |
| 11 | 惠州惠阳天虹 | -459.83 | — | — | 2009.9.12 | 959.28 |
| 12 | 长沙芙蓉天虹 | -1,823.62 | -998.83 | — | 2008.12.6 | 3,710.66 |
| 13 | 嘉兴天虹 | -411.86 | -1,507.52 | -1,543.41 | 2006.3.1 | 4,217.63 |
| 14 | 杭州萧山天虹 | -376.13 | — | — | 2009.12.17 | 301.67 |
| 15 | 苏州金鸡湖天虹 | -3,044.56 | — | — | 2009.4.24 | 2,778.39 |
| 16 | 北京宣武天虹 | -3,364.75 | — | — | 2009.4.25 | 5,054.60 |
| | 外埠门店合计 | 318.06 | 5,301.15 | 537.86 | — | 5,465.64 |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

6. 募集资金项目分析

公司拟发行不超过 5,010 万股人民币普通股，发行价为 40 元/股，募集资金折合 20.04 亿元。不过此次 IPO 募集资金项目仅需投入 10.56 亿元，超募资金高达 9.48 亿元。按项目轻重缓急排序，公司拟将募集资金投资于以下项目：

表 7：募集资金项目

| | 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 | 42,353.00 | 40.09% |
| 2 | 收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业 | 35,000.00 | 33.13% |
| 3 | 仓储加工中心建设项目 | 15,658.30 | 14.82% |
| 4 | 现有 3 家商场装修改造项目 | 8,732.24 | 8.27% |
| 5 | 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、东莞证券研究所

(1) 新设 7 家新商场项目

目前，公司 7 家募集资金新店项目已经全部开业。根据招股意向书的效益测算，预计新商场在开业后第一年将实现日均销售额 444.50 万元，折合全年 162,242.50 万元，坪效接近 8000 元/平米。

表 8：募集资金新店项目进展

| | 项目 | 营业面积 | 开业时间 | 2009 年坪效 |
|---|---------------|-----------|------------|----------|
| 1 | 深圳国贸项目 | 35,697.90 | 2008.12.5 | 6,404.86 |
| 2 | 长沙 BOBO 天下城项目 | 30,000.00 | 2008.12.6 | 3,710.66 |
| 3 | 苏州金鸡湖项目 | 50,911.56 | 2009.4.24 | 2,778.39 |
| 4 | 北京朗琴国际项目 | 22,000.00 | 2009.4.25 | 5,054.60 |
| 5 | 惠州惠阳锦江国际项目 | 27,500.00 | 2009.9.12 | 959.28 |
| 6 | 南昌红谷滩项目 | 20,000.00 | 2009.9.4 | 1,436.52 |
| 7 | 杭州萧山柠檬公寓项目 | 17,800.00 | 2009.12.17 | 301.67 |

资料来源：公司招股意向书、东莞证券研究所

(2) 收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业

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。目前，公司拥有房产所有权的商场为厦门大西洋天虹百货和深南天虹新店两家，其他商场均采用租赁房产的方式。此次收购东莞东纵天虹商场物业，将促使公司自有物业比例提高，有利于公司门店的持续经营，以及增强费用控制能力。

(3) 仓储加工中心建设项目

基于以下两个原因，公司拟利用募集资金在东莞建设新的仓储加工中心。首先，常温仓储的功能和能力不能满足公司发展的需要。按公司发展规划，商场总数每年新增6-8家，至2013年需要出货总量25.80亿元，水果、配菜、熟肉制品等低温产品采购总量需要4.67亿元。其次，生鲜经营的市场竞争日趋激烈，控制生鲜总量成本、强化生鲜产品的后续开发能力、开展跨地区采购、仓储和配货等可有效支撑和扩大生鲜经营。公司选择东莞市大朗镇常虎高速莞樟出口周边作为其仓储加工中心的建设地。该仓储加工中心具备常温仓储和加工两部分功能。

(4) 现有3家商场装修改造项目

公司拟使用8,732.24万元募集资金对南昌江大天虹商场、厦门汇腾天虹商场、双龙天虹商场等经营时间超过五年的3家商场进行装修改造。

7. 估值及风险提示

(1) 按同类上市公司09年市盈率，估算出天虹商场（002419）的合理股价区间为26.69-32.03元。

表9：按09年市盈率预测公司合理股价

| 简称 | 营业收入 | 归属母公司净利润 | 总市值 | 市盈率 | 股价 |
|------|--------|----------|--------|-------|-------|
| 天虹商场 | 80.57 | 3.56 | 128.14 | 36 | 32.03 |
| | | | 106.79 | 30 | 26.69 |
| 鄂武商A | 79.38 | 2.39 | 73.25 | 30.68 | 14.44 |
| 王府井 | 110.99 | 3.84 | 131.80 | 34.29 | 33.54 |
| 银座股份 | 69.49 | 2.08 | 74.77 | 35.99 | 25.88 |
| 合肥百货 | 58.85 | 2.01 | 64.67 | 32.20 | 13.48 |

资料来源：WIND 资讯、东莞证券研究所

(2) 按发行后总股本计算，我们预计公司2010年至2012年的每股收益依次为1.13元、1.29元、1.49元。根据我们的估计，同类上市公司2010年预测市盈率区间为27-31倍，对应公司的合理股价区间为30.51-35.03元。

公司的发行价定为40元，高于我们的估算区间。考虑到目前大盘走熊迹象较为明显，我们认为该股申购风险较大，建议投资者谨慎应对。不过考虑到公司为广东省内连锁百货龙头企业，且外埠扩张势头迅猛，我们认为公司的后续发展仍值得关注。

风险提示：（1）大盘持续弱势，致使新股发行破发的可能性增加。（2）公司外埠门店扩张的效果低于预期。（3）新店选址风险。（4）宏观经济的波动对商业零售行业造成影响。

附表：财务报表预测与比例分析

| 利润表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|---------|----------|----------|----------|-----------|
| 科目(百万元) | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 科目(百万元) | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业总收入 | 8,057.27 | 9,264.53 | 11,117.44 | 12,229.19 | 净利润 | 355.95 | 466.09 | 531.96 | 611.09 |
| 营业成本 | 6,207.22 | 7,133.69 | 8,560.43 | 9,416.47 | 折旧与摊销 | 153.26 | 148.72 | 142.26 | 139.49 |
| 营业税金及附加 | 34.50 | 37.06 | 44.47 | 48.92 | 财务支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 1,223.64 | 1,297.03 | 1,556.44 | 1,712.09 | 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 128.24 | 185.29 | 266.82 | 251.92 | 净营运资本变动 | 659.87 | 154.10 | 378.15 | 202.89 |
| 财务费用 | 9.97 | -10.00 | -20.00 | -15.00 | 经营活动现金流 | 1,169.09 | 768.92 | 1,052.37 | 953.47 |
| 资产减值损失 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -884.79 | -280.02 | 209.68 | -1,708.33 |
| 其他经营收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它投资 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 453.56 | 621.46 | 709.28 | 814.79 | 投资活动现金流 | -884.65 | -280.02 | 209.68 | -1,708.33 |
| 利润总额 | 470.61 | 621.46 | 709.28 | 814.79 | 股权融资 | 0.00 | 1,960.09 | 0.00 | 0.00 |
| 减 所得税 | 114.66 | 155.36 | 177.32 | 203.70 | 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 355.95 | 466.09 | 531.96 | 611.09 | 股利分配及其它 | -140.00 | -135.93 | -155.39 | -178.53 |
| 减 少数股东损益 | 0.00 | 13.00 | 14.00 | 16.00 | 筹资活动现金流 | -140.00 | 1,824.16 | -155.39 | -178.53 |
| 归母公司净利润 | 355.95 | 453.09 | 517.96 | 595.09 | 货币资金净变动 | 144.44 | 2,313.06 | 1,106.66 | -933.39 |

| 资产负债表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 科目(百万元) | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 科目 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 货币资金 | 1,698.19 | 3,866.81 | 4,973.46 | 4,040.08 | 成长能力(YOY) | | | | |
| 应收账款 | 24.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业收入 | 0.00% | 35.00% | 20.00% | 10.00% |
| 预付账款 | 320.91 | 285.35 | 342.42 | 376.66 | 营业利润 | 31.29% | 61.82% | 14.13% | 14.88% |
| 存货 | 204.59 | 277.94 | 333.52 | 366.88 | 归母公司净利润 | 13.50% | 44.48% | 14.32% | 14.89% |
| 其它 | 150.51 | 185.29 | 222.35 | 244.58 | 盈利能力 | | | | |
| 流动资产合计 | 2,399.11 | 4,615.38 | 5,871.75 | 5,028.20 | 销售毛利率 | 22.96% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售净利率 | 4.42% | 4.89% | 4.66% | 4.87% |
| 固定资产合计 | 644.96 | 1,000.00 | 1,200.00 | 1,300.00 | ROE | 39.41% | 15.22% | 15.44% | 15.72% |
| 长期待摊费用 | 278.96 | 129.83 | 77.90 | 46.74 | ROIC | 56.17% | 66.73% | 17.36% | 17.88% |
| 其它 | 610.26 | 11.50 | 11.50 | 1,511.50 | 偿债能力 | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,534.18 | 1,141.33 | 1,289.40 | 2,858.24 | 资产负债率 | 77.04% | 48.28% | 53.16% | 51.99% |
| 资产总计 | 3,933.29 | 5,756.72 | 7,161.15 | 7,886.44 | 流动比率 | 0.79 | 1.66 | 1.78 | 1.40 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 速动比率 | 0.72 | 1.56 | 1.67 | 1.29 |
| 应付账款 | 1,155.65 | 713.37 | 856.04 | 941.65 | 营运能力 | | | | |
| 预收款项 | 1,410.14 | 1,640.75 | 1,968.90 | 2,165.79 | 资产周转率 | 2.50 | 2.11 | 1.72 | 1.63 |
| 其它 | 465.33 | 425.21 | 482.25 | 492.47 | 存货周转率 | 33.72 | 29.98 | 28.00 | 26.89 |
| 流动负债合计 | 3,031.12 | 2,779.32 | 3,307.19 | 3,599.91 | 应收账款周转率 | | | | |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标 | | | | |
| 其它 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 500.00 | 每股收益 | 0.89 | 1.13 | 1.29 | 1.49 |
| 非流动负债合计 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 500.00 | 每股经营现金流 | 2.92 | 1.92 | 2.63 | 2.38 |
| 负债合计 | 3,031.12 | 2,779.32 | 3,807.19 | 4,099.91 | 每股净资产 | 2.25 | 7.41 | 8.32 | 9.36 |
| 实收资本 | 350.00 | 400.10 | 400.10 | 400.10 | 每股股利 | 0.00 | 0.34 | 0.39 | 0.45 |
| 资本公积 | 39.91 | 1,949.90 | 1,949.90 | 1,949.90 | 估值指标 | | | | |
| 留存收益及其它 | 513.26 | 627.47 | 1,004.05 | 1,436.61 | PE | 44.96 | 35.32 | 30.90 | 26.89 |
| 所有者权益合计 | 903.17 | 2,977.47 | 3,354.05 | 3,786.61 | PB | 17.74 | 5.40 | 4.81 | 4.28 |
| 负债和权益总计 | 3,934.29 | 5,756.80 | 7,161.23 | 7,886.52 | EV/EBITDA | 23.49 | 19.06 | 17.43 | 15.43 |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|-----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上 |

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119455

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn