

天虹商场 (002419.SZ)

百货零售行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

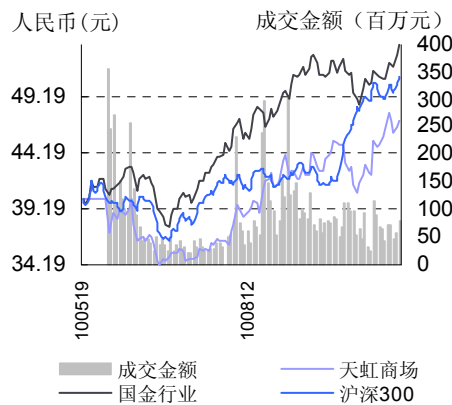
市价(人民币): 47.00元

鲲鹏展翅, 前景广阔的连锁百货企业

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	50.10
总市值(百万元)	18,804.70
年内股价最高最低(元)	47.77/34.19
沪深300指数	3379.98
中小板指数	7363.39



相关报告

1. 《差异化业态组合零售商,从深圳走向全国》, 2010.5.21

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjqz.com.cn

贾仁栋

分析师 SAC 执业编号: S1130210040001
(8621)61038227
jiard@gjqz.com.cn

张斌

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

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	1.233	1.622	2.112
每股净资产(元)	1.96	2.58	3.62	5.24	7.35
每股经营性现金流(元)	2.12	3.34	2.24	4.10	4.86
市盈率(倍)	N/A	N/A	38.12	28.97	22.26
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%	38.59%	31.58%	30.17%
净资产收益率(%)	45.63%	39.41%	34.10%	30.97%	28.73%
总股本(百万股)	350.00	350.00	400.10	400.10	400.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **面向全国扩张的连锁百货企业:** 天虹商场目前拥有直营门店 39 家, 已进入城市 12 个, 立足深圳面向全国连锁零售网络初具规模; 公司采取轻资产扩张模式, 租赁门店经营面积占总面积的 90% 以上。
- **盈利能力优秀, 门店年龄结构轻, 长期增长有保证:** 天虹商场自 2005 年开始收入和利润同步增长, 年复合增长率分别达到 24% 和 20.5%; 2009 年综合毛利率达到 22.96%, 高于同行连锁型百货公司, 其中超市业务毛利率居上市超市企业之首; 公司 2006 年以后新开门店的占比大, 其中已实现盈利的成长期门店 6 家, 培育期门店 15 家, 经营面积占比达到 58%, 为公司未来 3-5 年的高增长提供动力。
- **轻资产扩张做大规模, 差异化经营保证成功率:** 天虹商场根据轻资产特点制定了相适应的扩张模式, 即中小型门店为主, 关注主力商圈, 全面覆盖次级商圈, 以富裕二线城市为扩张重点; 并配合“百货+超市+X”的多业态组合弱化商圈影响, 提高门店存活率, 实现数量取胜。通过优质的供应商管理和客户服务, 公司获得了扩张所需的稳定现金流供应, 从而达到连锁零售业“规模化复制”的理想状态。
- **发展前景广阔, 储备项目丰富:** 未来几年中国的城市化进程有望显著提高, 新商圈和新人口聚居区不断出现为天虹的连锁扩张提供成长空间, 公司有较强的门店拓展团队, 目前储备项目丰富, 未来 3 年年均 6-8 家新开门店的扩张速度有保证。

投资建议

- 我们看好公司的长期增长前景, 并认为其是国内少数有望成功实现全国连锁扩张的百货企业, 结合行业估值情况, 给予公司“买入”评级。

估值

- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别达到 1.23 元、1.62 元和 2.11 元, 给予公司未来 6-12 个月 56.8-59.4 元目标价位, 相当于 35x11PE 和 37x11PE。

风险

- 公司面临新扩张区域门店培育期过长、门店租金上涨幅度过大的风险。

内容目录

公司盈利预测及说明	4
盈利预测的假设条件	4
收入与盈利预测	4
盈利能力优秀，长期增长有保证	6
门店高质量扩张，推动收入稳步增长	6
综合毛利率高于同行，超市经营能力突出	7
门店存活率高，年龄结构轻保证未来高增长	10
扩张战略分析：异地连锁扩张+差异化经营	11
立足深圳市场，面向全国扩张	11
轻资产扩张做大规模，差异化经营保证开店效率	12
优质的供应商与客户管理提供稳定现金流	13
股东背景为异地扩张提供支持	14
发展前景展望：保持高速扩张，创新经营模式	15
储备项目丰富，上市提供发展资金支持	15
发展新业务模式，增加自有物业比重	16
估值与投资建议	17
相对估值	17
绝对估值	18
投资建议	18
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1: 利润表预测 单位：百万元	4
图表 2: 主营业务收入预测及拆分 单位：百万元、万平方米、元/平方米	5
图表 3: 分业态收入及毛利率预测 单位：百万元、万平方米、元/平方米	6
图表 4: 门店总数历年增长情况	7
图表 5: 经营面积及坪效 单位：万平方米、万元/平米	7
图表 6: 历年营业收入及增长率 单位：亿元	7
图表 7: 净利润(扣非后)及增长率 单位：亿元	7
图表 8: 历年门店扩张及经营情况 单位：万平方米、万元/平米·年、亿元	7
图表 9: 同行企业综合毛利率比较	8
图表 10: 综合毛利率及分业态毛利率情况	8
图表 11: 京、沪、广深和西部地区百货公司毛利率比较	8
图表 12: 天虹商场超市业务的毛利率高于同行	9

图表 13: 超市自营和专柜的收入占比及毛利率变动 单位: 百万元	9
图表 14: 天虹商场门店分类及 2009 年经营情况 单位: 万平米、百万元...	10
图表 15: 天虹商场门店及经营面积占比情况 (横轴数据为进入 年份)	11
图表 16: 各城市门店收入占比情况 (2009)	11
图表 17: 已盈利的城市门店营业利润情况 (2009)	11
图表 18: 天虹商场采取以租赁物业为主的轻资产扩张模式	12
图表 19: 天虹商场目标客户及各类门店定位	12
图表 20: 东莞天虹的门店结构及经营情况 (2009) 单位: 万平米、万元.	13
图表 21: 公司债务结构及偿债能力 单位: 百万元	14
图表 22: 公司股东及控股股东情况	14
图表 23: 未开业储备门店的基本情况 单位: 平米、万元	15
图表 24: 百货业主要上市公司估值水平比较 单位: 亿元	17
图表 25: DCF 估值假设条件及结果 单位: 百万元	18
图表 26: 敏感性分析结果	18

公司盈利预测及说明

盈利预测的假设条件

- 我们基于如下几点假设预测公司未来 3 年的盈利状况：
 - 未来两年宏观经济不出现较大波动情况下，公司保持年均 6-8 家的开店速度。
 - 公司现有 11 家亏损门店中 2007 年以前的嘉兴、福州等地 5 家门店继续减亏并在未来 2 年实现盈利；2008 年底以后开的 6 家门店培育期亏损额如期减少。
 - 管理费用和销售费用的控制情况良好，新开门店租金成本推动的销售费用上升幅度与销售收入增长幅度相当。

收入与盈利预测

- 我们对公司 2010-2012 年的收入及盈利预测情况如下：
 - 预测 2010-2012 年天虹商场主营业务收入分别达到 101.97 亿元、135.95 亿元和 173.78 亿元，分别同比增长 27%、33%和 28%。
 - 预测公司未来 3 年毛利率稳定，分别为 23.37%、23.13%和 23.03%，毛利额分别同比增长 28.78%、31.99%和 27.26%。
 - 公司未来 3 年净利润分别达到 4.93 亿元、6.49 亿元和 8.45 亿元，分别同比增长 38.59%、31.58%和 30.17%。

图表1：利润表预测 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E
营业收入	5532.1	6862.6	8057.3	10196.8	13595.4	17377.8
营业成本	4216.3	5195.3	6207.2	7814.3	10450.8	13375.9
营业税金及附加	38.7	37.1	34.5	43.8	58.5	74.7
营业费用	887.9	1083.3	1223.6	1529.5	2012.1	2537.2
管理费用	81.1	161.7	128.2	163.1	221.6	278.0
财务费用	11.6	0.3	10.0	-2.1	-3.2	-4.7
资产减值损失	-30.0	0.9	0.1	0.3	0.1	0.1
投资收益	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	345.5	384.0	453.6	647.8	855.5	1116.6
营业外收支	31.7	9.2	17.1	10.0	10.0	10.0
利润总额	377.2	393.2	470.6	657.8	865.5	1126.6
所得税	64.4	79.6	114.7	164.4	216.4	281.6
归属于母公司净利润	312.7	313.6	356.0	493.3	649.1	844.9
总股本	250.0	350.0	350.0	400.1	400.1	400.1
EPS (元)	1.25	0.90	1.02	1.23	1.62	2.11

来源：国金证券研究所

- 我们按区域拆分天虹门店来预测销售收入，其中各区域已开店未来 3 年的收入同比增长分别为 27%、28%和 20%；考虑未来 3 年年均新开店 8 家的收入增长后，未来 3 年收入同比增速达到 27%、33%和 28%。

图表2: 主营业务收入预测及拆分 单位: 百万元、万平方米、元/平方米

		2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E	
天虹商场	营业收入	4281	5048	5585	6639	7800	8773	
	同比增长		18%	11%	19%	17%	12%	
	总面积	36	41	41	41	41	41	
	坪效	11929	12281	13587	16152	18976	21344	
东莞天虹	营业收入	248	388	444	580	929	1409	
	同比增长		57%	15%	31%	60%	52%	
	总面积	6.58	6.58	6.58	14.16	14.16	14.16	
	坪效	3764	5893	6755	4097	6560	9953	
南昌天虹	营业收入	156	302	375	502	659	838	
	同比增长		94%	24%	34%	31%	27%	
	总面积	6.74	6.74	8.74	8.74	8.74	8.74	
	坪效	2318	4488	4292	5743	7536	9594	
惠州天虹	营业收入	129	170	213	311	490	644	
	同比增长		32%	25%	46%	58%	32%	
	总面积	3.09	3.09	5.84	5.84	5.84	5.84	
	坪效	4167	5496	3648	5323	8385	11031	
浙江天虹	营业收入			5	36	229	458	
	同比增长				574%	532%	100%	
	总面积			1.78	4.56	4.56	4.56	
	坪效			302	794	5019	10038	
厦门天虹	营业收入	510	685	715	778	856	941	
	同比增长		34%	4%	9%	10%	10%	
	总面积	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	3.93	
	坪效	12989	17447	18197	19808	21789	23968	
北京天虹	营业收入			111	321	600	829	
	同比增长				189%	87%	38%	
	总面积			2.20	3.74	3.74	3.74	
	坪效			5055	8593	16056	22156	
苏州天虹	营业收入			141.4521	424	764	993	
	同比增长				200%	80%	30%	
	总面积			5.09	5.09	5.09	5.09	
	坪效			2778	8335	15003	19504	
嘉兴天虹	营业收入	41	54	84	110	129	145	
	同比增长		31%	56%	30%	18%	12%	
	总面积	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	
	坪效	2052	2695	4218	5483	6470	7246	
福州天虹	营业收入	137	161	193	222	256	294	
	同比增长		17%	20%	15%	15%	15%	
	总面积	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	
	坪效	2954	3457	4157	4781	5498	6322	
长沙天虹	营业收入		10	111	223	289	333	
	同比增长			999%	100%	30%	15%	
	总面积		3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	
	坪效		338	3711	7421	9648	11095	
小计	营业收入	5502	6818	7978	10146	13000	15657	
	同比增长		24%	17%	27%	28%	20%	
加盟店	营业收入	7	7	15	30	35	40	
家电维修	营业收入	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	
其他	营业收入	23	37	63				
新开门店情况:					4	8	8	
(2010年四季度再开4家)					估计面积	12	24	24
新开店当年收入估计			20	单店收入	5	70	210	
新开店次年收入估计			100	坪效	2	23	70	
门店第3年收入估计			200	收入小计	20	560	1680	
总计	营业收入	5532	6863	8057	10197	13595	17378	
	同比增长		24%	17%	27%	33%	28%	

来源: 国金证券研究所

- 公司门店培育期在 3 年左右，2007 年新开 7 家门店陆续进入盈利期将推动坪效提高；参考近 3 年新开门店的超市面积占比均在 30% 以内，可以预计未来百货业态贡献的销售收入占比将继续提高。百货业务毛利率随埠外门店增加及品牌档次调高等因素略有下降，超市业务的毛利率随产品价格提高、供应链管理完善、直采比例提高等保持上升。

图表3: 分业态收入及毛利率预测 单位: 百万元、万平方米、元/平方米

	2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E
门店数量	28	30	35	43	51	59
新开店	7	2	5	8	8	8
面积	64	70	85	109	133	157
平均单店面积	2.29	2.33	2.43	2.53	2.61	2.66
坪效	0.86	0.98	0.95	0.94	1.02	1.11
单店销售	1.98	2.29	2.30	2.37	2.67	2.95
营业收入						
百货	2738.2	3434.3	4591.2	5914.2	8157.2	10774.2
收入占比 %	49.5%	50.0%	57.0%	58.0%	60.0%	62.0%
超市	2319.4	2925.0	2952.8	3568.9	4486.5	5387.1
收入占比 %	41.9%	42.6%	36.6%	35.0%	33.0%	31.0%
X	380.3	394.0	372.7	509.8	679.8	868.9
收入占比 %	6.9%	5.7%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	94.2	109.3	140.6	203.9	271.9	347.6
毛利率						
百货 %	28.5%	28.3%	22.7%	23.0%	22.2%	21.7%
超市 %	17.8%	18.8%	21.5%	21.5%	22.0%	22.5%
X %	9.1%	10.6%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
其他业务	-	-	-	95.0%	95.0%	95.0%
综合毛利率	23.78%	24.30%	22.96%	23.37%	23.13%	23.03%

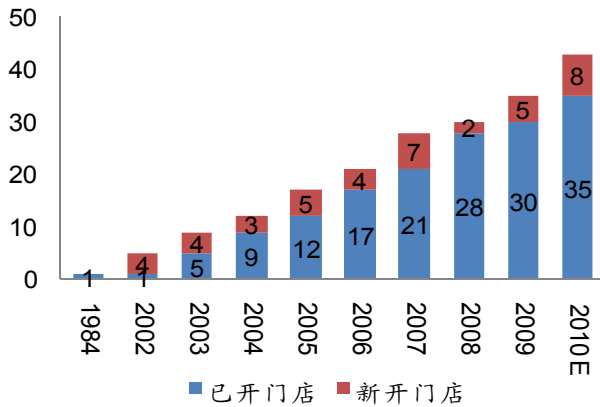
来源: 国金证券研究所

盈利能力优秀，长期增长有保证

门店高质量扩张，推动收入稳步增长

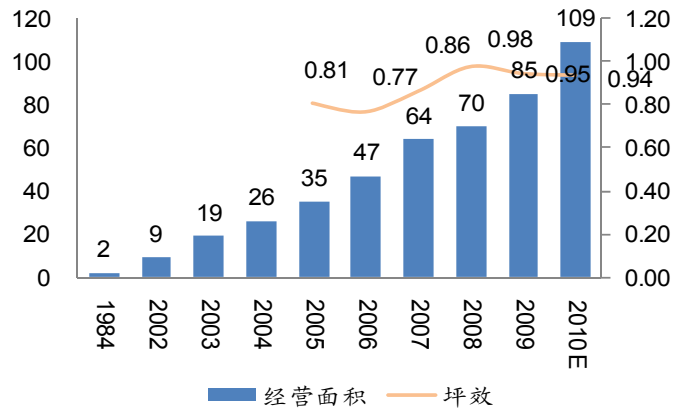
- 2002 年至今，天虹商场的门店数量与销售收入实现同步增长。
 - 截止 2010 年第 3 季度，天虹商场的直营门店从 2002 年的 1 家增加至 39 家，连锁经营面积从 2 万平米增加至 94 万平米，进入深圳、厦门、南昌等 12 个城市。
 - 根据我们预测 2010 年天虹商场销售额将突破 100 亿元，自 2005 年以来的年复合增长率约 24%；扣除非经常性损益后的净利润过去 6 年的年复合增长率达到 20.5%。
 - 天虹过去几年的发展保持了较高的门店扩张质量，销售收入随门店数量稳步增长，单店面积逐步增加的同时，平均单店收入和坪效维持稳中略升的趋势。

图表4: 门店总数历年增长情况

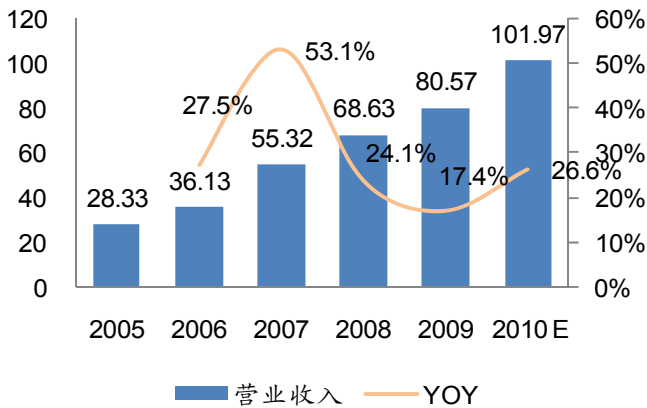


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表5: 经营面积及坪效 单位: 万平米、万元/平米

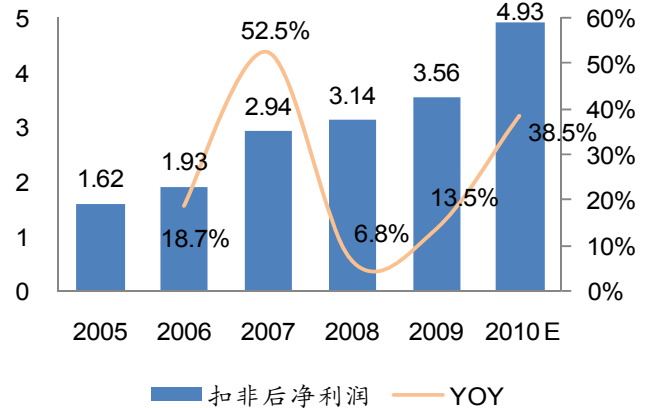


图表6: 历年营业收入及增长率 单位: 亿元



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表7: 净利润(扣非后)及增长率 单位: 亿元



图表8: 历年门店扩张及经营情况 单位: 万平米、万元/平米·年、亿元

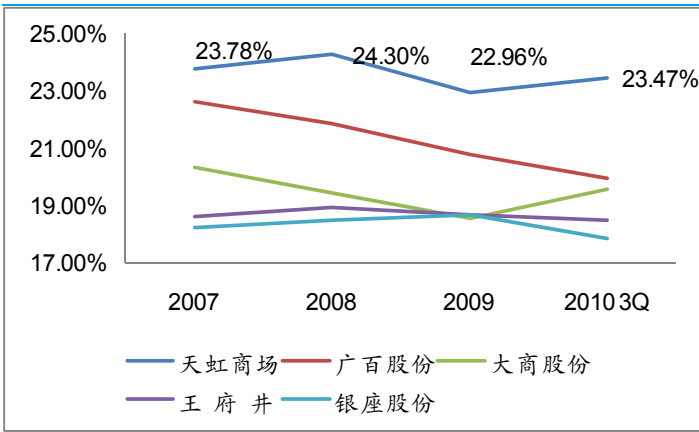
	2005	2006	2007	2008	2009	2010 E
门店数量	17	21	28	30	35	43
新开店	5	4	7	2	5	8
平均单店面积	2.06	2.24	2.29	2.33	2.43	2.53
坪效	0.81	0.77	0.86	0.98	0.95	0.94
单店销售额	1.67	1.72	1.98	2.29	2.30	2.37

来源: 国金证券研究所

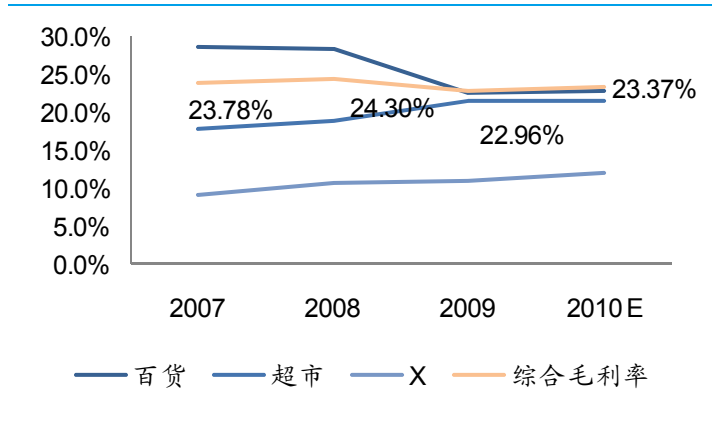
综合毛利率高于同行, 超市经营能力突出

- 综合毛利率是判断百货公司盈利能力的指标, 天虹商场 2009 年综合毛利率达到 22.96%, 显著高于同行连锁百货企业。
 - 天虹商场的综合毛利率比同行连锁百货公司高 3% 左右, 且在过去 3 年时间里维持较平稳水平。
 - 公司百货和超市毛利率的差距逐年缩小, 其中百货毛利率在 2009 年由较大幅度下滑, 而超市毛利率则保持持续上升趋势。

图表9: 同行企业综合毛利率比较



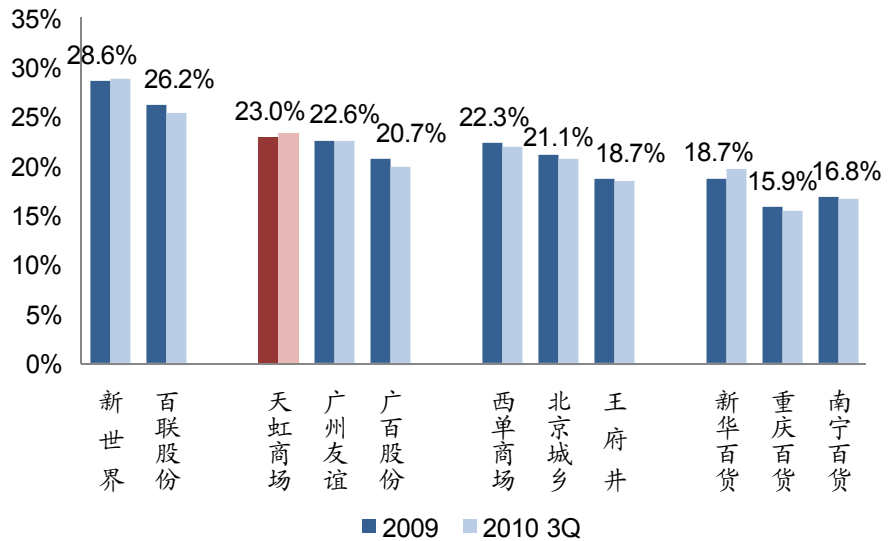
图表10: 综合毛利率及分业态毛利率情况



来源: 聚源数据、国金证券研究所

- 天虹商场百货业务较高毛利率一方面与公司定位及经营管理水平较高有关, 另一方面也受到行业扣点的地域差别影响。
 - 天虹商场以中高端居民为目标客户, 百货招商里中高档品牌占比较大, 这类服装品牌与商场的扣点谈判议价能力低于全国性知名高端品牌, 扣点通常在 25%-30%, 甚至 30% 以上。
 - 中国百货业的扣点有地域性差异: 上海、北京、广深等一线城市寸土寸金, 品牌企业通过进入核心商圈的百货店树立品牌形象和影响力, 百货店的扣点最高, 东南部二线富裕城市的平均扣点次之, 西部和东北地区的平均扣点最低。

图表11: 京、沪、广深和西部地区百货公司毛利率比较

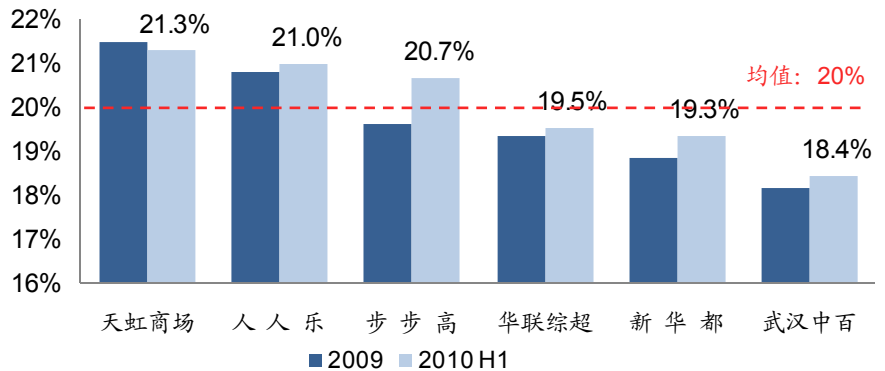


来源: 聚源数据、国金证券研究所

- 未来公司百货业务毛利率水平仍存在下降空间。
 - 毛利率下降是公司门店向深圳地区外扩张, 埠外二级市场门店销售占比提高带来的必然结果; 结合公司经营能力及长期战略考虑, 综合毛利率的下降幅度有限, 稳定后仍有望保持在 20% 的平均水平以上。
 - 2009 年公司毛利率大幅下降 1.33%, 这主要受金融危机后东部沿海城市消费信心下滑, 百货业长期大幅度打折促销影响。

- 公司根据目标客户群消费能力提高而相应调整品牌档次，增加高档品牌商品销售比例，也在一定程度上影响了平均扣点水平，导致毛利率下降。
- 天虹商场的超市经营能力突出，超市业态的毛利率显著高于行业平均水平。
- 2010 中期天虹商场超市业务的毛利率达到 21.3%，在同行业上市公司中居第一位，高于平均水平 1.3%。

图表12: 天虹商场超市业务的毛利率高于同行



来源：聚源数据、国金证券研究所

- 组织架构上，天虹商场没有设立单独的百货和超市事业部，而是以百货门店为单位，对百货和超市实现统一管理，以此实现超市商品定位契合百货店客流的需求。
- 公司将超市定位为“精致超市”，目标客户的价格敏感性相比普通大众较低，对品牌、产品品质和购物环境有一定要求，因此超市的商品选择除满足目标客户日常需求外，侧重产品线的深度安排。
- 天虹的超市自营比重高，主要赚取进销差价，显示企业针对客户需求安排商品组织的能力很强，这种能力主要来源于公司多年的超市管理经验和对目标客户消费习惯的有效把握。

图表13: 超市自营和专柜的收入占比及毛利率变动 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010 H1
超市/总收入	41.9%	42.6%	36.6%	35.1%
其中： 自营	1779.9	2282.2	2347.9	1345.0
占比%	76.7%	78.0%	79.5%	79.7%
专柜	539.4	642.8	604.9	342.3
占比%	23.3%	22.0%	20.5%	20.3%
超市综合毛利率	17.8%	18.8%	21.5%	21.3%
其中： 自营	16.6%	17.8%	22.1%	21.3%
专柜	18.1%	19.1%	21.4%	21.3%

来源：公司公告、国金证券研究所

门店存活率高，年龄结构轻保证未来高增长

- 天虹商场的门店存活率高，门店年龄结构轻，为高增长提供动力。
 - 天虹商场因经营不善而关闭的门店数量少，主要亏损门店大多为培育期经营性亏损；如下表所示 2007 年以前的亏损门店已实现逐年减亏，有望在 2010 年陆续开始盈利。
 - 公司处于成长期和培育期的门店数量占比较多，经营面积占总面积的 58%，随着这部分门店逐年进入盈利期，可为公司未来 3 年的高增长提供保证。

图表14: 天虹商场门店分类及 2009 年经营情况 单位: 万平米、百万元

	成立时间	面积	门店类型	营业收入	营业利润	利润率
成熟期门店						
深南天虹商场	1984.1	2.18	城市中心店	268.59	45.38	16.9%
天虹购物广场	2003.12	3.78	城市中心店	472.87	28.79	6.1%
东莞东纵天虹商场	2004.9	2.64	城市中心店	239.70	28.04	11.7%
惠州天虹商场	2005.6	3.09	城市中心店	186.65	9.37	5.0%
创业天虹商场	2002.11	1.91	社区购物中心	352.22	47.28	13.4%
福民天虹商场	2002.11	1.26	社区购物中心	261.14	27.89	10.7%
龙华天虹商场	2002.11	1.90	社区购物中心	338.19	44.26	13.1%
南昌江大天虹商场	2002.6	1.30	社区购物中心	114.70	5.87	5.1%
常兴天虹商场	2003.10	3.13	社区购物中心	557.02	58.75	10.5%
龙新天虹商场	2003.12	1.48	社区购物中心	247.38	30.46	12.3%
厦门汇腾天虹商场	2003.4	1.98	社区购物中心	409.51	51.06	12.5%
布吉天虹商场	2004.5	1.70	社区购物中心	329.15	41.86	12.7%
沙井天虹商场	2004.5	3.19	社区购物中心	343.75	44.18	12.9%
双龙天虹商场	2005.2	2.07	社区购物中心	252.27	31.67	12.6%
东门天虹商场	2005.6	2.57	社区购物中心	360.02	30.54	8.5%
东莞常平天虹商场	2005.8	1.54	社区购物中心	127.26	7.46	5.9%
前进天虹商场	2006.1	2.10	社区购物中心	296.87	30.11	10.1%
松岗天虹商场	2006.10	1.86	社区购物中心	212.67	19.56	9.2%
西丽天虹商场	2006.1	1.75	社区购物中心	244.34	24.30	9.9%
成长期门店						
国贸天虹商场	2008.12	3.57	城市中心店	228.64	8.48	3.7%
厦门大西洋天虹百货	2007.1	1.95	城市中心店	305.24	27.17	8.9%
深南天虹新店	2007.11	1.95	社区购物中心	390.41	38.57	9.9%
民治天虹商场	2007.11	2.02	社区购物中心	243.30	23.16	9.5%
沙河天虹商场	2008.06	1.65	社区购物中心	195.32	14.53	7.4%
观澜天虹商场	2007.10	1.67	社区购物中心	173.25	9.71	5.6%
培育期门店						
嘉兴天虹百货	2006.3	2.00	城市中心店	84.23	-4.12	减亏1100万
福州天虹百货	2006.7	4.65	城市中心店	193.24	-9.75	减亏500万
南昌中山路天虹百货	2007.4	5.44	城市中心店	231.56	-10.58	减亏300万
后海天虹百货	2007.11	1.54	城市中心店	85.83	-13.13	增亏100万
苏州金鸡湖天虹	2009.4	5.09	城市中心店	141.45	-30.45	培育期亏损
北京宣武天虹	2009.4	2.20	城市中心店	111.20	-33.65	培育期亏损
杭州萧山天虹	2009.12	1.78	社区购物中心	5.37	-3.76	培育期亏损
惠阳天虹商场	2009.9	2.75	社区购物中心	26.38	-4.60	培育期亏损
东莞长安天虹商场	2007.12	2.40	社区购物中心	77.23	-8.37	培育期亏损
长沙芙蓉天虹	2008.12	3.00	社区购物中心	111.32	-18.24	培育期亏损
南昌红谷天虹商场	2008.12	2.00	社区购物中心	28.73	-2.28	培育期亏损
湖州爱山天虹	2010.1	2.78	社区购物中心	-	-	培育期亏损
北京朝阳天虹	2010.4	1.54	社区购物中心	-	-	培育期亏损
东莞黄江天虹	2010.4	2.63	社区购物中心	-	-	培育期亏损
东莞厚街天虹	2010.7	4.96	社区购物中心	-	-	培育期亏损

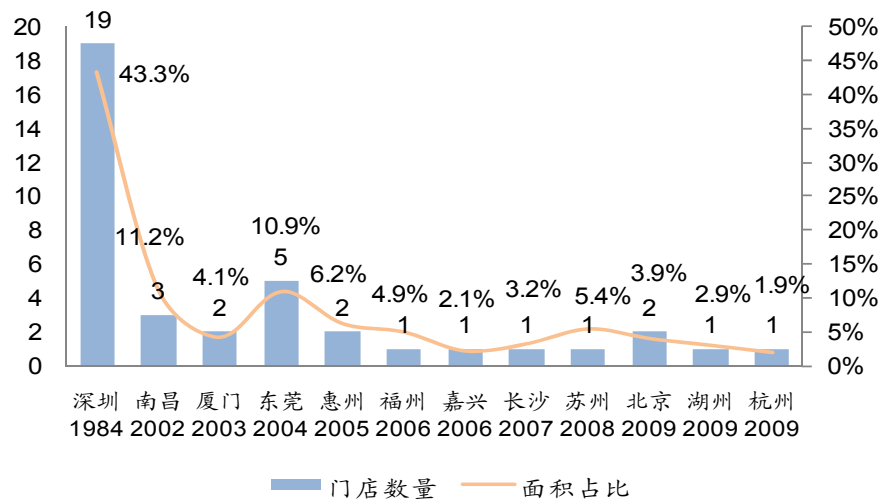
来源: 国金证券研究所

扩张战略分析：异地连锁扩张+差异化经营

立足深圳市场，面向全国扩张

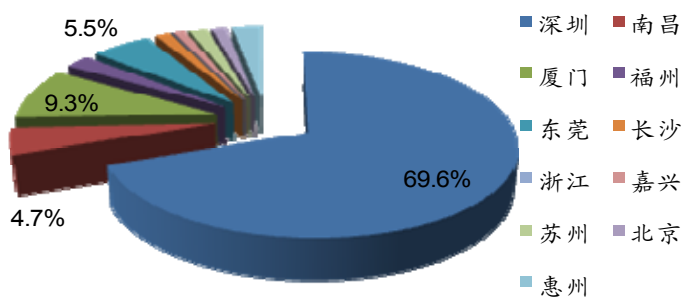
- 天虹商场自 2002 年开始连锁扩张，目前年销售规模近百亿，连锁网络构成成长三角、珠三角、西南区和东南区四大支点，并根据“立足深圳，辐射华南，面向全国”的思路以年均 6-8 家的速度快速发展。
 - 深圳作为公司的发展基地目前已有直营门店 19 家，经营面积 41.1 万平方米，占总面积的 43%；2009 年深圳地区门店的销售收入占总收入比重接近 70%，贡献营业利润占比超过 83%。
 - 南昌、东莞、厦门是公司率先进行异地扩展的区域，主力门店陆续进入盈利期，在了解当地的竞争环境和市场特点后，公司已开始进行密集布点。
 - 从公司 2006 年以后的门店布局看，天虹商场已将东南地区富裕二级城市作为未来的进入重点，而据我们了解湖南、四川等中西部省会城市也已成为公司下一步的关注区域。

图表15：天虹商场门店及经营面积占比情况（横轴数据为进入年份）



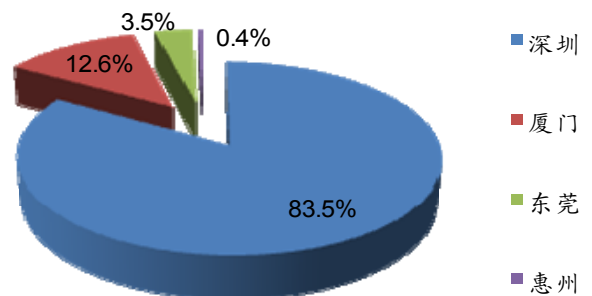
来源：公司公告、国金证券研究所

图表16：各城市门店收入占比情况（2009）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表17：已盈利的城市门店营业利润情况（2009）



轻资产扩张做大规模，差异化经营保证开店效率

- 天虹商场采取以租赁物业为主的轻资产扩张模式。
 - 以自有物业为主的百货扩张模式需要巨额资本投入和高效率的资金退出渠道，以便使用有限资金滚动开发来实现高的资本回报，“商业+地产”模式是此类扩张的主打模式，如茂业国际。
 - 天虹商场以单店起家，连锁扩张之初缺少资金支持，在以规模制胜的连锁零售业，选择初始资本投入小的租赁物业模式快速做大规模是必然结果。

图表18: 天虹商场采取以租赁物业为主的轻资产扩张模式

	自有物业模式	租赁物业模式
代表企业	茂业国际	天虹商场
经营背景	地产和商业地产经营	零售业经营
门店选址	抢占百货零售业制高点，进入中心城市的主力商圈	注重主力商圈，主要大规模覆盖次级商圈
业态组合	百货店+写字楼+公寓	百货+超市
体量规模	40000平米以上大型百货店	20000平米左右中小型百货店
辐射范围	辐射全城，实现中高收入人群全面覆盖	社区为主，瞄准中高端白领为目标客户群
竞争核心	强调商圈作用，注重单店经营质量	强调同城布点，追求数量制胜
经营风险	母公司的地产经营及资金流转健康程度	连锁扩张的盲目性，数量众多分店的管理和控制

来源：国金证券研究所

- 差异化的“百货+超市+X”业态组合克服选址难题，提高门店适应性。
 - 联营模式主导下，中国百货店个性化服务竞争能力弱，百货零售业仍以商圈竞争为主，因此单体百货扩张成功的关键因素之一是“选址”，无法进入中心商圈的单体百货店通常因客流不足而导致培育期过长，最后经营失败。
 - 天虹商场以“百货+超市+X”的多业态组合区别于单一的中小型单体百货，通过创造吸引目标客户的一站式购物环境，弱化商圈影响，增强门店适应性，进而实现在同城的多点开花。
 - 根据门店类型不同，天虹的超市楼层安排和营业面积占比有所差异，城市中心店的超市主要辅助百货销售，一般位于底层，经营面积占比在10%-15%；社区购物中心的超市一般位于二层，以吸引人流往上移动，经营面积占比20%-30%。

图表19: 天虹商场目标客户及各类门店定位

	选址	业态组合	目标客户	消费习惯
城市中心店	· 核心商圈	· 中高端百货为主，超市为辅	· 26-45岁，人均月收入5000元以上（家庭年收入10万元以上）	· 注重购物环境和服务，追求时尚和品牌，价格敏感性低
社区购物中心	· 次级商圈及重要社区	· 满足日常需求的百货+超市	· 20-55岁，普通白领，人均月收入2000-8000元	· 关注价格、质量与服务，追求便利和实惠

来源：国金证券研究所

- “众星拱月”战略强化区域竞争力，提高开店效率。
 - 天虹商场的异地扩张采取“众星拱月”的发展战略，即在同城中以城市中心店树立品牌，通过社区购物中心快速占领市场，首次新开店培育期相对较长，熟悉市场及掌握本地资源后再集中开店。
 - 以东莞地区为例：城市中心店 1 家，社区购物中心 4 家，2010 年公司继续新开店 2 家，厚街天虹体量接近 5 万平米，网点布局基本成型。

图表20: 东莞天虹的门店结构及经营情况 (2009) 单位: 万平米, 万元

东莞天虹	成立时间	经营面积	营业收入	营业利润
城市中心店				
东纵天虹商场	2004.9	2.64	239.70	28.04
社区购物中心				
常平天虹商场	2005.8	1.54	127.26	7.46
长安天虹商场	2007.12	2.40	77.23	-8.37
黄江天虹商场	2010.4	2.63	-	-
厚街天虹商场	2010.7	4.96	-	-

来源：公司公告、国金证券研究所

- 我们相信公司在南昌、厦门、惠州等地的扩张计划也将效仿东莞，门店数量将继续增加，由于已有相对成熟的门店拓展经验，新开店的培育期可有效缩短。
- 基于公司周密的扩张计划和行之有效的展店策略，我们认为天虹 2006 年以后快速铺开进入城市范围的举动是基于其长期发展战略的选择，华东地区的二线城市是公司未来扩张的重点区域之一。
- 调整管理架构，适应异地跨区扩张，协调百货经营的统一和个性化矛盾。
 - 为配合公司实现快速异地扩张，2009 年下半年天虹商场将原来的总部与门店两级管理体制改为“总部-区域-门店”三级管理，将更过的权限由总部下放至区域。
 - 天虹商场的总部除制定企业发展战略、扩张区域及选址外，控制全国性品牌的统一专柜招商、直营、直采等商品管理，同时控制财务管理、人力资源、风险控制及其他公司资源等。
 - 区域管理主要负责地区性品牌的专柜招商、超市物流配送等需要结合当地消费习惯和特点的经营活动；百货门店的管理权限主要集中于与市场和客户贴近的日常经营方面。

优质的供应商与客户管理提供稳定现金流

- 天虹商场由于其良好的供应商管理能力和优质的客户服务，获得扩张所需的稳定现金流供应。
 - 2009 年天虹商场应付账款和预收账款总额达到 25.66 亿元，涨流动负债的比例达到 84.7%，在全部 A 股百货类上市公司中仅次于广州友谊，公司债务结构合理，以供应商占款和预售购物卡为主。
 - 深圳的服装品牌企业众多，很多企业为天虹商场有长期供货合作，分享企业成长；至 2009 年底与天虹有业务往来的专柜供应商达到 3707 家，其中 588 家与公司合作超过 5 年，自营供应商 487 家，其中 170 多家与公司合作超过 5 年。
 - 天虹商场优质的客户服务在业界有良好口碑，顾客黏度高；截止 2009 年底公司共发展会员超过 170 万，VIP 客户消费额占公司总收入的 50%以上，发放购物卡总额超过 10 亿元。

图表21: 公司债务结构及偿债能力 单位: 百万元

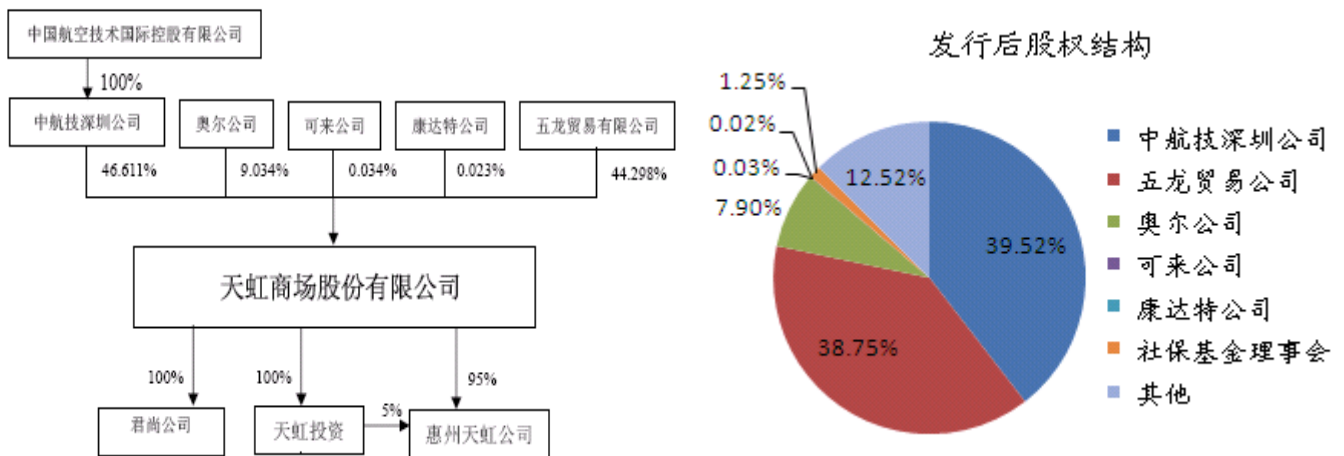
	2005	2006	2007	2008	2009	2010 E
应付账款	387.1	453.3	710.5	876.3	1155.6	1284.5
预收账款	265.8	457.9	898.8	1102.1	1410.1	1835.4
小计	652.9	911.1	1609.2	1978.4	2565.8	3120.0
/流动负债	72.09%	78.61%	81.68%	83.96%	84.68%	84.27%
/资产总额	59.95%	64.10%	63.92%	65.00%	65.23%	60.59%
资产负债率	77.42%	77.49%	78.26%	77.42%	77.04%	71.91%
流动比率	1.08	1.07	0.76	0.86	0.79	0.96
速动比率	0.98	0.99	0.68	0.78	0.72	0.89

来源: 国金证券研究所

股东背景为异地扩张提供支持

- 公司拥有国资背景，在异地扩张时较易获得当地政府的支持。
 - 中国航空工业集团隶属于国资委，持有中国航空技术国际控股有限公司 67.38% 股权，天虹商场控股股东中航技深圳公司是中国航空技术国际控股有限公司的全资子公司；香港五龙贸易公司持有公司 38.75% 股份，为公司第二大股东。

图表22: 公司股东及控股股东情况



来源: 国金证券研究所

- 五龙贸易尽管在持股比例上与大股东接近，但是根据《股权协议》五龙贸易有限公司已经无偿将 16% 股权的股东大会及任何股东决议的投票权授予中航技深圳公司。
- 奥尔公司、可来公司和康达特公司为公司管理层持股公司，涉及公司 115 名管理人员，发行后持股比例为 7.95%。
- 与莱蒙国际集团合作，在商业经营时获得地产开发方面的资源和专业支持。
 - 2010 年 9 月天虹商场与莱蒙国际集团签署《战略合作框架意向备忘录》，莱蒙国际集团是公司股东五龙贸易实际控制人黄俊康控股的地产公司，在香港、长三角、珠三角和成都拥有大量商业地产和住宅项目。

- 天虹商场可通过协作开发、商业租赁和物业购买等方式与莱蒙国际集团开展合作，利用各自在商业项目经营和地产开发方面的资源和专业优势在商业项目的运作上产生协同效应。
- 最显而易见的好处在于：一方面天虹商场可以通过合作获得定制的商业经营场所，增强门店的个性化和服务功能；另一方面公司通过参与开发设计，可有效控制门店的购买或租金成本。

发展前景展望：保持高速扩张，创新经营模式

储备项目丰富，上市提供发展资金支持

- 丰富的项目资源储备可保证天虹商场未来 3 年的高速扩张。
 - 公司拥有 70 多人的门店拓展团队，通常针对目标进入区域进行半年左右的市场调查，以制定开店规划和差异化经营策略。
 - 目前公司有门店储备项目 16 个，总经营面积达到 47 万平米，其中深圳本埠经营面积占比 25%，华东区域经营面积占比 32%，其余分布在中部湖南、江西等地。
 - 储备项目仍以租赁物业为主，但自有物业的投资比重已有所增加，自有物业经营面积达到 9.2 万平米，占总储备物业面积的 20%。

图表23：未开业储备门店的基本情况 单位：平米、万元

门店	地点	面积	投资额	开业时间	备注
1 东方威尼斯广场	东莞	36000	35000	2011	该项目完成后，东莞东纵店将升级为地区旗舰店
2 湖州爱山广场	湖州	27800	3072	2010.10	
3 溧阳平陵广场	常州	24000	3093	2010.12	
4 横岗信义	深圳	25000	4088	2010.12	
5 泉州世纪嘉园	泉州	24500	2513	2011	
6 娄底万豪城市广场店	娄底	33000		2012	20 年租金 2.84 亿，自开业起付
7 苏州木渎新华商业广场	苏州	39000	2654	2012	
8 柯桥蓝天影视文化中心	绍兴	33000	3039	2012	
9 南昌京东购物广场	南昌	30000	2632	2012	含 20 年租金的投资额 17507 万元
10 总部大楼旗舰店	深圳	39000		2013	自有物业
11 龙岗坪山店	深圳	16629		-	20 年租金 1.1 亿，自房产交付日起
12 株洲银天商业广场店	株洲	33552	2849	2013	20 年租金 4.09 亿，自开业起付
13 青岛诺德广场店	青岛	47000	4037	-	20 年租期
14 金华世贸中心广场	金华	24000		加盟期 10 年	
15 福州新世纪广场店	福州	19120		加盟期 10 年	
16 吉安井冈山大道用地	吉安	17062	4994	-	土地储备，用于商场建设

来源：公司公告、国金证券研究所

- 天虹商场通过 IPO 募集资金 10.56 亿元，为公司门店扩张、购买物业、完善后台物流和建设信息系统提供资金支持。
 - 为配合快速扩张的需要，天虹商场此前新开门店以租赁物业为主，在商业地产繁荣的大背景下，购置有发展潜力的门店资源有利于企业巩固区域优势。
 - 公司将在东莞投资 1.57 亿元新建仓储加工中心，以满足华南地区超市的商品供应、物流和配送需要，通过加快供货速度、降低供应成本巩固与供应商的关系，加强超市经营优势。

- 信息系统构筑了连锁零售业的神经网络，天虹将投资 3900 万元进行系统建设，新 ERP 系统将于 2011 年上线，届时公司的品类管理能力可得到进一步提升。

发展新业务模式，增加自有物业比重

- 在坚持差异化业态组合模式下，探索新的业务模式可为公司成长提供新动力。
 - 对百货而言，公司将加大自营比重、创建自有品牌、收购或参股品牌企业、开设自营集合点和代理等经营方式。
 - 在超市经营上，坚持以客户需求为导向，加强全国直供、产地直采和建设自有品牌等，进一步提高商品毛利率及周转率。
- 成立天虹置业有限公司表明公司未来将继续加大自有物业比重。
 - 2010 年 9 月，公司出资 1 亿元人民币成立全资子公司深圳天虹置业有限公司，此举表明公司未来将加大物业建设方面的投入，从以往单纯租赁成熟物业发展为自主或合作开发、设计、建造经营场地，并以此为基础，为未来开发购物中心等新型商业项目做准备。
 - 2010 年 11 月，天虹置业有限公司竞拍取得江西省吉安市吉州区井冈山大道 17062 平方米土地，用于商场建设。
- 中国零售业主导业态由百货店向购物中心的演进已在东部沿海中心城市全面展开，中部大型城市的购物中心及城市综合体也已进入发展期，我们不能排除天虹商场未来通过与关联地产企业合作开发购物中心等综合型零售业态的可能；一旦有此计划，则公司可能存在融资需求。

估值与投资建议

相对估值

- 我们按最新收盘价统计主要百货类上市公司的估值，行业 2010-2011 年的加权平均 PE 估值分别为 39 和 28 倍，PS 估值为 1.6 倍。天虹商场 2010 年-2011 年的预测 PE 为 37 倍和 28 倍，PS 为 1.8 倍，处于行业平均水平附近。
- 考虑到公司处于快速扩张期，且成长期及培育期门店数量占比大，未来 3-5 年有望保持较高利润增速，我们认为公司的合理估值水平在 2011 年 35 倍 PE 附近，对应价格为 56 元。

图表24：百货业主要上市公司估值水平比较 单位：亿元

股票代码	股票名称	市值	PE 10	PE 11	PS 10
002187	广百股份	49.79	26	21	0.9
600785	新华百货	70.26	29	23	1.8
600631	百联股份	151.94	30	26	1.1
600327	大厦股份	67.93	30	25	1.1
000419	通程控股	35.28	30	22	1.1
000987	广州友谊	103.56	31	23	3.1
000417	合肥百货	83.86	31	25	1.2
000501	鄂武商 A	101.96	31	26	1.0
600628	新世界	70.94	33	28	2.5
002277	友阿股份	84.47	33	25	2.4
600729	重庆百货	101.86	33	25	1.1
600697	欧亚集团	43.43	33	26	0.9
600778	友好集团	47.94	35	25	1.8
600858	银座股份	77.78	35	25	0.9
600859	王府井	177.43	37	30	1.3
002024	天虹商场	184.05	37	28	1.8
000785	武汉中商	29.09	40	33	0.8
000564	西安民生	25.26	42	32	1.0
000715	中兴商业	43.00	45	24	1.6
600824	益民商业	56.21	45	37	3.0
600828	成商集团	71.05	45	29	4.3
600280	南京中商	40.06	47	24	0.8
600682	南京新百	35.47	47	29	2.3
600738	兰州民百	25.38	48	40	2.9
600861	北京城乡	34.28	49	42	1.8
600694	大商股份	161.69	79	39	0.7
	加权平均		39	28	1.6

来源：国金证券研究所

绝对估值

- 根据 DCF 估值计算的公司合理价格为 59.35 元/股。

图表25: DCF 估值假设条件及结果 单位: 百万元

假设条件	数值	FCFE估值	现金流折现值	价值百分比
第二阶段年数	8	第一阶段	3,455.20	14.55%
第二阶段增长率	6.00%	第二阶段	9,759.41	41.10%
第三阶段增长率	2.00%	第三阶段	5,607.64	23.61%
永续增长率	1.00%	后续阶段(终值)	4,924.17	20.74%
无风险利率Rf	3.62%	股权资本的价值	23,746.44	100.00%
β	1.20	股本(百万股)	400.10	
WACC	11.36%	每股价值(元)	59.35	

来源: 国金证券研究所

图表26: 敏感性分析结果

WACC	长期增长率(g)							
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
8.50%	79.87	81.44	83.23	85.27	87.62	90.37	93.61	97.50
9.00%	75.02	76.32	77.78	79.44	81.33	83.51	86.06	89.08
9.50%	70.71	71.78	72.99	74.35	75.89	77.65	79.68	82.04
10.00%	66.85	67.75	68.75	69.87	71.14	72.56	74.20	76.08
10.50%	63.38	64.14	64.98	65.91	66.95	68.12	69.45	70.97
11.00%	60.24	60.88	61.59	62.37	63.24	64.21	65.30	66.53
11.50%	57.40	57.94	58.54	59.20	59.92	60.73	61.63	62.64
12.00%	54.81	55.27	55.78	56.33	56.94	57.62	58.37	59.21
12.50%	52.44	52.84	53.27	53.74	54.26	54.83	55.45	56.15
13.00%	50.27	50.61	50.98	51.38	51.82	52.30	52.83	53.41
13.50%	48.27	48.56	48.88	49.22	49.60	50.01	50.45	50.95

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 我们认为天虹商场将受益于中国经济转型, 看好公司的长期发展, 结合相对估值和绝对估值结果, 公司合理价格区间为 56.77 元/股-59.35 元/股, 结合行业估值水平考虑, 给予公司“买入”评级。

风险提示

- 公司新进入区域的门店尚不具备规模优势, 有门店培育期过长, 亏损额过大导致公司利润受损的风险。
- 公司门店以租赁物业为主, 平均剩余租期 16 年左右, 在商业地产投资繁荣背景下, 有租金上涨过快导致经营成本大幅上升的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,532	6,863	8,057	10,197	13,595	17,378	货币资金	1,162	1,554	1,698	2,442	3,864	5,588
增长率	24.1%	17.4%	26.6%	33.3%	27.8%		应收款项	123	155	175	447	596	761
主营业务成本	-4,216	-5,195	-6,207	-7,814	-10,451	-13,376	存货	164	198	205	257	344	440
%销售收入	76.2%	75.7%	77.0%	76.6%	76.9%	77.0%	其他流动资产	56	127	321	393	525	671
毛利	1,316	1,667	1,850	2,382	3,145	4,002	流动资产	1,505	2,034	2,399	3,538	5,327	7,460
%销售收入	23.8%	24.3%	23.0%	23.4%	23.1%	23.0%	%总资产	59.8%	66.8%	61.0%	68.7%	75.7%	80.5%
营业税金及附加	-39	-37	-34	-44	-58	-75	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	696	663	645	1,002	1,142	1,268
营业费用	-888	-1,083	-1,224	-1,530	-2,012	-2,537	%总资产	27.6%	21.8%	16.4%	19.5%	16.2%	13.7%
%销售收入	16.1%	15.8%	15.2%	15.0%	14.8%	14.6%	无形资产	304	328	866	606	568	533
管理费用	-81	-162	-128	-163	-222	-278	非流动资产	1,012	1,010	1,534	1,611	1,711	1,802
%销售收入	1.5%	2.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	40.2%	33.2%	39.0%	31.3%	24.3%	19.5%
息税前利润 (EBIT)	308	385	464	646	852	1,112	资产总计	2,517	3,044	3,933	5,149	7,039	9,262
%销售收入	5.6%	5.6%	5.8%	6.3%	6.3%	6.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-12	0	-10	2	3	5	应付款项	1,812	2,177	2,781	3,444	4,598	5,879
%销售收入	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	158	180	249	258	345	441
资产减值损失	30	-1	0	0	0	0	流动负债	1,970	2,356	3,030	3,703	4,943	6,321
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	19	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,970	2,356	3,030	3,703	4,943	6,322
营业利润	345	384	454	648	855	1,117	普通股股东权益	547	687	903	1,447	2,096	2,941
营业利润率	6.2%	5.6%	5.6%	6.4%	6.3%	6.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	32	9	17	10	10	10	负债股东权益合计	2,517	3,044	3,933	5,149	7,039	9,262
税前利润	377	393	471	658	865	1,127	比率分析						
利润率	6.8%	5.7%	5.8%	6.5%	6.4%	6.5%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-64	-80	-115	-164	-216	-282	每股指标						
所得税率	17.1%	20.2%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.251	0.896	1.017	1.233	1.622	2.112
净利润	313	314	356	493	649	845	每股净资产	2.189	1.963	2.580	3.616	5.238	7.350
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.921	2.117	3.340	2.238	4.101	4.858
归属于母公司的净利润	313	314	356	493	649	845	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.7%	4.6%	4.4%	4.8%	4.8%	4.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	57.15%	45.63%	39.41%	34.10%	30.97%	28.73%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	12.42%	10.30%	9.05%	9.58%	9.22%	9.12%
净利润	0	0	0	493	649	845	投入资本收益率	46.69%	44.70%	38.83%	33.49%	30.51%	28.35%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	0	0	112	129	139	主营业务收入增长率	53.10%	24.05%	17.41%	26.55%	33.33%	27.82%
非经营收益	0	0	0	12	-10	-10	EBIT增长率	22.34%	25.03%	20.37%	39.32%	31.96%	30.45%
营运资金变动	0	0	0	278	873	970	净利润增长率	51.96%	0.27%	13.50%	38.59%	31.58%	30.17%
经营活动现金净流	0	0	0	896	1,641	1,944	总资产增长率	68.32%	20.90%	29.23%	30.91%	36.70%	31.59%
资本开支	-274	-177	-885	-201	-219	-220	资产管理能力						
投资	-22	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0
其他	-62	0	0	0	0	0	存货周转天数	11.1	12.7	11.8	12.0	12.0	12.0
投资活动现金净流	-358	-177	-885	-202	-219	-220	应付账款周转天数	50.4	55.7	59.7	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	38	0	50	0	0	固定资产周转天数	45.9	35.3	29.2	35.3	29.7	25.4
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-40	-211	-155	0	0	0	净负债/股东权益	-212%	-226%	-188%	-169%	-184%	-190%
筹资活动现金净流	-40	-172	-155	50	0	1	EBIT利息保障倍数	26.6	1,376.0	46.5	-312.1	-270.4	-237.0
现金净流量	-398	-349	-1,040	743	1,422	1,725	资产负债率	78.26%	77.42%	77.04%	71.91%	70.23%	68.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	8	11	14	15
买入	1	4	7	12	16
持有	0	0	2	2	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.36	1.47	1.52	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室