

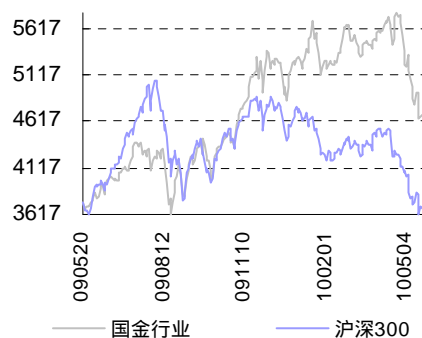
上市定价(人民币): 36.60-42.70元

目标价格(人民币): 44.00-48.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	40.00
发行 A 股数量(百万股)	50.10
总股本(百万股)	350.00
国金百货零售指数	4690.42
沪深 300 指数	2726.02
中小板指数	5371.11



差异化业态组合零售商，从深圳走向全国

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.896	1.017	1.220	1.650	1.993
每股净资产(元)	1.96	2.58	8.30	9.56	11.43
每股经营性现金流(元)	2.12	3.34	2.55	3.67	4.03
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	29.12	59.57	59.57	59.57	59.57
净利润增长率(%)	0.27%	13.50%	37.15%	35.19%	20.78%
净资产收益率(%)	45.63%	39.41%	14.71%	17.25%	17.44%
总股本(百万股)	350.00	350.00	400.00	400.00	400.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **社区店+城市中心店，多层次满足消费者的需要。**社区店在居民区以中高端超市为主百货业为辅为高收入人群提供一站式消费便利，城市中心店在中心城区以百货为主超市为辅并因地制宜搭配 X 业务，更好的吸引客流。截至 09 年底，公司社区店和城市中心店的数量分别为 24 和 11 家。
- **立足深圳，放眼全国，异地扩张初见成效。**截至 2009 年底，天虹在全国已经拥有 35 家门店，其中珠三角地区占 70%左右，09 年收入占比更是达到近 80%。其余门店分布在福建、南昌、北京和苏州等地。10 年公司计划开店 8 家，截至 4 月份已开业 3 家店。11 年以后每年以存量店铺 15%-20%的速度开店。
- **盈利能力普遍高于可比百货和超市类上市公司。**09 年毛利率 23%高出可比上市公司 3 个百分点左右，净利率也高于大多数近年有外延扩张的公司。我们认为公司差异化品类经营特点和在珠三角地区特别是深圳本部地区大量门店的协同效应是高毛利率的主因。
- **内外兼修，公司高成长可期。**内生性增长可比门店 09 年增长 17%以上，新店的减亏和次新店培育期满后的爆发式增长是可比门店高增长的主要来源。外延扩张未来两年每年近 8-10 家门店的开店速度，是公司业绩增长的又一助推器。
- **盈利预测和估值：**我们预测公司 10、11 和 12 年 EPS 分别为 1.22、1.65 和 1.99 元，未来三年复合增长达到 31%。参考同类上市公司 PE 估值水平可以给与 30-35 倍 10 年 PE, 对应股价 36.6-42.7 元。比较近期新股上市当日涨跌幅，结合公司行业属性和未来两年净利润成长性，我们预计天虹商场上市首日涨跌幅在 10%左右，考虑到公司在商业零售股票中独特的业态模式和异地扩张的能力，上市首日涨跌幅不排除超过我们预测的范围达到 20%以上。公司目前上市定价 40 元/股，因此我们预计公司上市首日价格区间应该在 44-48 元之间。

贾仁栋 联系人
(8621)61038200
jiard@gjzq.com.cn

文瑶 联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

社区店+城市中心店，多层次满足消费者的需要。	4
“百货+超市+X”的业态组合模式	4
立足深圳，放眼全国，异地扩张初见成效	6
广东地区最大的连锁百货	6
辐射福建和南昌地区	7
长三角和华北地区需证明	7
军方背景为异地扩张提供必要帮助	7
天虹商场盈利能力和营运能力好于可比上市公司	8
毛利率最高，快速扩张下净利率也好于大多数公司	8
存货周转率高且呈现继续上升趋势	8
资产负债率水平较高	9
预收账款持续上升，团购企业客户资源不断增加	9
内外兼修，公司高成长可期	11
09年公司同店增长 17%以上	11
10年计划开店 8 家，未来每年保持一定的开店数量	11
盈利预测和估值	12
风险提示	16
宏观经济波动，零售行业打折促销活动影响公司毛利率的回升	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：收入分业态	4
图表 2：天虹不同业态对比	4
图表 3：天虹直营 09 年城市中心店和社区店平效对比	5
图表 4：公司门店分布情况	6
图表 5：收入分地区	6
图表 6：天虹商铺数量和面积	7
图表 7：全国各地区经济指标对比	7
图表 8：公司发行后股本结构	8
图表 9：毛利率对比	10
图表 10：净利率对比	10
图表 11：销管费用率对比	10
图表 12：ROE 对比	10
图表 13：收入 YOY	10
图表 14：扣除非经常性损益净利润 YOY	10

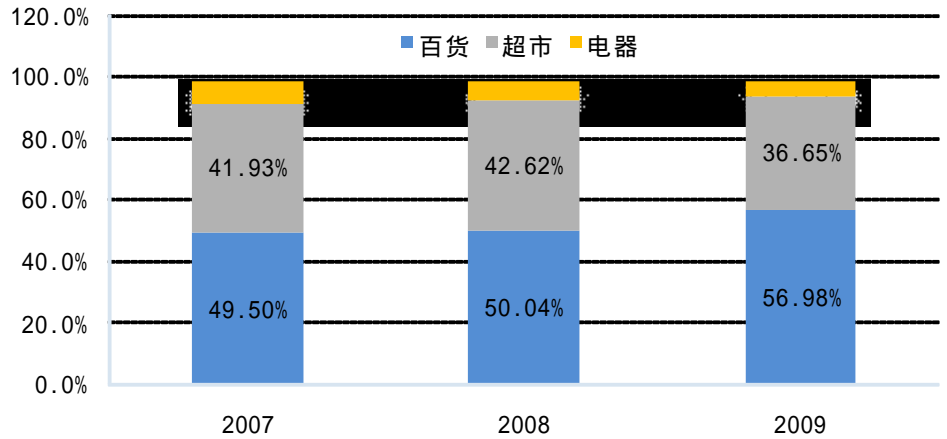
图表 15：存货周转率	10
图表 16：资产负债率对比	10
图表 17：天虹同店增长	11
图表 18：天虹开店数量	11
图表 19：募集资金项目	12
图表 20：城市中心店预测	14
图表 21：社区店预测续	14
图表 22：新门店预测	16
图表 23：可比上市公司相对估值	16
图表 24：近期新股上市发行情况	16

社区店+城市中心店，多层次满足消费者的需要。

“百货+超市+X”的业态组合模式

- 天虹商场了以“百货+超市+X”业态组合为基础构建社区购物中心和城市中心店，主要面向经济发达地区的中高收入居民提供中高档商品零售服务。09年度来看，在整个收入结构中百货类占比在57%，超市类占到37%

图表1：收入分业态



来源：国金证券研究所

- 天虹商场的百货、超市和其他业态采取灵活的结合方式，主要分为两种社区购物中心和城市中心店两种形式。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，强调一次购物的便利性。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。

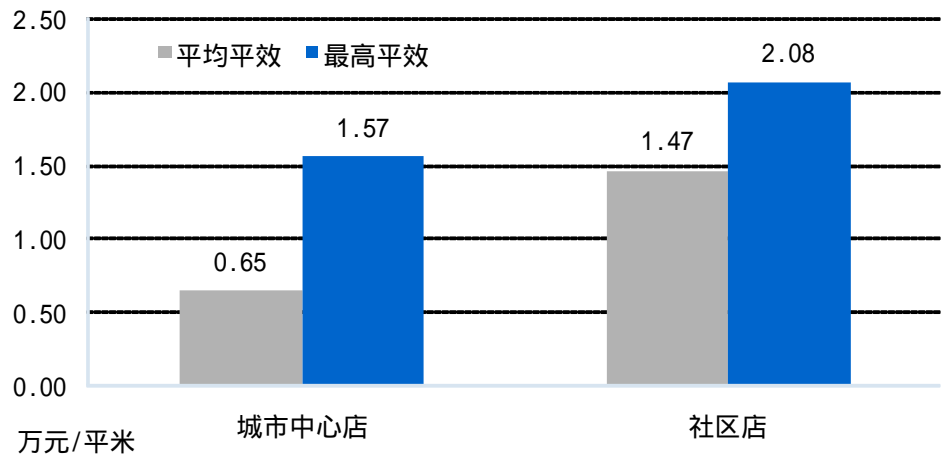
图表2：天虹不同业态对比

	客户年龄	客户月收入	客户需求	店面布局
社区店	20-55岁	2000-8000元	购物的便捷,超市商品更高端与普通大型超市错位竞争	一楼百货二楼超市,超市面积大
城市中心店	26-45岁	5000元以上	注重购物体验与其他百货店直接竞争	地下室超市,1-5楼百货
君尚			筹建中	

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 从直营店经营效率来看，社区店的平效比城市中心店更高。我们认为这一特点与社区店差异化的品类经营和精准的定位客户需求有关。社区店的超市中销售的商品比沃尔玛等大型超市经营的品类更高端，价格也更贵。虽然品类数量和大型超市相比不占优势，但在子品类上给消费者提供的选择更多。天虹社区店的精准定位为其培养了一批追求差异化商品的中高端白领客户群，较贵的商品单价带来较高的客单价，客户对天虹超市经营品类的认可也在一定程度上提高了成交率。另外天虹社区店内百货商品的经营也满足了都市白领一站式购物的需求。天虹城市中心店面对的其他百货店的竞争更为激烈且大部分城市中心店开业少于3年，平效增长情况还有待观察。

图表3：天虹直营09年城市中心店和社区店平效对比



来源：国金证券研究所

- “君尚”百货占领高端市场。为进一步细分市场获取超额利润。除社区购物中心和城市中心店两类商场外，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。

立足深圳，放眼全国，异地扩张初见成效

图表4：公司门店分布情况

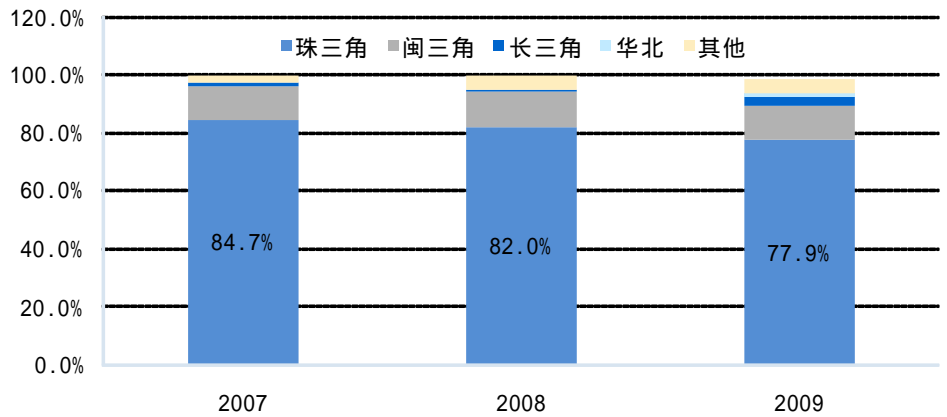


注：梅林天虹商场、厦门名汇天虹百货为特许经营百货商场。

来源：国金证券研究所

广东地区最大的连锁百货

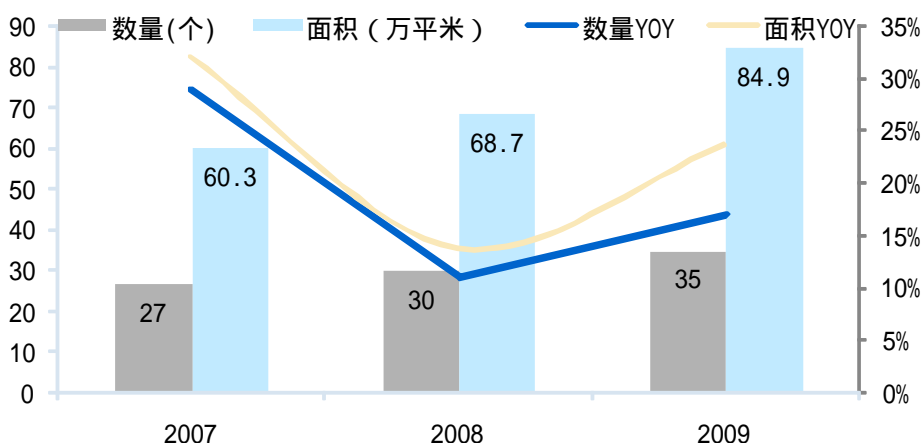
图表5：收入分地区



来源：国金证券研究所

- 公司目前收入主要来自于珠三角地区。09年度来看珠三角收入占比达到了78%，从长期趋势来看珠三角以外地区收入占比稳步提高，说明公司异地扩张的整体战略正在逐步推进。09年底公司35家门店中19家位于深圳，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53.48万平方米，是深圳市及广东省规模最大的连锁百货企业。近三年来门店数量持续上升，总经营面积增速高于店铺数量增速，说明公司的单体店面的面积在不断上升。

图表6：天虹商铺数量和面积



来源：国金证券研究所

- **充分竞争中脱颖而出。**公司总部在深圳，深圳是我国改革开放最早的地区紧邻国际都市香港。深圳地区的经济发展和人民生活水平在全国也都是名列前茅的。深圳历来都是商家的必争之地，零售业竞争充分，消费者对商家服务和品牌的挑剔程度不言而喻。我们认为能够在与国内外百货竞争中发展壮大天虹向全国其他地区扩张过程中，在品牌树立和营运管理上具备基础。另外我国深圳地区服务行业服务意识普遍好于北方同行，天虹在向全国其他地区扩张中能为当地消费者带来更好的消费体验。

图表7：全国各地区经济指标对比



来源：国金证券研究所

辐射福建和南昌地区

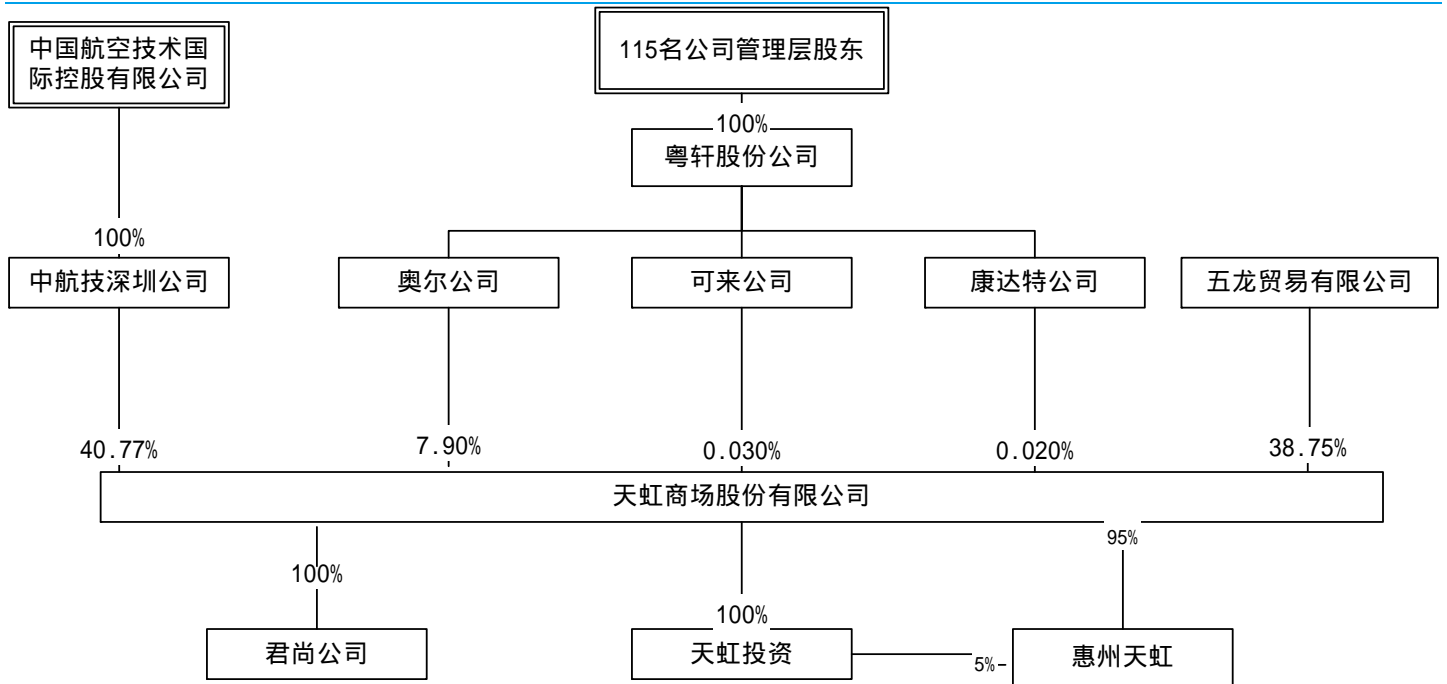
- 公司在广东地区以外第一个走出去的地方是厦门。选择厦门的原因主要是厦门作为特区之一与深圳在经济发展和人民生活方面有一定的相似性。
- 南昌的门店经历了各种考验，在开业五年后盈利，证明了公司在经营上的坚韧和社会关系协调能力。

长三角和华北地区需证明

- 目前公司在长三角和华北地区有四家门店，其中嘉兴店已经盈利，杭州、苏州和北京的门店都是09年才开业的，目前处于培育期。

军方背景为异地扩张提供必要帮助

图表8：公司发行后股本结构



来源：国金证券研究所

- 公司大股东中国航空技术国际控股有限公司（简称中航技控股）发行后持有天虹商场 40.77%的股权。中航技控股是中国航空工业集团公司属下的全资子公司。这一军方背景天虹的异地扩张提供了便利，表现最突出的是公司在南昌发展受限时，大股东深厚的背景帮助公司摆脱了困境。同样是实力雄厚的另一家民营企业虽然进入南昌市场时间更早却在与当地竞争者交锋过程中处于被动地位。相信在公司今后的扩张过程中股东背景的优势将持续发挥作用
- 管理层 115 人持股，占发行后总股本的 7.95%。雄厚的大股东背景与充分的激励相结合保证管理层和股东利益的一致性。

天虹商场盈利能力和营运能力好于可比上市公司

毛利率最高，快速扩张下净利率也好于大多数公司

- 天虹整体毛利率高于百货、超市和电器类的龙头上市公司平均3个百分点左右。广州友谊高端百货的龙头企业毛利率也只有22.6%。天虹百货的定位中高端，招商的品牌中一线品牌很少，因此公司的扣点谈判中掌握一定话语权。天虹超市主要经营的产品中的50%与普通超市项类似。另外50%是中高端的商品主要针对收入较高的白领，这部分商品在一般超市很难见到因此公司在定价上具有一定的自主性，不必担心竞争的比价效应。随着百货业打折促销力度的减小和CPI逐步走高，我们预计天虹综合毛利率将进一步上升。
- 天虹商场 09 年度毛利率达到 23%公司百货业态的毛利率最高，基本稳定在 26-30%的水平，只是由于 2008 年开始的经济危机的影响，公司为扩大销售规模开展促销活动导致 2009 年度毛利率略有下降；超市业务由于公司近年来加大直接采购力度、推行品类管理，2009 年度超市毛利率略有上升；
- 天虹商场 09 年度净利率达到 4.4%，考虑到天虹处于扩张期，新开门店的开办费用和折旧压力大，能达到这个水平已属不易。

存货周转率高且呈现继续上升趋势

- 09年天虹商场的存货周转率达到31与王府井水平相当，相比其他可比上市

公司优势明显。公司的存货主要是超市自营商品和部分自营电器商品，公司在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式，提高了超市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，强化了业态间的协同效应

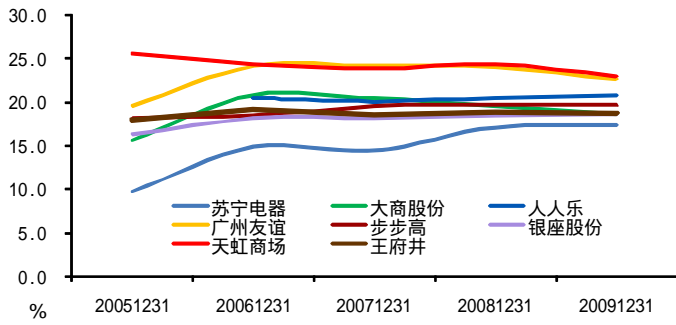
资产负债率水平较高

- 天虹资产负债率水平较高，预计本次募集资金后，资产负债率有望从目前的 77% 下降到 50% 左右水平。

预收账款持续上升，团购企业客户资源不断增加

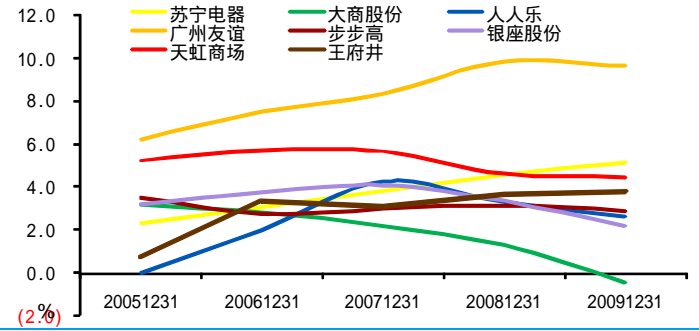
- 天虹 09 年预收账款余额 14.1 亿元，占到当期收入比重的 17.5%。预收账款主要是个人和团购客户购买的购物卡。公司的 VIP 积分卡和消费卡在全国所有门店通用。目前深圳市场因门店较多，会员发展和消费卡发放量较大。预计随着公司扩张战略的继续，未来预收账款在绝对额和占收入比重上都会不断上升。

图表9：毛利率对比

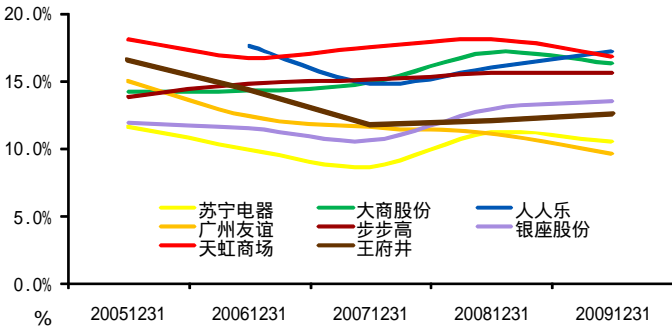


来源：国金证券研究所

图表10：净利率对比

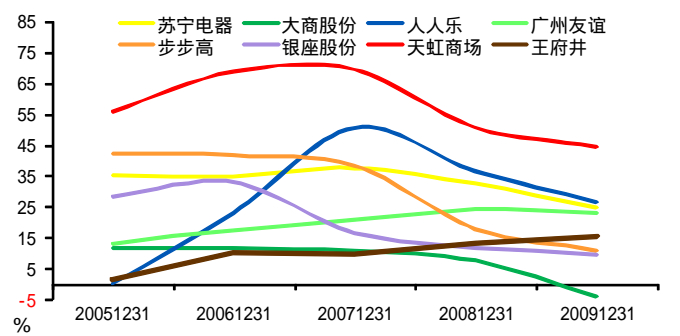


图表11：销管费用率对比

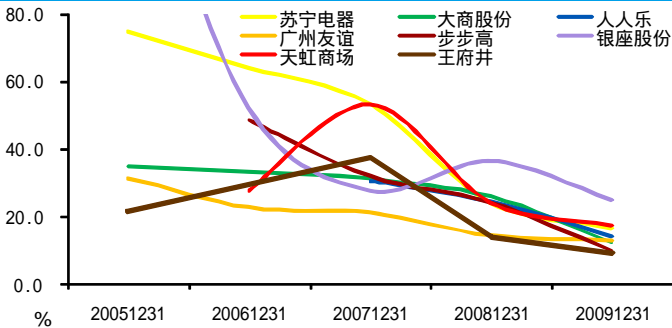


来源：国金证券研究所

图表12：ROE 对比

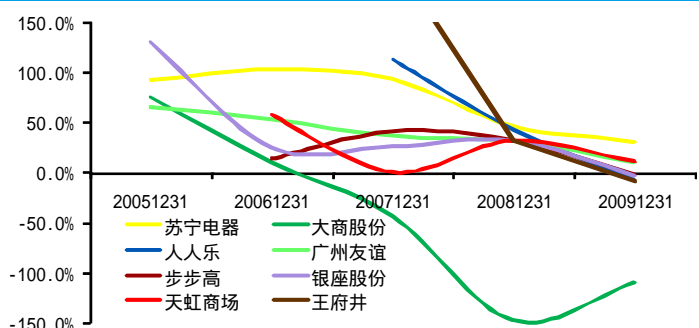


图表13：收入 YOY

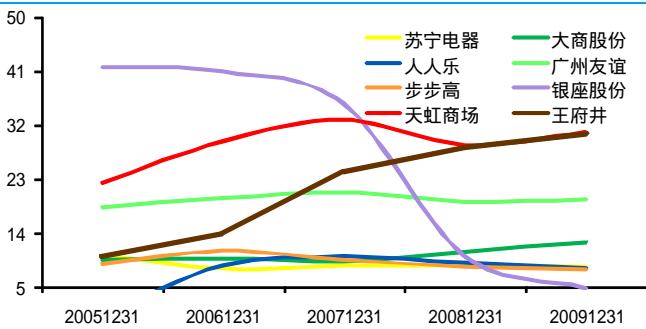


来源：国金证券研究所

图表14：扣除非经常性损益净利润 YOY

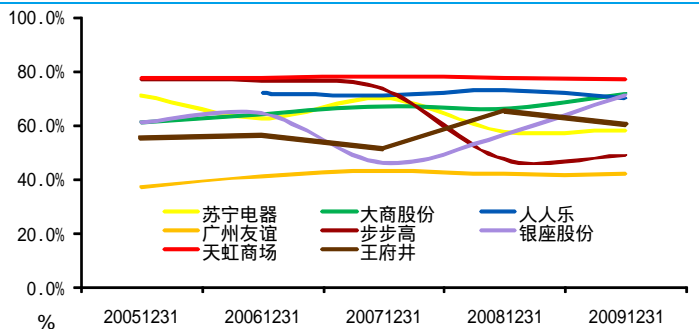


图表15：存货周转率



来源：国金证券研究所

图表16：资产负债率对比

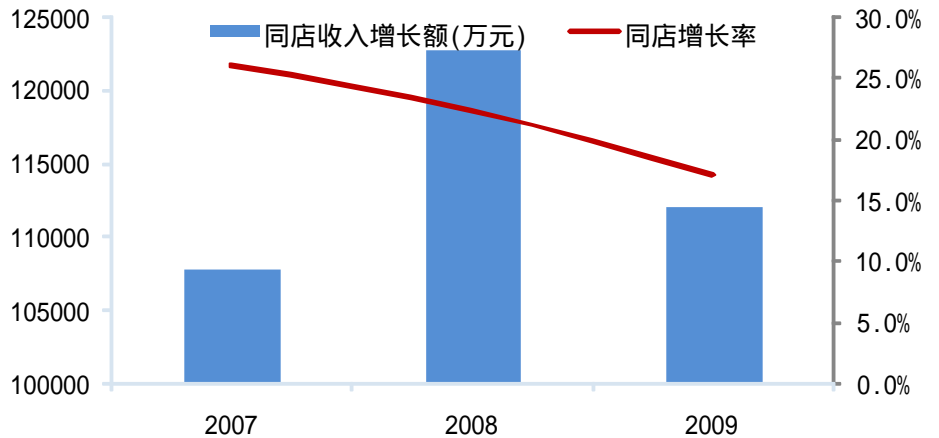


内外兼修，公司高成长可期

09年公司同店增长17%以上

- 09年同店营业收入保持稳定增长，营业收入平均增幅17.12%；随着新开设商场不断成熟，为公司补充新鲜血液，公司业绩呈现持续快速增长的态势。

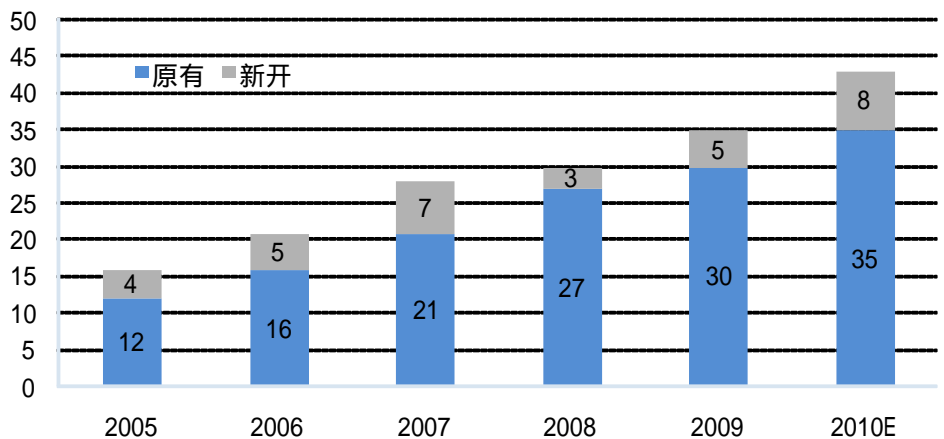
图表17：天虹同店增长



来源：国金证券研究所

10年计划开店8家，未来每年保持一定的开店数量

图表18：天虹开店数量



来源：国金证券研究所

- 公司未来计划以存量门店为基数每年以15-20%（8-10家）左右的速度新开门店。公司在进入新的区域市场时，会以城市中心店为核心树立品牌形象提高消费者认知度，社区店深入居民区合理布点融入当地居民生活。
- 10年公司计划开店8家，截至4月底已开店3家。公司计划在珠三角、长三角、闽三角等重点发展区域稳步开设新店，完善区域零售网络，强化区域优势。适时进入环渤海、西南区等区域的重点城市。
- 公司开店一般是在先期对目标市场充分调研的情况下进行的，成功率很高。目前仅有深南店关闭，主要原因是开店时间较早，物业已经不能满足公司发展的需要。
- 在进入新市场时会通盘考虑后续开店的可能性，不会盲目开单店，而是注

重连锁门店的协同效应，因此后续门店的培育期相对会缩短，也会带来单位固定成本如运输仓储等环节的摊薄。

募投项目新开门店已开业，只需置换

- 公司本次拟募集资金总额为10.56 亿元，分别用于以下项目：（1）投资4.24 亿元用于开设7 家新商场；（2）投资3.5 亿元用于收购东莞愉景东方威尼斯广场部分商业物业；（3）投资1.57 亿元用于建设仓储加工中心；（4）投资8732 万元用于现有3 家商场的装修改造；（5）投资3900 万元用于公司信息管理系统建设。

图表19：募集资金项目

序号	拟投资项目名称	拟投资额(万元)	比例
1	开设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%

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 目前公司募投项目的7家店都已开业，拟用募集资金进行置换。
- 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。09年该店收入近2.4亿元，平效9000元左右。预计改造完成后新东纵天虹与目前公司在东莞市另外两家社区店常平天虹和长安天虹巩固公司在东莞零售市场的强势地位。
- 公司现有仓储管理体系按照“专业化分工、标准化作业、层级化管理”的原则设立和运行，由天虹商场沙河仓储配送中心及3个城市配送中心(南昌、厦门、福州)构成，覆盖范围为全国3省6个城市。沙河仓储配送中心的仓储面积仅1.2万平方米，日最高分拣能力2万箱，年配送能力8亿元，只能满足20家左右商场的的需求，与发展计划所需的仓储能力差距较大。作为连锁百货经营企业，天虹商场已经拥有35家直营百货商场，包括深圳19家商场和外埠16家商场，未来公司还有继续扩张的计划，为满足目前运营和未来发展的需要，公司决定建设仓储加工中心，打造公司连锁百货经营平台，为公司各商场提供仓储加工服务。
- 公司信息化战略规划分为三个阶段，其中第一阶段和第二阶段已分别于2003年和2004年完成，达到了建立稳定的运行系统、大规模进行IT网络基础的建设、重整公司的几大主干流程并用IT手段将之固化，以及建立各种应用的基础平台等发展目标。目前，公司的信息系统建设正处于第三阶段，其目标是逐步构建信息高速公路以实现各种先进的业务应用，在现代化竞争环境下构筑公司的竞争优势。

盈利预测和估值

我们根据天虹各门店情况进行盈利预测。

- 我们根据对天虹现有35家门店的分析发现，社区店的成熟门店（3年以上）平效好于城市中心店平效，前者可以达到2万元/平米以上，后者最高的是厦门店的1.57万元/平米。新店的成长性较好一般在30%以上，两年以上门店的平效成长性有所下降。
- 我们根据对天虹过去几年新门店和次新门店分析发现：城市中心店新门店和次新门店当年收入的中值分别是6700万元和1.45亿元左右；社区店新门

店和次新门店当年收入分别是7000万元和1.95亿元左右。

- 开店数量，根据公司开店的计划我们预计公司10、11、12年分别开设8、8和9家门店。根据目前存量城市店和社区店数量比例在11：24的特点，我们预计10、11和12年天虹分别开设城市店2、2、3家，其余为社区店。

图表20：城市中心店预测

城市中心店	2009	2010E	2011E	2012E
天虹购物广场				
面积(平米)	37781.00	37781.0	37781.0	37781.00
收入(万元)	47286.71	54379.7	59817.7	65799.5
平效(万元/平米)	1.25	1.4	1.6	1.7
YOY	15.4%	15%	10%	10%
东莞东纵天虹商场				
面积(平米)	26411.00	26412.00	26413.00	26414.00
收入(万元)	23969.89	28045.8	32814.9	38394.8
平效(万元/平米)	0.91	1.1	1.2	1.5
YOY	17.2%	17%	17%	17%
惠州天虹商场				
面积(平米)	30892.00	30893.00	30894.00	30895.00
收入(万元)	18664.66	22398.3	26878.9	32255.7
平效(万元/平米)	0.60	0.7	0.9	1.0
YOY	#DIV/0!	20%	20%	20%
嘉兴天虹百货				
面积(平米)	19972.00	19973.00	19974.00	19975.00
收入(万元)	8423.36	8424.36	8425.36	8426.36
平效(万元/平米)	0.42	0.5	0.7	0.9
YOY	56.5%	30%	30%	30%
福州天虹百货				
面积(平米)	46486.00	46487.00	46488.00	46489.00
收入(万元)	19324.46	25122.3	32659.7	42458.6
平效(万元/平米)	0.42	0.5	0.7	0.9
YOY	#DIV/0!	30%	30%	30%
厦门大西洋天虹百货				
面积(平米)	19488.00	19489.00	19490.00	19491.00
收入(万元)	30523.60	32051.4	33655.7	35340.3
平效(万元/平米)	1.57	1.6	1.7	1.8
YOY	#DIV/0!	5%	5%	5%
南昌中山路天虹百货				
面积(平米)	54379.00	54380.00	54381.00	54382.00
收入(万元)	23155.83	23156.83	23157.83	23158.83
平效(万元/平米)	0.43	0.6	0.7	0.9
YOY	#DIV/0!	30%	30%	30%
后天虹百货				
面积(平米)	15374.00	15375.00	15376.00	15377.00
收入(万元)	8583.07	8583.07	8583.07	8583.07
平效(万元/平米)	0.56	0.7	0.9	1.2
YOY	28.9%	30%	30%	30%
国贸天虹				
面积(平米)	35698.00	35699.00	35700.00	35701.00
收入(万元)	22863.99	28580.8	35727.0	44660.0
平效(万元/平米)	0.64	0.8	1.0	1.3
YOY	946.9%	25%	25%	25%
苏州金鸡湖天虹				
面积(平米)	50912.00	50913.00	50914.00	50915.00
收入(万元)	14145.21	18389.1	23906.3	54985.7
平效(万元/平米)	0.28	0.4	0.5	1.1
YOY	#DIV/0!	30%	30%	130%
北京宣武天虹				
面积(平米)	22000.00	22001.00	22002.00	22003.00
收入(万元)	11120.11	14456.8	18794.7	43229.8
平效(万元/平米)	0.51	0.7	0.9	2.0
YOY	#DIV/0!	30%	30%	130%
城市中心店小记				
收入(万元)	228060.89	263588.612	304421.1551	397292.546

来源：国金证券研究所

图表21：社区店预测续

松岗天虹商场				
面积(平米)	18585.00	18586.00	18587.00	18588.00
收入(万元)	21266.98	25521.7	30627.7	36755.3
平效(万元/平米)	1.14	1.4	1.6	2.0
YOY	11.2%	20%	20%	20%
观澜天虹商场				
面积(平米)	16660.00	16661.00	16662.00	16663.00
收入(万元)	17325.32	20791.6	24951.5	29943.5
平效(万元/平米)	1.04	1.2	1.5	1.8
YOY	12.0%	20%	20%	20%
深南天虹商场新店				
面积(平米)	19544.00	19545.00	19546.00	19547.00
收入(万元)	39040.53	40213.8	41422.3	42667.2
平效(万元/平米)	2.00	2.1	2.1	2.2
YOY	35.2%	3%	3%	3%
民治天虹商场				
面积(平米)	20180.00	20181.00	20182.00	20183.00
收入(万元)	24330.04	29197.5	35038.7	42048.6
平效(万元/平米)	1.21	1.4	1.7	2.1
YOY	28.2%	20%	20%	20%
东华北安天虹商场				
面积(平米)	24000.00	24001.00	24002.00	24003.00
收入(万元)	7723.09	9268.1	11122.2	13347.2
平效(万元/平米)	0.32	0.4	0.5	0.6
YOY	12.6%	20%	20%	20%
沙河天虹商场				
面积(平米)	16456.00	16457.00	16458.00	16459.00
收入(万元)	19532.36	23440.3	28130.0	33758.1
平效(万元/平米)	1.19	1.4	1.7	2.1
YOY	254.5%	20%	20%	20%
长沙芙蓉天虹				
面积(平米)	30000.00	30001.00	30002.00	30003.00
收入(万元)	11131.99	14472.1	18814.3	24459.4
平效(万元/平米)	0.37	0.5	0.6	0.8
YOY	#DIV/0!	30%	30%	30%
南昌红谷天虹				
面积(平米)	20000.00	20001.00	20002.00	20003.00
收入(万元)	2873.03	3735.1	4855.9	6313.0
平效(万元/平米)	0.14	0.2	0.2	0.3
YOY	#DIV/0!	30%	30%	30%
惠州惠阳天虹				
面积(平米)	27500.00	27501.00	27502.00	27503.00
收入(万元)	2638.01	3429.5	4458.6	5796.3
平效(万元/平米)	0.10	0.1	0.2	0.2
YOY	#DIV/0!	30%	30%	30%
杭州萧山天虹				
面积(平米)	17800.00	17800.00	17800.00	17800.00
收入(万元)	536.98	698.1	907.5	1179.7
平效(万元/平米)	0.03	0.0	0.1	0.1
YOY	#DIV/0!	30%	30%	30%
社区店小记收入(万元)	569779.62	632084.634	705101.6561	772209.162

来源：国金证券研究所

图表22：新门店预测

新开门店收入小记 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
新店单店首年收入				
中心店		6652.03	6652.03	6652.03
社区店		6967.87	6967.87	6967.87
新店单店次年收入				
中心店		14456.80	14456.80	14456.80
社区店		19532.36	19532.36	19532.36
新开门店家数		8.00	8.00	9.00
新开门店收入小记 (万元)		54795.44	195827.64	289788.61

来源：国金证券研究所

我们预测公司 10、11 和 12 年 EPS 分别为 1.22、1.65 和 1.99 元，未来三年复合增长达到 31%。参考同类上市公司 PE 估值水平可以给与 30-35 倍 10 年 PE, 对应股价 36.6-42.7 元。比较近期新股上市当日涨跌幅，考虑到公司行业属性和未来两年净利润成长性，我们预计天虹商场上市首日涨跌幅在 10%左右，结合公司在商业零售股票中独特的业态模式和异地扩张的能力，上市首日涨跌幅不排除超过我们预测的范围达到 20%以上。公司目前上市定价 40 元/股，因此我们预计公司上市首日价格区间应该在 44-48 元之间。

图表23：可比上市公司相对估值

代码	简称	总股本 (百万股)	总市值 百万元	PE		PB
				2010	2011	
600694.SH	大商股份	293.7	12245.1	42.5	27.1	4.0
002336.SZ	人人乐	400.0	10792.0	36.5	29.0	3.0
600729.SH	重庆百货	204.0	7870.3	40.3	32.9	8.0
002251.SZ	步步高	270.4	6218.3	29.8	23.1	3.8
600858.SH	银座股份	288.9	7280.9	30.8	23.3	3.4
			平均值	36.0	27.0	4.5

来源：国金证券研究所

图表24：近期新股上市发行情况

代码	简称	发行市盈率	首日涨跌幅	净利润成长性		行业
				2010E	2011E	
002403	爱仕达	57	0.05%	47.04%	45.00%	家庭耐用消费品
002404	嘉欣丝绸	47.8	-1.91%	18.90%	43.33%	纺织品、服装与奢侈品
002405	四维图新	80	12.38%	34.92%	39.83%	互联网软件与服务
002406	远东传动	42.2	-6.43%	19.47%	25.69%	汽车零部件
002407	多氟多	59.7	5.00%	46.44%	30.72%	化工
002408	齐祥腾达	43.1	-7.55%	37.74%	20.65%	化工
002409	雅克科技	46.9		13.26%	39.97%	化工
002410	广联达	59.8	未上市	27.88%	20.70%	化工
002411	九九久	72		46.20%	27.88%	化工
002412	汉森药业	55.1		32.69%	28.24%	医药
	平均	56.36	0.26%	32.45%	32.20%	
002419	天虹商场	46.51		37.15%	35.19%	商业零售

来源：国金证券研究所

风险提示

宏观经济波动，零售行业打折促销活动影响公司毛利率的回升

新开拓市场内门店经营低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,532	6,863	8,057	9,505	12,054	14,593
增长率		24.1%	17.4%	18.0%	26.8%	21.1%
主营业务成本	-4,216	-5,195	-6,207	-7,271	-9,161	-11,061
%销售收入	76.2%	75.7%	77.0%	76.5%	76.0%	75.8%
毛利	1,316	1,667	1,850	2,234	2,893	3,531
%销售收入	23.8%	24.3%	23.0%	23.5%	24.0%	24.2%
营业税金及附加	-39	-37	-34	-43	-54	-66
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-888	-1,083	-1,224	-1,473	-1,892	-2,306
%销售收入	16.1%	15.8%	15.2%	15.5%	15.7%	15.8%
管理费用	-81	-162	-128	-152	-193	-233
%销售收入	1.5%	2.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	308	385	464	566	753	927
%销售收入	5.6%	5.6%	5.8%	6.0%	6.3%	6.4%
财务费用	-12	0	-10	65	107	130
%销售收入	0.2%	0.0%	0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	30	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	0	0	0	0	5
%税前利润	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
营业利润	345	384	454	631	860	1,062
营业利润率	6.2%	5.6%	5.6%	6.6%	7.1%	7.3%
营业外收支	32	9	17	20	20	20
税前利润	377	393	471	651	880	1,082
利润率	6.8%	5.7%	5.8%	6.8%	7.3%	7.4%
所得税	-64	-80	-115	-163	-220	-270
所得税率	17.1%	20.2%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	313	314	356	488	660	811
少数股东损益	0	0	0	0	0	14
归属于母公司的净利润	313	314	356	488	660	797
净利率	5.7%	4.6%	4.4%	5.1%	5.5%	5.5%

现金流量表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	488	660	811
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	73	84	92
非经营收益	0	0	0	2	-20	-25
营运资金变动	0	0	0	455	742	733
经营活动现金净流	0	0	0	1,018	1,466	1,612
资本开支	-274	-177	-885	-77	-246	-340
投资	-22	0	0	-1	0	0
其他	-62	0	0	0	0	5
投资活动现金净流	-358	-177	-885	-78	-246	-335
股权募资	0	38	0	1,981	-102	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-40	-211	-155	0	-52	-52
筹资活动现金净流	-40	-172	-155	1,981	-154	-51
现金净流量	-398	-349	-1,040	2,921	1,066	1,226

资产负债表(人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,162	1,554	1,698	4,619	5,685	6,911
应收款项	123	155	175	214	271	327
存货	164	198	205	239	301	364
其他流动资产	56	127	321	111	139	168
流动资产	1,505	2,034	2,399	5,183	6,397	7,770
%总资产	59.8%	66.8%	61.0%	77.1%	78.8%	79.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	696	663	645	1,030	1,233	1,521
%总资产	27.6%	21.8%	16.4%	15.3%	15.2%	15.6%
无形资产	304	328	866	503	483	463
非流动资产	1,012	1,010	1,534	1,536	1,718	1,986
%总资产	40.2%	33.2%	39.0%	22.9%	21.2%	20.4%
资产总计	2,517	3,044	3,933	6,719	8,115	9,756
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,812	2,177	2,781	3,143	3,979	4,807
其他流动负债	158	180	249	256	310	364
流动负债	1,970	2,356	3,030	3,399	4,289	5,170
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,970	2,356	3,030	3,399	4,289	5,171
普通股股东权益	547	687	903	3,320	3,826	4,571
少数股东权益	0	0	0	0	0	14
负债股东权益合计	2,517	3,044	3,933	6,719	8,115	9,756

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.251	0.896	1.017	1.220	1.650	1.993
每股净资产	2.189	1.963	2.580	8.300	9.565	11.427
每股经营现金净流	2.921	2.117	3.340	2.546	3.665	4.030
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	57.15%	45.63%	39.41%	14.71%	17.25%	17.44%
总资产收益率	12.42%	10.30%	9.05%	7.27%	8.13%	8.17%
投入资本收益率	46.69%	44.70%	38.83%	12.78%	14.77%	15.15%
增长率						
主营业务收入增长率	53.10%	24.05%	17.41%	17.96%	26.82%	21.07%
EBIT增长率	22.34%	25.03%	20.37%	21.97%	33.21%	23.00%
净利润增长率	51.96%	0.27%	13.50%	37.15%	35.19%	20.78%
总资产增长率	68.32%	20.90%	29.23%	70.82%	20.77%	20.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.3	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	11.1	12.7	11.8	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	50.4	55.7	59.7	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	45.9	35.3	29.2	36.6	32.0	29.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-212.39%	-226.09%	-188.03%	-139.14%	-148.61%	-150.72%
EBIT利息保障倍数	26.6	1,376.0	46.5	-8.6	-7.1	-7.1
资产负债率	78.26%	77.42%	77.04%	50.59%	52.85%	53.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室