

分析师：张丽华

执业证书编号：S0050210010166

Tel: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



天虹商场 (002419. SZ)

良好的经营模式+正确的门店定位=出色的盈利能力

投资要点

● 公司为百货连锁企业，截止 2009 年年底，公司在深圳、南昌等 11 个城市开设了 35 家直营连锁百货商场，营业面积达 84.86 万平方米；此外，公司还以特许经营方式管理 2 家商场，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。2009 年公司实现营业收入、净利润分别为 80.57 亿元、3.56 亿元。

● **正确的定位+良好的经营模式：**公司首创“百货+超市+X”的经营模式，并将该模式发扬光大，充分发挥了各业态之间的协同效应。超市积聚人气，提高业绩稳定性；百货提高档次，支撑业绩。公司百货商场分为两类，即城市中心店和社区购物中心，在城市间形成“众星拱月”之势，针对不同的消费人群，进行错位经营，实现了各业态的高毛利率。

● **未来发展规划：**公司未来几年每年开设 6—8 家新商场，公司的市场占有率及品牌影响力有望迅速提升。高端商场“君尚”目前正处于积极的筹备阶段，该商场的出现将弥补公司高端市场缺失的空白，有利于提高企业的市场份额。

● **盈利预测与投资风险：**我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.20 元、1.46 元、1.74 元。参考同行业估值水平，我们认为公司合理的市盈率在 25 倍-35 倍之间，40 元发行价格处于公司价值上端，风险较大。投资风险：经济增速放缓将影响公司主营业务发展，延长新店培育期。

合理估值区间(元)

发行上市资料

发行价格(元)	40.00
发行市盈率(倍)	46.51
发行股数(万股)	5010
发行后总股本(万股)	45020
发行日期	2010/5/19
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	招商证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	2.58
总股本/流通 A 股(万股)	40010/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2010 年 5 月 21 日	

相关研究

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	6862.62	8057.27	9991.01	11989.21	14147.27
增长率(%)	24.05	17.41	24.00	20.00	18.00
净利润(百万)	313.61	355.95	478.65	584.76	695.88
增长率(%)	0.27	13.50	34.47	22.17	19.00
EPS(元)	0.90	1.02	1.20	1.46	1.74
毛利率(%)	24.30	22.96	23.68	23.64	23.60
净资产收益率(%)	45.63	39.41	34.25	29.55	26.05

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.76	0.68	78.26	0.00	0.00
2008A	0.86	0.78	77.42	269.51	28.74
2009A	0.79	0.72	77.04	334.23	30.84

来源：招股说明书、民族证券

正文目录

1、公司概况	3
(1)、公司简介	3
(2)、股权结构	3
2、公司业务	4
(1)、主营业务分析	4
(2)、优势分析	6
3、未来发展规划	7
(1)、区域规划	7
(2)、业态模式	8
4、募集资金投向	8
(1)、公司募集资金投向	8
(2)、项目分析	8
5、投资价值分析	10
(1)、盈利预测与估值	10
(2)、风险因素	11

图表目录

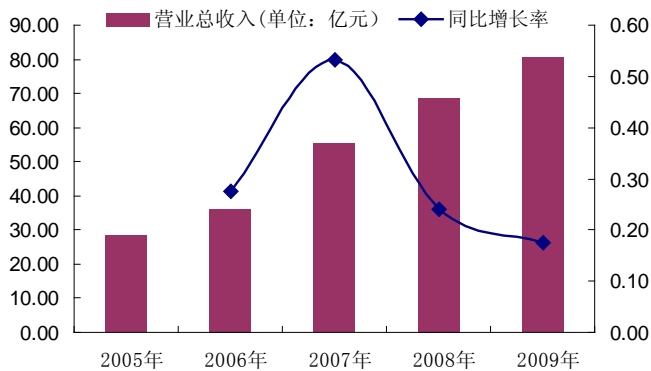
图 1: 2005 年-2009 年营业收入变动情况	3
图 2: 2005 年-2009 年净利润变动情况	3
图 3: 股权结构图	3
图 4: 2007-2009 年各业态收入比例	4
图 5: 主要门店分布区域	6
图 6: 2002 年-2009 年公司门店数量及面积	6
图 7: 2009 年营业收入分布	6
图 8: 主要门店分布区域	9
表 1: 社区购物中心门店	4
表 2: 城市中心店	5
表 3: 2007 年-2009 年各业态毛利率水平	7
表 4: 2007 年-2009 年公司同店增长率	7
表 5: 2007 年-2009 年各业态毛利率水平	7
表 6: 公司募集资金计划投资项目	8
表 7: 新设七家门店情况	8
表 8: 项目收益水平预测	9
表 9: 装修前后 3 家门店收入经营指标对比	10
表 10: A 股零售公司估值	10
附录: 财务预测表	12

1、公司概况

(1)、公司简介

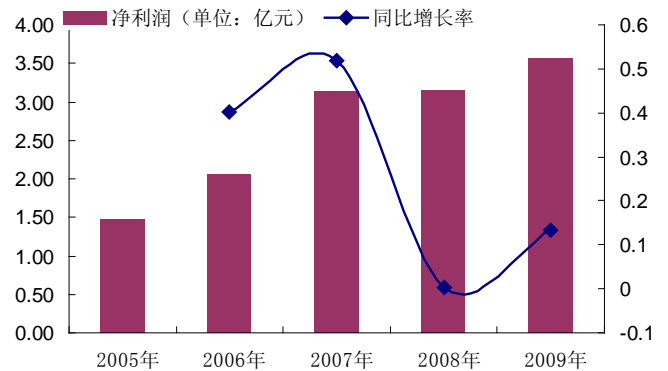
公司是国内著名的连锁百货企业，也是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一。公司成立于 1984 年，截止 2009 年末，公司先后在深圳、南昌、厦门、东莞、惠州、嘉兴、福州、长沙、苏州、北京和杭州 11 个城市开设了 35 家直营连锁百货商场，营业面积达 84.86 万平方米；此外，公司还以特许经营方式管理 2 家商场。公司已连续 8 年入选中国连锁百强企业，是深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。

图 1：2005 年-2009 年营业收入变动情况



资料来源：公司公告，民族证券

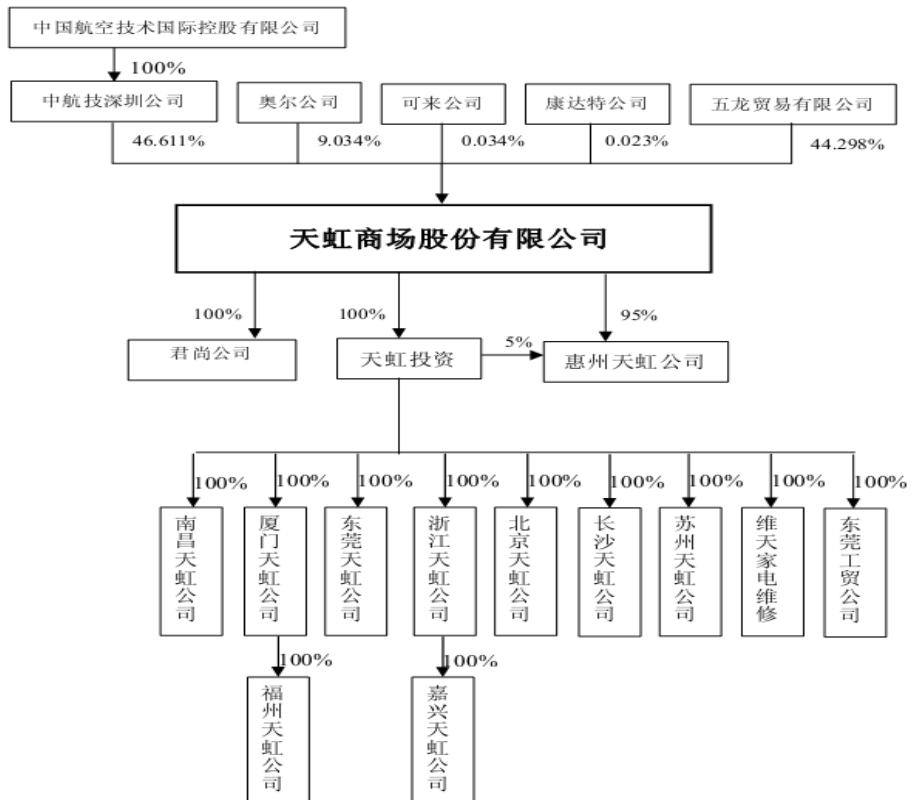
图 2：2005 年-2009 年净利润变动情况



资料来源：公司公告，民族证券

(2)、股权结构

图 3：股权结构图



数据来源：公司公告 民族证券

发行前公司共有五位股东，包括中航技深圳公司、五龙贸易有限公司、奥尔公司、可来公司和康达特公司，其中中航技深圳公司为大股东。公司实际控制人为中国航空工业集团公司。天虹商场 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 3181.85 万股，占公司本次发行前总股本的 9.091%。

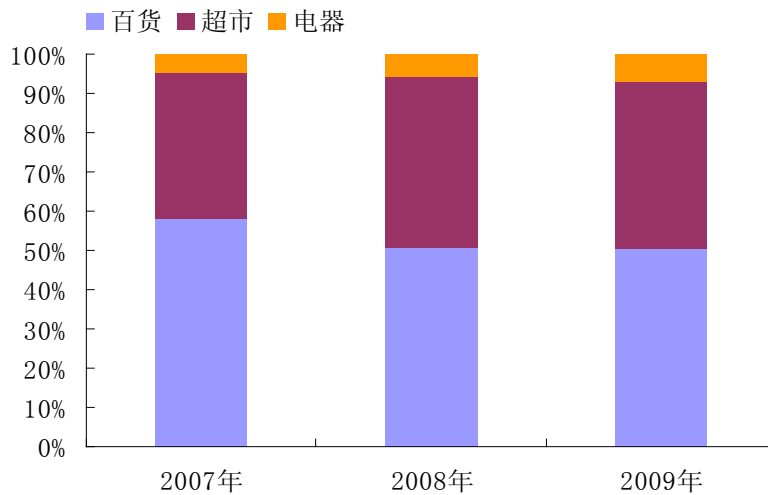
2、公司业务

(1)、主营业务分析

1) 经营模式—百货+超市+X

公司在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式，该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）。2009 年，百货业态占比约 56.98%，超市业态占比约 36.69%，电器占比约 4.63%。

图 4：2007-2009 年各业态收入比例



数据来源：公司公告 民族证券

2) 社区购物中心+城市中心店

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的两种方式经营百货商场。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，强调一次购足和便利性；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，目标顾客以城市中高收入的居民为主，强调商品品牌的可选择性和质量。城市中心店公司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，以“众星拱月”状进行布局。截止 2009 年年底，公司拥有社区购物中心 24 家，城市中心店 11 家。

表 1：社区购物中心门店

序号	商场名称	位置	2009 年度营业收入(单位:万元)
1	龙华天虹商场	深圳宝安区	33,818.87
2	福民天虹商场	深圳福田区	26,114.27
3	创业天虹商场	深圳宝安区	35,221.74

4	常兴天虹商场	深圳南山区	55,702.43
5	沙井天虹商场	深圳宝安区	34,374.78
6	布吉天虹商场	深圳龙岗区	32,915.15
7	双龙天虹商场	深圳龙岗区	25,226.75
8	前进天虹商场	深圳宝安区	29,686.60
9	松岗天虹商场	深圳宝安区	21,266.98
10	西丽天虹商场	深圳南山区	24,433.82
11	东门天虹商场	深圳罗湖区	36,002.12
12	龙新天虹商场	深圳龙岗区	24,737.97
13	观澜天虹商场	深圳宝安区	17,325.32
14	深南天虹新店	深圳福田区	39,040.53
15	民治天虹商场	深圳宝安区	24,330.04
16	沙河天虹商场	深圳南山区	19,532.36
17	厦门汇腾天虹商场	福建省厦门市	40,951.25
18	南昌江大天虹商场	江西省南昌市	11,469.83
19	东莞常平天虹商场	广东省东莞市	12,725.71
20	东莞长安天虹商场	广东省东莞市	7,723.09
21	长沙芙蓉天虹	湖南省长沙市	11,131.99
22	南昌红谷天虹	江西省南昌市	2,873.03
23	惠州惠阳天虹	广东省惠州市	2,638.01
24	杭州萧山天虹	浙江省杭州市	536.98

数据来源：公司公告 民族证券

表 2：城市中心店

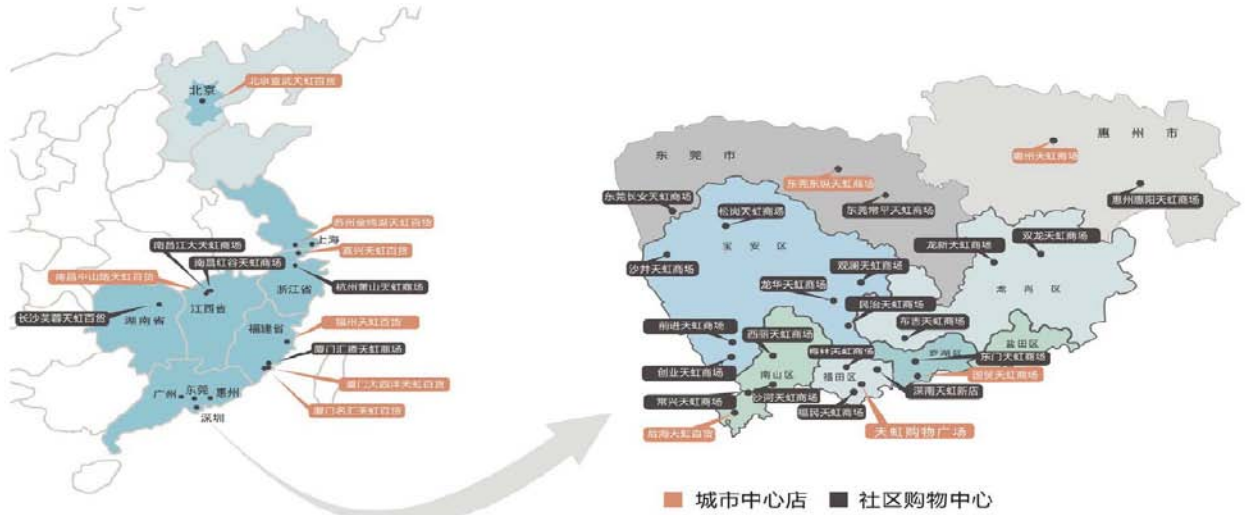
序号	商场名称	位置	2009 年度营业收入(单位:万元)
1	天虹购物广场	深圳福田区	47,286.71
2	后海天虹百货	深圳南山区	8,583.07
3	国贸天虹	深圳罗湖区	22,863.99
4	东莞东纵天虹商场	广东省东莞市	23,969.89
5	惠州天虹商场	广东省惠州市	18,664.66
6	厦门大西洋天虹商场	福建省厦门市	30,523.60
7	福州天虹商场	福建省福州市	19,324.46
8	南昌中山路天虹商场	江西省南昌市	23,155.83
9	嘉兴天虹商场	浙江省嘉兴市	8,423.36
10	北京宣武天虹	北京宣武区	11,120.11
11	苏州金鸡湖天虹	江苏省苏州市	14,145.21

数据来源：公司公告 民族证券

3) 珠三角+长三角+闽三角

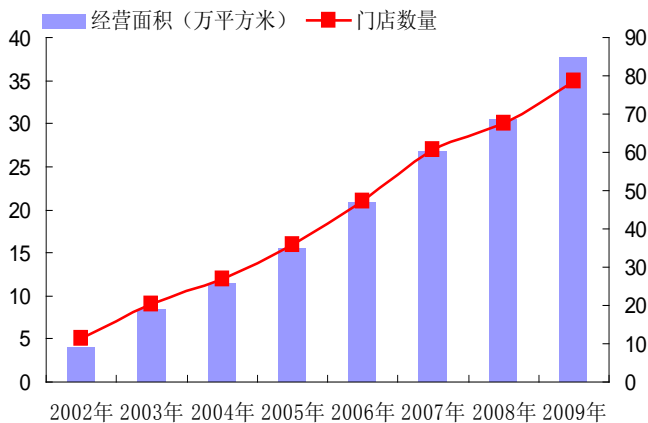
截止 2009 年底，公司拥有的拥有 35 家自营店，分布于 11 个省市，其中深圳 19 家直营商场、外埠 16 家直营商场，2009 年深圳地区收入占公司总收入的 70%。目前，公司已在珠三角地区确立了优势地位，成功进入了福建和江西市场，并开始了长三角地区、华北地区的投入。

图 5：主要门店分布区域



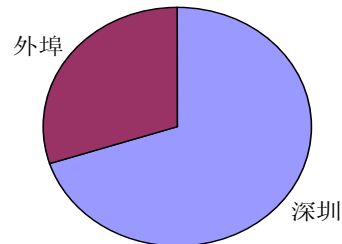
数据来源：公司公告 民族证券

图 6：2002 年-2009 年公司门店数量及面积



资料来源：公司公告，民族证券

图 7：2009 年营业收入分布



资料来源：公司公告，民族证券

4) 君尚百货

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。开设君尚百货能够拓展公司的发展空间，满足市场高端消费需求，增强公司竞争力。

公司已经于 2008 年 11 月 3 日投资设立全资子公司深圳市君尚百货有限公司，目前正在筹备该品牌体系的首家店——中航广场项目。该项目地处深圳核心商圈华强北，是深圳未来最大的城市综合体中航城内中航广场购物中心唯一的主力百货商场。预计 2011 年底开业。

(2)、优势分析

从公司经营数据分析，我们发现相比同行，公司数据呈现毛利率、净利润率较高、净资产收益率远高于行业平均水平的特点。

相比同行业其它上市公司，公司的百货与超市业态毛利率水平处于较高水平。

表 3：2007 年-2009 年各业态毛利率水平

类别	经营方式	2009 年	2008 年度	2007 年度
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%
同行业上市公司平均			21.67%	21.56%

数据来源：公司公告 民族证券

公司成熟门店保持强劲增长，从 2007 年至 2009 年的同店增长率分析，虽然公司受到金融危机，消费低迷的影响，毛利率呈现下降态势，但该数据表现在同行业依然突出。

表 4：2007 年-2009 年公司同店增长率

	2007 年	2008	2009
同店营业收入增长额（万元）	107842.1	122861.47	112140.02
同店营业收入增长比率	26.03%	22.33	17.12%

数据来源：公司公告 民族证券

与同行业上市公司比较，公司扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率也处于较高水平：

表 5：2007 年-2009 年各业态毛利率水平

	2008 年	2007 年
同行业上市公司平均数	10.68%	15.66%
天虹商场	49.05%	48.87%

数据来源：公司公告 民族证券

我们认为公司经营指标表现良好的主要原因有以下几点：

首先，公司直营商场分别定位于社区购物中心和城市心店，其中社区购物中心门店数量居多，销售商品主要为国内二、三线品牌，扣点低，毛利率较高。

其次，公司“百货+超市+X”经营模式充分发挥了各业态的协同作用，超市收入占公司营业收入的比重稳定在 40%左右。超市起到积聚人气的作用，且销售商品主要为居民生活必需品，从 2007 年度的 17.75% 上升到 2008 年度的 18.80%，2009 年度进一步上升到 21.51%，超市的稳定经营有效提高了公司经营的稳定性。

3、未来发展规划

招股说明书中披露，公司计划未来几年每年开设 6—8 家新商场，以目前的开店速度及外地开店成功率计算，公司的市场占有率及品牌影响力在未来几年或迅速上升。

(1)、区域规划

在对外扩张方面，公司优先考虑在经济发达地区，以连锁经营的模式密集布点，以获得区域竞争优势，并逐渐向外辐射、扩大市场份额，成为全国性连锁百货零售企业。

按照“立足珠三角，拓展长三角，辐射闽三角，面向全中国”的发展布局。公司重点发展珠三角、长三角和闽三角，巩固珠三角区域优势，实现长三角和闽三角的相对竞争优势；适时进入渤海、西南区等区域的重点城市，建立未来发展的“桥头堡”。

我们认为公司将主要扩展区域集中在珠三角、长三角及闽三角等中国经济最发达的区域，希望分享当地经济发达、消费强劲的带给零售企业的发展空间，但上述区域市场竞争激烈，市场饱和度相对较高，公司未来将面临更为激烈的竞争形势。

(2)、业态模式

公司重点发展以“百货+超市+X”为基础的“社区购物中心”和“城市中心店”两种业态模式，两者相互配合。城市中心店确立商业地位，社区购物中心占领市场份额。公司还将适时发展“君尚”高端百货商场，开拓高端市场，提升公司的行业领导地位，增加未来的利润来源。

“君尚”高端品牌的建立，弥补了公司高端商场的空白，有利于提高公司的市场占有率，但另一方面高端品牌的引进将从一定程度上稀释公司毛利率水平。

4、募集资金投向

(1)、公司募集资金投向

公司发行前总股本为 3.5 亿股，此次计划发行 5010 万股，占发行后总股本的 12.52%，募集资金主要投向新开商场、收购物业、建设仓储中心、商场改造、信息管理系统建设等项目。公司确定发行价格为 40 元/股，预计募股资金总额为 20.04 亿元，扣除发行费用 9,080.61 万元后，公司预计募股资金净额为 19.13 亿元。

表 6：公司募集资金计划投资项目

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%

数据来源：公司公告 民族证券

(2)、项目分析

1) 开设七家新商场项目

公司本次开设的新商场面积基本在 2-5 万平方米，总面积将达到约 20.40 万平方米，建设期集中在 2008 年和 2009 年。七家新设门店 2009 年底均已开业。

表 7：新设七家门店情况

项目	投资总额(万元)	面积(平米)
深圳国贸项目	6,768.00	35,697.90
长沙 BOBO 天下城项目	5,053.00	30,000.00
苏州金鸡湖项目	8,200.00	27,500.00
北京朗琴国际项目	6,545.00	50,911.56

惠州惠阳锦江国际项目	6,476.00	22,000.00
南昌红谷滩项目	5,110.00	20,000.00
杭州萧山柠檬公寓项目	4,201.00	17,800.00
合计	42,353.00	203,909.46

数据来源：公司公告 民族证券

图 8：主要门店分布区域



数据来源：公司公告 民族证券

2) 购置东莞市愉景东方威尼斯广场的商场房产

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。

收购该房产后，包括东莞东纵天虹商场零售业务及该房产其他面积出租业务在内的项目收益水平如下表：

表 8：项目收益水平预测（单位：万元）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
收入	20,685	27,925	34,906	41,887	48170
净利润	492.32	1,574.10	2,731.96	3,888.97	4926.48
收入	52,987	55,637	58,419	60,171	61976
净利润	5,762.59	6,180.82	6,620.60	6,884.51	7156.33

数据来源：公司公告 民族证券

3) 仓储加工中心建设项目

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。总投资额为 19,800.00 万元，本项目列入募集资金投资计划的金额为 15,658.30 万元。公司选择东莞市大朗镇常虎高速莞樟出口周边作为本仓储加工中心的建设地。

4) 现有店面的装修改造

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。

表 9：装修前后 3 家门店收入经营指标对比（单位：万元）

项目	指标	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
装修前	主营业务收入	59,560.71	59,539	56,994.96	54,083.25	51,315.27
	总成本费用	6,651	6,907.21	7,041.70	7,179.93	7322.03
	净利润	5,100.99	4,869.14	4,326.20	3,751.32	3206.86
装修后	主营业务收入	67,775.09	79,861.00	91,440.51	102,544.10	115,140.74
	总成本费用	8,096.71	8,375.93	8,509.46	8,646.72	8787.81
	净利润	5,279.81	6,896.89	8,519.09	10,032.86	11733.11
净利润增加额		178.82	2,027.75	4,192.89	6,281.54	8,526.26

数据来源：公司公告 民族证券

5) 信息管理系统建设项目

本项目总投资 3,900.00 万元。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。

根据公司战略规划对 IT 技术的要求，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。

5、投资价值分析

(1)、盈利预测与估值

我们假设公司 2010 年-2012 年新开门店数量分别为 8、10、10 家。假设 2010 年-2011 年公司同店增长率为 18%、16%、14%。则公司 2010 年-2010 年收入增长率分别为 24%、20%、18%；净利润增速分别为 34%、22%、19%；对应每股收益为 1.20 元、1.46 元、1.74 元。公司确定的发行价格为 40 元/股，对应的 2010 年-2012 年市盈率分别为 33 倍、27 倍、23 倍。

参考同行业相近公司目前的估值水平，我们认为天虹商场合理的动态市盈率在 25 倍-35 倍之间，40 元的发行价位于公司估值上端，提醒投资者关注投资风险。

表 10：A 股零售公司估值

证券代码	证券简称	市盈率 (PE)			总股本 (万股)
		2010 年	2011 年	2012 年	
000417.SZ	合肥百货	27.61	21.98	17.76	47972.28
000419.SZ	通程控股	25.91	18.45	14.60	35101.63
000501.SZ	鄂武商 A	24.65	19.85	15.49	50724.86
000516.SZ	开元控股	21.23	22.67	18.45	37548.41
000560.SZ	昆百大 A	14.90	11.65		13440.00
000564.SZ	西安民生	21.50	16.65	13.63	30431.18
000679.SZ	大连友谊	8.84	7.05		23760.00
000715.SZ	中兴商业	32.25	19.59	16.27	27900.60
000785.SZ	武汉中商	31.38	25.70		25122.17
000882.SZ	华联股份	45.29	23.58	23.71	49385.05
000987.SZ	广州友谊	24.56	19.47	15.60	35895.81
002187.SZ	广百股份	21.30	16.87	14.18	16888.33
002277.SZ	友阿股份	30.26	22.67	17.45	34920.00

600280.SH	南京中商	28.67	19.09	12.79	14354.18
600306.SH	商业城	-103.01	80.84	64.83	17813.89
600327.SH	大厦股份	22.41	18.29	15.73	32606.99
600628.SH	新世界	23.62	21.70	19.37	53179.93
600631.SH	百联股份	28.73	25.12	22.97	110102.73
600655.SH	豫园商城	25.15	21.53	18.22	79851.22
600682.SH	南京新百	35.81	18.10	10.10	35832.17
600683.SH	京投银泰	14.17	11.17	9.14	74077.76
600693.SH	东百集团	23.48	19.12	16.48	34322.26
600694.SH	大商股份	43.63	27.81	21.77	29371.87
600697.SH	欧亚集团	26.23	20.59	19.17	15908.81
600723.SH	西单商场	88.46	63.68	49.08	40971.80
600729.SH	重庆百货	41.45	33.85	26.98	20400.00
600738.SH	兰州民百	31.86	24.89	25.32	26277.63
600774.SH	汉商集团		100.67		17457.54
600778.SH	友好集团	30.11	24.09	18.28	31149.14
600785.SH	新华百货	24.56	20.64	17.73	20743.13
600814.SH	杭州解百	28.88	24.86	18.19	31038.30
600828.SH	成商集团	31.04	18.19	13.85	36566.64
600838.SH	上海九百	-734.37	2198.30	520.65	40088.20
600856.SH	长百集团	179.65	125.86	98.63	23483.16
600858.SH	银座股份	30.45	23.01	18.75	28892.59
600859.SH	王府井	28.96	23.26	18.88	39297.30
600861.SH	北京城乡	32.17	27.80		31680.49
000759.SZ	武汉中百	27.02	21.56	18.09	68102.15
000829.SZ	天音控股	25.99	19.51	13.46	94690.11
002024.SZ	苏宁电器	19.36	15.40	11.98	699621.19
002264.SZ	新华都	32.06	22.73	17.69	16032.00
002336.SZ	人人乐	36.48	28.98	23.97	40000.00
300022.SZ	吉峰农机	63.30	39.20	22.67	8935.00
600122.SH	宏图高科	24.68	18.51	14.94	44420.00
600361.SH	华联综超	28.24	21.73	17.97	48480.79
600827.SH	友谊股份	24.35	22.90	19.38	47211.64
002251.SZ	步步高	28.01	21.69	18.22	27036.00
002344.SZ	海宁皮城	60.91	34.37	23.62	28000.00
600162.SH	香江控股	10.87	8.56	5.70	76781.26
600415.SH	小商品城	21.64	15.79	12.82	136080.35
600790.SH	轻纺城	57.36	44.91		61877.62
600824.SH	益民商业	41.73	33.82	28.95	73196.32

数据来源：WIND 民族证券 注：以 5 月 20 日收盘价计算

(2)、风险因素

- 1、经济增速放缓，影响公司主营业务经营，延长公司新开门店培育时间；
- 2、租金上涨，增加公司租赁成本。
- 3、开店速度过快，或面临人才紧缺的问题。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2399.11	3142.61	4162.97	5371.31
现金	1698.19	2295.92	3146.81	4179.78
应收账款	24.91	35.58	42.70	42.70
其它应收款	150.51	191.61	229.93	271.32
预付账款	320.91	410.59	492.71	581.39
存货	204.59	208.91	250.82	296.12
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1534.18	1861.04	2157.08	2431.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1511.02	1831.07	2121.11	2381.16
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.16	29.97	35.97	50.13
资产总计	3933.29	5003.66	6320.05	7794.91
流动负债	3030.12	3414.51	4101.12	4844.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1169.25	1462.36	1755.75	2072.87
其他	1860.87	1952.16	2345.37	2771.25
非流动负债	0.00	191.80	239.76	286.91
长期借款	0.00	9.98	17.97	21.96
其他	0.00	181.82	221.78	264.95
负债合计	3030.12	3606.32	4340.87	5131.03
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	903.17	1397.34	1979.18	2671.58
负债和股东权益	3933.29	5003.66	6320.05	7802.60

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1169.00	1379.42	1600.13	1824.15
净利润	355.95	478.65	584.76	695.88
折旧摊销	65.13	179.95	209.95	239.95
财务费用	9.97	6.78	8.48	10.60
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	737.94	714.04	796.93	877.72
投资活动现金流	-885.00	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-673.26	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	-155.00	1000.00	50.00	-50.00
短期借款	0.00	63.97	0.00	0.00
长期借款	0	9.98	17.00	21.00
现金净增加额	129.00	1879.42	1150.13	1274.15

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8057.27	9991.01	11989.21	14147.27
营业成本	6207.22	7625.14	9154.96	10808.51
营业税金及附加	34.50	39.96	47.96	56.59
营业费用	1223.64	1518.63	1810.37	2122.09
管理费用	128.24	159.86	191.83	226.36
财务费用	9.97	-3.00	2.00	5.00
资产减值损失	0.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0.00	0	0	0
营业利润	453.56	638.94	773.50	920.47
营业外收支	17.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	470.61	638.94	773.50	920.47
所得税	114.66	160.29	188.73	224.60
净利润	355.95	478.65	584.76	695.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	355.95	478.65	584.76	695.88
EPS (元)	1.02	1.20	1.46	1.74

	2009	2010E	2011E	2012E
主要财务比率				
成长能力				
营业收入	17.41%	24.00%	20.00%	18.00%
营业利润	18.10%	40.87%	21.06%	19.00%
归属母公司净利	13.50%	34.47%	22.17%	19.00%
获利能力				
毛利率	22.96%	23.68%	23.64%	23.60%
净利率	4.42%	4.79%	4.88%	4.92%
ROE	39.41%	34.25%	29.55%	26.05%
偿债能力				
资产负债率	77.04%	72.07%	68.68%	65.83%
流动比率	79.18%	92.04%	101.51%	110.88%
速动比率	72.42%	85.92%	95.39%	104.77%
每股指标(元)				
每股收益	1.02	1.20	1.46	1.74
每股经营现金	2.21	2.15	3.27	3.72
每股净资产	2.26	3.49	4.95	6.66
估值比率				
P/E	39	33	27	23
P/B	18	11	8	6

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易及旅游行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn